

金钼股份 (601958)

钼价进一步上涨，矿山质优规模大

买入 (首次)

2022 年 05 月 06 日

证券分析师 杨件

执业证书: S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

研究助理 王钦扬

执业证书: S0600121040010

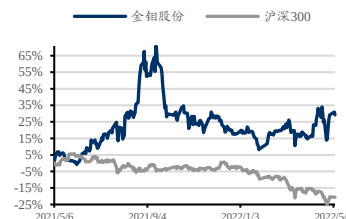
wangqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	7,974	9,511	10,509	11,799
同比	5%	19%	10%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	495	1,263	1,432	1,500
同比	172%	155%	13%	5%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.15	0.39	0.44	0.47
P/E (现价&最新股本摊薄)	47.80	18.73	16.51	15.76

投资要点

- **优质钼金属生产商，盈利能力较强：**公司于 2008 年 4 月 17 日在国内 A 股上市。据官网数据，公司拥有权益内钼资源约 150 万吨金属量，具有领先的产业规模。2021 年公司产品中钼炉料占营业收入 55.8%，毛利率高达 23.61%，具有较好的收入能力，其产品销量约占世界钼市场份额 8%，并拥有完整的产业链条，实力强劲。
- **下游需求超预期增长，钼价有望进一步走高：**供给侧国内保持平稳低速增长，海外矿山产量不及预期。我国作为全球钼矿产量最高的国家，钼矿产量一直稳定在 13 万吨左右。自 2021 年四季度开始钼铁从依附进口转变成净出口行情，叠加国际市场需求持续出口，钼市供应逐渐趋紧。海外矿山产量受限于采矿量下降等因素回收率大幅下滑。需求端受益于特钢不锈钢产业扩张，全球钼消费需求增速平稳。2021 年中国仍然是钼消费量最大的国家，钼消费量从 2020 年的 10.64 万吨上升到 2021 年的 11.14 万吨，增长了 5%，增速平稳。由于供给侧改革和产业结构升级，国内钼消费市场带动全球市场持续攀升。随着全球钢铁消费升级持续和结构优化，钼消费规模将持续扩大。
- **矿山品质优规模大：**公司坐拥两大矿山开采权，分别是金堆城钼矿和汝阳东沟钼矿。金堆城钼矿钼年产量为 1344 万吨，汝阳东沟钼矿年产量为 804 万吨，两钼矿品位高。同时，公司间接控股了金寨沙坪沟钼矿和间接参股了吉林天池季德钼矿。金寨沙坪沟钼矿规模巨大、品位高、易采易选，是国内外罕见的超大型优质钼矿床，平均品位 0.14%，其中富矿核钼金属量为 106 万吨，品位高达 0.36%
- **定增资金推动降本增效：**5 月 5 日，公司新发布定增预案，拟向不超过 35 名特定对象定增募资不超过 19 亿元，用于金堆城钼矿总体选矿升级改造、钼焙烧低浓度烟气制酸升级改造项目及补充流动资金。其中，金堆城钼矿总体选矿升级改造项目拟投资总额达 12.5 亿，钼焙烧低浓度烟气制酸升级改造项目拟投资总额达 1.8 亿。改造后，将淘汰金堆城钼矿落后产能并引入 WSA 湿法制酸工艺技术及设备推动降本增效。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司主营产品价格上行，我们预计公司 2022-2024 年收入为 95/105/118 亿元，同比增速为 19%/10%/12%；归母净利润为 13/14/15 亿元，同比增速为 155%/13%/5%；对应 PE 分别为 18.7/16.5/15.8x。按业务板块，钼产品相关板块我们选取同样作为有色金属龙头的宝钛股份、中钨高新，商品贸易板块选取占比较小，故忽略，得出 2022-2023 年 PE 均值为 21.6/17.1x；由于公司估值低于可比公司，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**钼价格波动；成本波动；公司自身经营风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.48
一年最低/最高价	5.96/9.90
市净率(倍)	1.96
流通 A 股市值(百万元)	24,135.00
总市值(百万元)	24,135.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.82
资产负债率(% LF)	12.08
总股本(百万股)	3,226.60
流通 A 股(百万股)	3,226.60

相关研究

内容目录

1. 金钼股份：优质钼金属生产商	4
1.1. 历史悠久的领先钼矿产商	4
1.2. 股权集中度高，公司结构稳定	4
1.3. 以钼为核心，钼产品市场份额跻身全球第二	5
2. 行业：下游需求超预期增长，钼价有望进一步走高	6
2.1. 供给端：国内保持平稳低速增长，海外矿山运营不及预期	7
2.2. 需求端：受益特钢不锈钢产业扩张，全球钼消费需求增速平稳	10
2.3. 库存：高需求驱动高产量高库存，疫情改善后过剩库存将释放	12
2.4. 供需平衡分析：高端制造业结构性升级，带动国内钼价保持高位	12
3. 公司钼矿藏量丰富	14
3.1. 金堆城钼矿：高产量主力矿山	14
3.2. 汝阳东沟钼矿：第二大现役矿山，营业收入重要来源	15
3.3. 金寨沙坪沟钼矿：基建期高品位超大型矿山	15
3.4. 季德钼矿：优质精钼矿，三年内有望产能释放	15
4. 定增募资扩产升级，增效响应环保号召	16
4.1. 淘汰金堆城钼矿落后产能	16
4.2. WSA 湿法制酸降本增效	17
5. 盈利预测、估值与投资建议	18
6. 风险提示	19

图表目录

图 1:	公司历史沿革.....	4
图 2:	公司实控人为陕西省国资委.....	5
图 3:	2021 年实现营收 79.7 亿元, 同比增速 5.2%	5
图 4:	2021 年实现归母净利 4.9 亿元, 同比高增 171.9%	5
图 5:	钼产品营业收入占比逐年提升.....	6
图 6:	2021 年钼业务相关营收占比高达 84.3%	6
图 7:	公司毛利受业务结构调整, 升至 22.0%	6
图 8:	钼业毛利率显著高于电解铜.....	6
图 9:	2021 年中国占据全球钼产量的比例高达 43.33%	6
图 10:	全球与中国钼矿产量及增速对比.....	7
图 11:	近 10 年主要海外钼矿公司资本支出 (亿元)	9
图 12:	近 5 年主要海外钼矿公司资本支出增长率较低.....	9
图 13:	约 80% 的钼产品以氧化钼或钼铁的形式应用于钢铁行业	10
图 14:	近 5 年国内钼铁需求与供给.....	10
图 15:	中国与全球不锈钢产量及增速对比.....	11
图 16:	历年钼铁工厂总库存 (吨)	12
图 17:	历年钼精矿工厂总库存 (吨)	12
图 18:	历年中国 45% 钼精矿均价变化	13
图 19:	我国钼供给与消费量供需平衡预测.....	14
表 1:	国内主要钼生产公司自有矿山情况.....	8
表 2:	全球主要钼矿公司年产量及预测 (万吨)	9
表 3:	国内钼消费量与产量预测.....	13
表 4:	四大矿山信息.....	15
表 5:	金堆城钼矿选矿升级改造项目投资概算.....	16
表 6:	钼焙烧低浓度烟气制酸升级改造项目投资概算.....	17
表 7:	公司盈利预测.....	18
表 8:	可比公司估值 (2022 年 5 月 6 日)	19

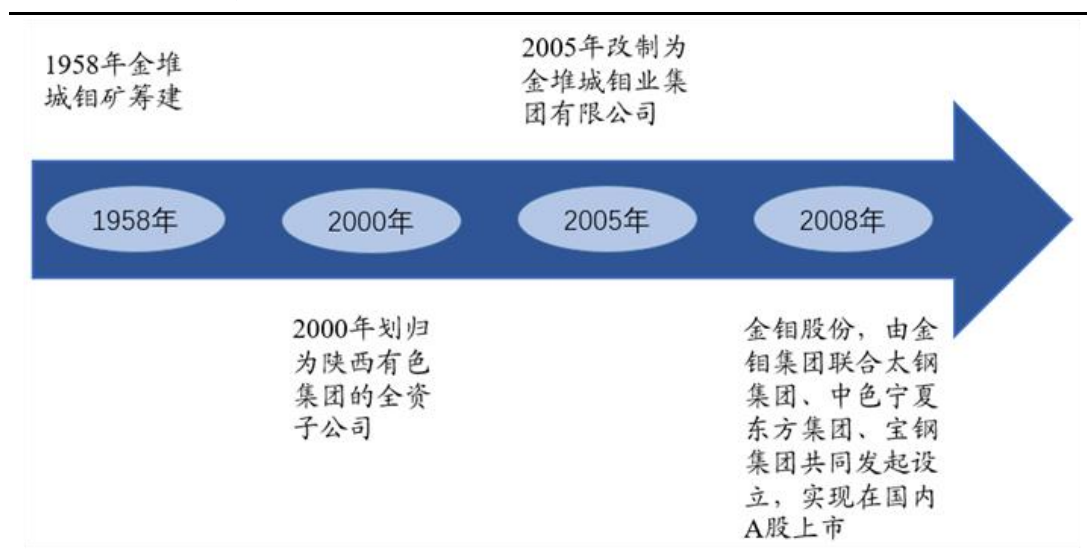
1. 金钼股份：优质钼金属生产商

金钼股份是全球钼行业内具有较强影响力的钼专业供应商，拥有钼采矿、选矿、冶炼、化工、金属加工、科研、贸易一体化全产业链条。主要生产钼冶金炉料、化学化工、金属加工三大系列二十多种品质优良的各类钼产品，广泛应用于钢铁冶炼、石油化工、航空航天、国防军工、电子照明、生物医药等领域。

1.1. 历史悠久的领先钼矿产商

金钼股份拥有世界六大原生钼矿床之一的金堆城钼矿，矿石天然品质优良、易于深加工、适合大型露天开采，资源禀赋得天独厚。据公司官网，公司目前拥有权益内钼资源约 150 万吨金属量，产业规模世界领先。1958 年，金堆城钼矿筹建，该矿是 1955 年在秦岭中勘探发现的世界特大型钼矿床；2000 年，金堆城钼矿被划归为陕西有色集团的全资子公司；2005 年改制为金堆城钼业集团有限公司；2008 年，金钼股份由金钼集团联合太钢集团、中色宁夏东方集团、宝钢集团共同发起设立，于 2008 年 4 月 17 日在国内 A 股上市。现已成为世界领先，亚洲最大的钼业公司。

图1：公司历史沿革

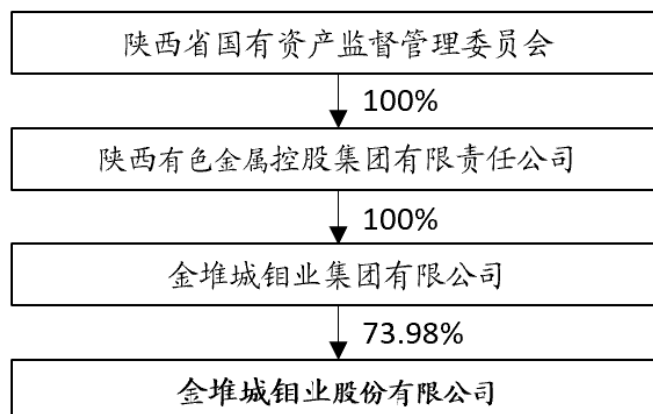


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权集中度高，公司结构稳定

公司控股股东为金堆城钼业有限公司，持股比例达 73.98%，结构稳定；金堆城钼业集团有限公司由陕西有色金属控股集团有限责任公司 100%持股；陕西有色金属控股集团有色责任公司由陕西省人民政府国有资产监督管理委员会 100%持股，实控人为陕西省人民政府国有资产监督管理委员会。

图2：公司实控人为陕西省国资委

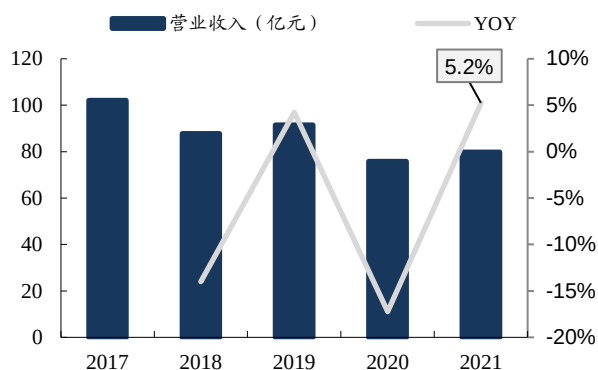


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 以钼为核心，钼产品市场份额跻身全球第二

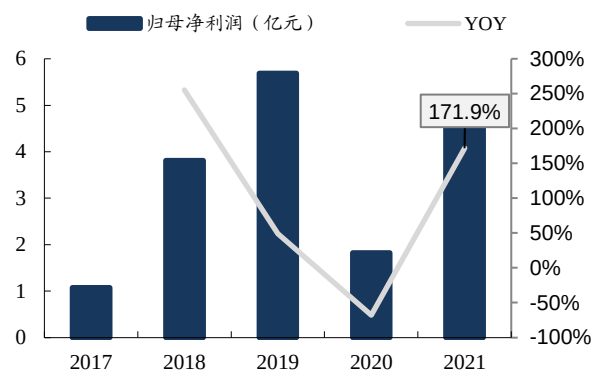
2021 年国内外钼市场价格同比上升，公司紧抓市场机遇，发挥产业经营及产能规模优势，经营业绩持续增厚，2021 年全年实现营收 79.7 亿元，完成年度经营计划目标的 122.67%，同比增加 5.2%；归母净利润 4.9 亿元，同比高增长 171.9%。钼行情下，公司进一步优化产品销售结构。2021 年全年，公司销售各类钼产品 3.30 吨金属量，同比高增长 22.08%，市场份额跻身全球第二；生产钼精矿（折金属量）2.12 万吨，所产钼精矿用做公司内部下游产品的原料，由于公司外购钼精矿用于产品加工，钼精矿销售总量大于生产量。2021 年钼炉料占总营收比大幅增长至 55.8%，同比上升 18.1pct；钼金属占总营收比达到 16.1%，同比上涨 5.5pct，电解铜营收占比大幅压降至 7.1%，同比下降 23.7pct，公司毛利率在业务结构调整下升高至 22.0%。

图3：2021 年实现营收 79.7 亿元，同比增速 5.2%



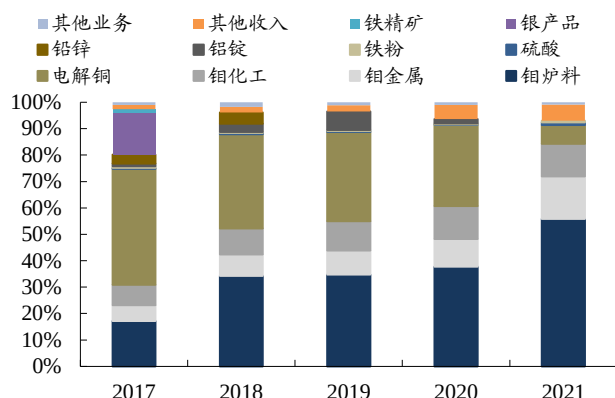
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：2021 年实现归母净利 4.9 亿元，同比高增 171.9%



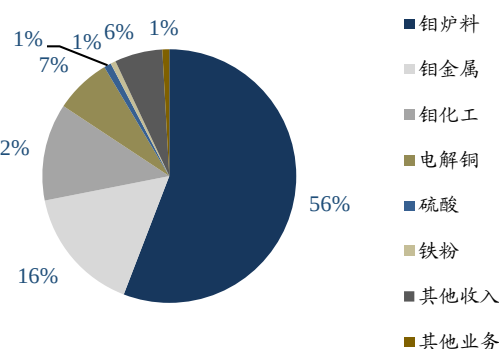
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5: 钼产品营业收入占比逐年提升



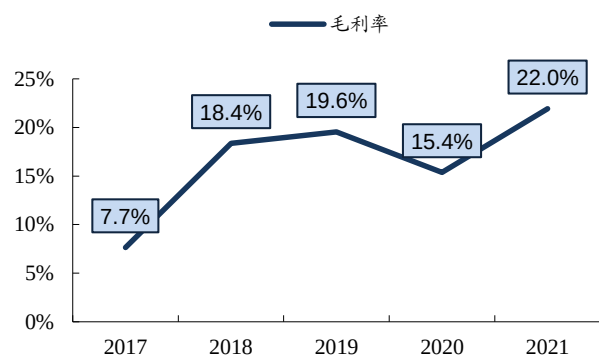
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6: 2021年钼业务相关营收占比高达84.3%



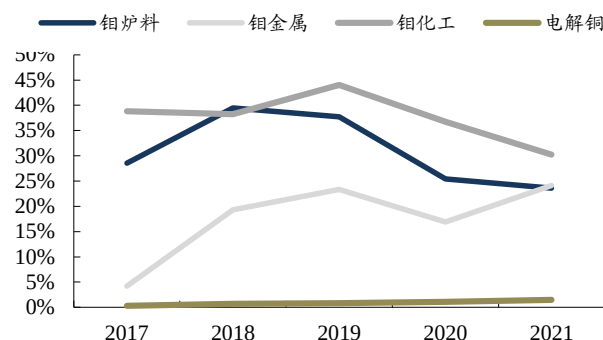
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7: 公司毛利受业务结构调整, 升至22.0%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8: 钼业毛利率显著高于电解铜

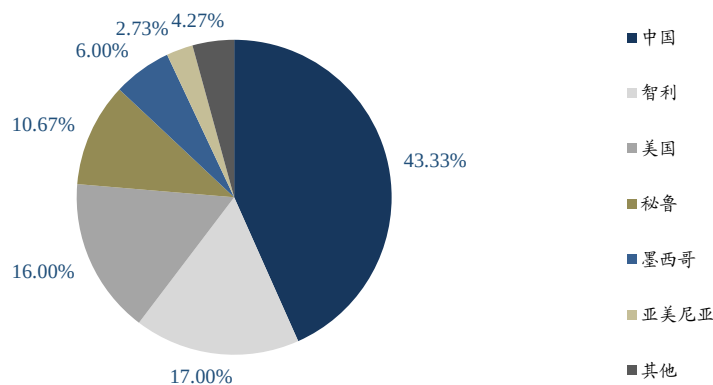


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 行业：下游需求超预期增长，钼价有望进一步走高

全球钼元素资源储量与产量集中度较高。USGS 数据显示，中国是世界上钼资源最为丰富的国家，2021 年钼资源储量为 830 万吨，占比高达世界储量的 52%。从产量国家分布情况来看，我国产量也遥遥领先。2021 年我国钼矿产量全球占比 43%，其次为智利 17%、美国 16%。

图9: 2021年中国占据全球钼产量的比例高达43.33%

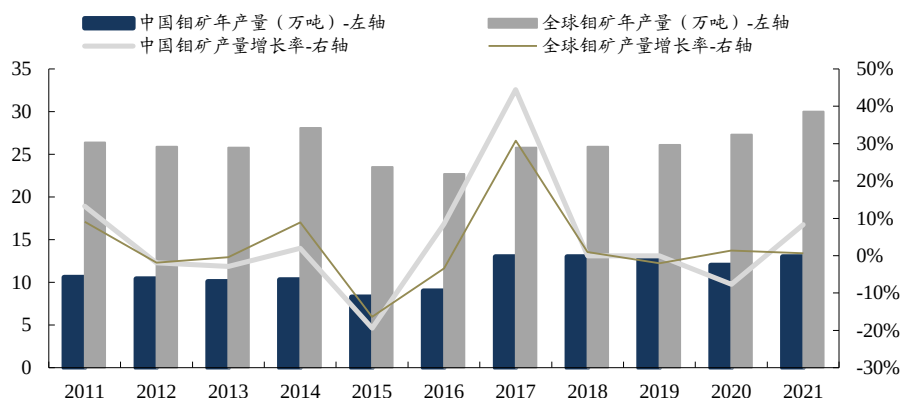


数据来源：USGS，东吴证券研究所

2.1. 供给端：国内保持平稳低速增长，海外矿山运营不及预期

国内保持平稳低速增长。近年来全球钼金属供给量增长极为缓慢。从 2017-2021 年的数据观察，全球钼金属供应量稳定维持在 30 万吨左右，年复合增速仅为 0.3%；中国钼矿产量一直稳定在 13 万吨左右。其中 2020 年由于国内部分钼矿山突发事件的影响而出现产量下滑，导致 2020 年中国钼精矿产量同比下降 7.69%：伊春鹿鸣受尾矿库泄漏事件影响停产约 5 个月，造成全年减产近半；金钼股份金堆矿区因暴雨影响停产 13 天，导致其钼精矿生产量减少 1200 余吨。在低基数情况下，2021 年钼矿产量实现 8.33% 的高增速。

图10：全球与中国钼矿产量及增速对比



数据来源：USGS，东吴证券研究所

国内市场，金钼股份是生产规模排名全球前三位的钼金属生产运营商，是钼行业产业链最完整、产品线最丰富、整体工装基数先进的大型钼企业之一。公司及公司的子公

司正在运营金堆城钼矿和汝阳东沟钼矿，同时公司参股的安徽金寨县沙坪沟钼矿为世界第一大单体钼矿床。在 2020 年与 2021 年中钼产量持平，均为 2.23 万吨。洛阳钼业拥有钼铁冶炼能力 2.5 万吨/年，氧化钼焙烧能力 4 万吨/年，目前运营的栾川三道庄钼钨矿，为特大型原生钼钨共生矿，属于栾川钼矿田的一部分。此前由于事故停产的鹿鸣矿业矿山已平稳复产，2022 年预计产量与 2021 年持平；洛阳钼业 2021 年钼产量 1.6 万吨，据年报数据，2022 年预计钼产量减少到 1.5 万吨；紫金矿业 2022 年将会对黑龙江铜山铜矿、福建紫金山罗卜岭铜（钼）矿、塞尔维亚博尔铜业 JM 铜矿、塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿下带矿等 4 个地下大型斑岩型矿床进行崩落法采矿，钼作为伴生产品将会有少量产量的增加。

表1：国内主要钼生产公司自有矿山情况

	矿山名称	矿石储量 (百万吨)	品味 (%)	矿石处理量 (百万吨)	资源剩余可开 采年限	许可证/采矿权有 效期
洛阳钼业	上房沟钼矿	32.96	0.191	4.5	7.3	12
	新疆钼矿	141.58	0.139	/	38	23
金钼股份	金堆城钼业股份有限公司	490.89	0.083	13.44	37	8
	金堆城钼矿					
	金堆城钼业汝阳有限责任公司东沟钼矿	487.79	0.122	8.04	59	16
吉翔股份	内蒙古乌拉特前旗沙德盖	64.07	0.114	3	19	1
	苏木西沙德盖钼矿					

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

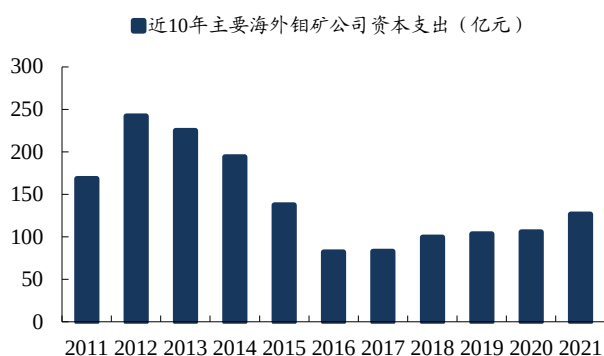
海外矿山运营不及预期，多地已有矿山与新增项目产量均未达预期。受限于采矿量下降、其他金属入选品味上升等因素，钼精矿入选品味下跌严重，由 50.88% 下跌至 0.029%，回收率大幅下滑。由于海外钼精矿主要以副产品形式与其他稀贵金属一同出产，因此其供给弹性较小，同时关注度较低。预测 2022 年海外钼产量将较 2021 年有所上升，基本与 2020 年持平。

国外市场中，麦克莫兰自由港公司是全球最大的钼矿生产商，其钼产品主要来源于北美 7 个、南美 2 个矿山与位于美国科罗拉多州的两大钼矿 Henderson、Climax。公司钼产量由 2020 年的 3.45 万吨上升至 2021 年的 3.86 万吨。为应对日益增长的全球钼需求，公司 2022 年将在 Lone Star 铜矿、Cerro Verde 矿山和两个钼矿分别扩大开采率，预计钼总年产量可达 4.09 万吨。钼是墨西哥集团的主要副产品。在 2021 年中，钼产量与 2020 年持平，均为 3.03 万吨；其中，由于 Toquepala 矿山增产，2021 年第四季度钼产量环比增长 5.6%。据公司年报，2022 年计划钼产量将会小幅增加；若按环比增长率计算，预计 2022 年产量达 3.2 万吨。另外，在未来几年中公司将会持续在秘鲁 Los Chancas 的 Apurimac 地区进行开发，预计于 2027 年实现钼的年产量 0.75 万吨。智利

Codelco 公司是全球第二大、智利最大的钼生产商。公司 2020 年钼产量 2.8 万吨，2021 年主要由于 Chuquicamata 和 Andina 矿山减产，造成钼产量锐减 25% 至 2.1 万吨。作为公司铜矿副产品的钼矿，由于未来几年铜矿计划产量均保持在同一水平，因此钼产量预计与 2020 年 2.8 万吨持平。力拓集团 Kennecott 公司钼产品主要产自 Bingham Canyon，其 2021 年钼产量较 2020 年有较大下跌，由 2.04 万吨年产量下滑 62.7% 至 0.76 万吨。由于公司受到相关工会机构干预导致 2021 年产量下降，目前暂无扩产计划，预计未来几年钼产量维持在 2021 年现有水平。

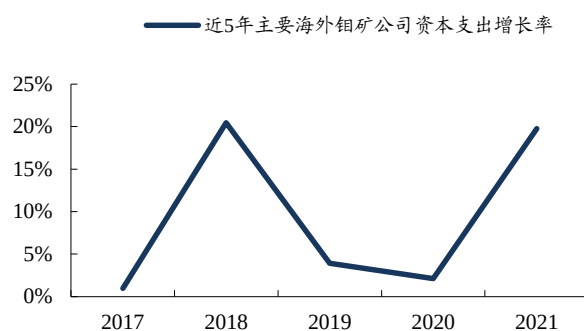
由于国外钼矿公司近五年资本支出增长缓慢，新增投资项目有限，因此未来几年内海外钼供给预测将与当前持平，钼产量增长将较为罕见。

图11：近 10 年主要海外钼矿公司资本支出（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：近 5 年主要海外钼矿公司资本支出增长率较低



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：全球主要钼矿公司年产量及预测（万吨）

	2021A	2022E	2023E	2024E
麦克莫兰自由港	3.86	4.09	4.09	4.09
智利 Codelco	2.1	2.8	2.8	2.8
墨西哥集团	3.03	3.2	3.2	3.2
力拓 Kennecott	0.76	0.76	0.76	0.76
Antofagasta	1.05	1.05	1.05	1.05
必和必拓	0.36	0.7	0.7	0.7
南方铜业	3.03	3.05	3.05	3.05
金钼股份	2.23	2.23	2.23	2.23
洛阳钼业	1.64	1.51	1.51	1.51
紫金矿业	0	0.3	0.5	0.7
吉翔股份	2.85	2.85	2.85	2.85
鹿鸣矿业	1.45	1.45	1.45	1.45

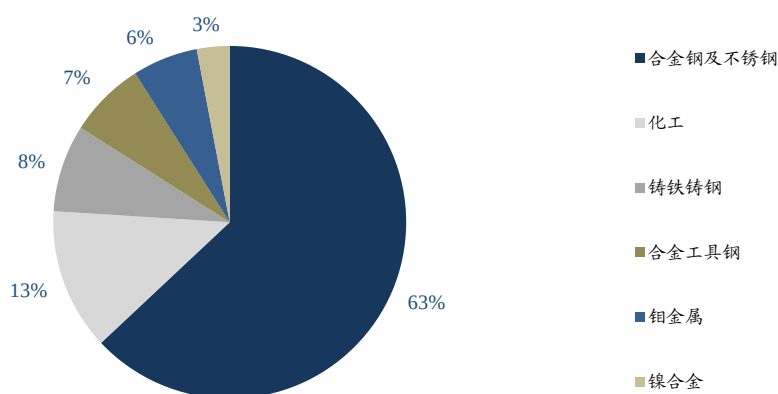
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

因此，未来三年内全球钼矿供给预计将有小幅增长。

2.2. 需求端：受益特钢不锈钢产业扩张，全球钼消费需求增速平稳

全球约 80% 的钼产品以氧化钼或钼铁的形式应用于钢铁行业，广泛应用于低合金钢、不锈钢等产品中。不锈钢中加入钼，能改善钢的耐腐蚀性。在铸铁中加入钼，能提高铁的强度和耐磨性能。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耐高温部件。

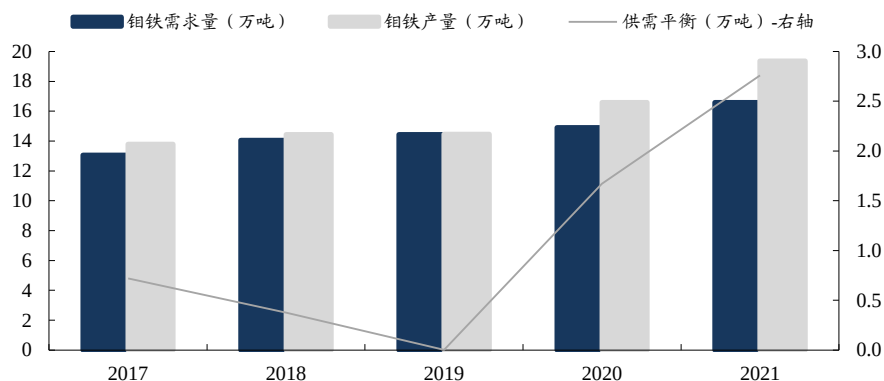
图13：约 80% 的钼产品以氧化钼或钼铁的形式应用于钢铁行业



数据来源：IMOA，东吴证券研究所

国际钼协会(IMOA)最新公布的数据显示，2021 年全球钼消费量为 27.72 万吨，比前一年的 24.48 万吨增长了 13%。2021 年中国仍然是钼消费量最大的国家，钼消费量从 2020 年的 10.64 万吨上升到 2021 年的 11.14 万吨，增长了 5%，增速平稳。钼铁合金方面，根据百川盈孚数据，近年来我国钼铁供应有所过剩。

图14：近 5 年国内钼铁需求与供给

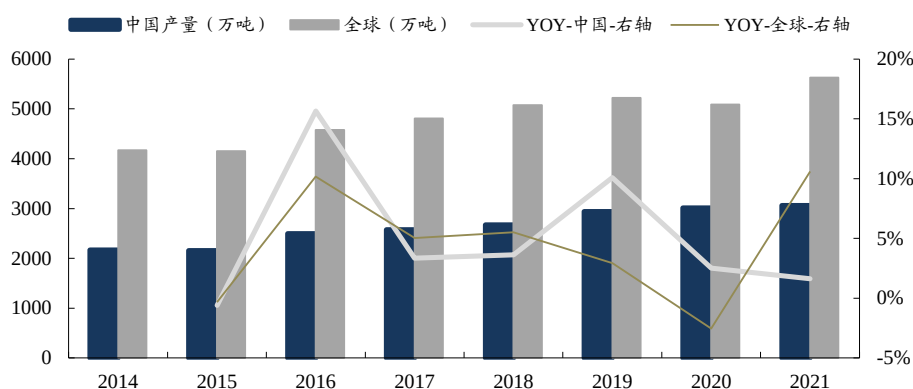


数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

国内市场受益于供给侧改革和产业结构升级，中国钢材产品结构正在由普钢向优特钢调整。考虑到目前中国优特钢产量占比（约10%）仍较发达国家20~25%的占比有差距，钼的多种周边产品需求量将继续受益于合金钢、不锈钢需求扩张而有进一步增长的预期。

同时，全球钼消费也会受益于不锈钢市场的发展而持续攀升。中国不锈钢产量至2021年达3063.2万吨，同比增加49.3万吨，增长1.64%。随着全球钢铁消费升级持续和结构优化，钼消费规模将持续扩大。

图15: 中国与全球不锈钢产量及增速对比



数据来源：ISSF，东吴证券研究所

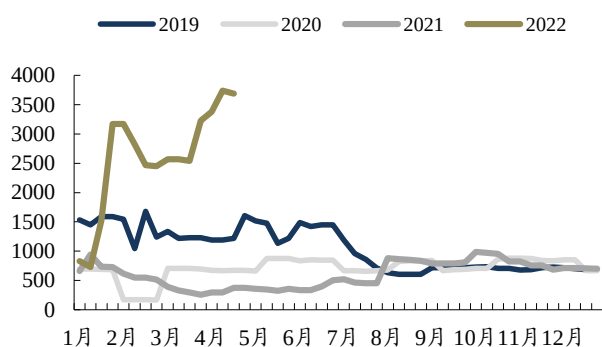
此外，钼钢也应用于炮弹的炮身制作中，只有耐高温的钼能够抵御炮弹产生的热量，以免熔化炮身。因此俄乌战争的严峻形势也导致了作为“战争金属”的钼元素的海外需求有所上涨。

2.3. 库存：高需求驱动高产量高库存，疫情改善后过剩库存将释放

2022 年初期因春节假期将至矿山企业集中出货，下游冶炼厂亦及时备货满负荷生产交付订单，库存处于较低位。但随之假期到来多数生产企业停产，同时冬奥会环保管控企业复产受限，库存逐渐堆积。3 月矿山再次集中出货且成交放量尚佳，库存短暂下降。但各地疫情再起以及大型矿山相继停产检修，原料补库困难和运输不畅多数冶炼厂调整生产状态，加之主产区辽宁和吉林疫情防控政策生产受限、物流受阻，原料补库困难且交付不及时，造成了大量成品堆积，库存大幅增加。

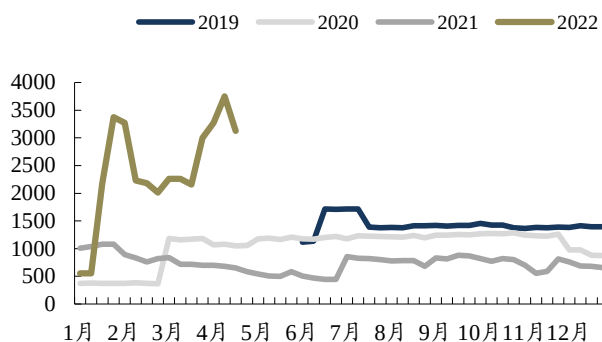
随着疫情逐步得到控制，全国大部分地区物流逐渐恢复，库存有待进一步下降，但由于下游不锈钢与特钢生产规模逐步扩大，我们预测库存仍高于往年同期水平。

图16：历年钼铁工厂总库存（吨）



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

图17：历年钼精矿工厂总库存（吨）

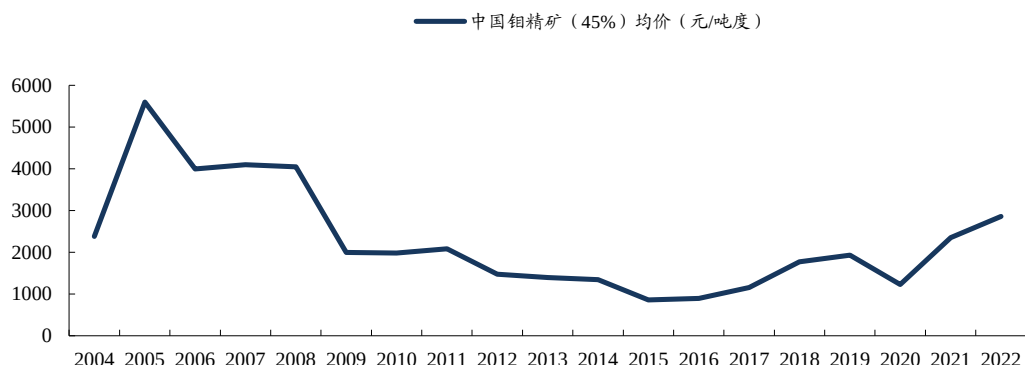


数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

2.4. 供需平衡分析：高端制造业结构性升级，带动国内钼价保持高位

在过去 18 年间，中国市场上以 45%钼精矿为代表的钼元素历史价格演变过程大致可以分为四个阶段：1) 在 2008 年经济危机之前，全球经济高速增长，直接拉动了合金钢和不锈钢需求，全球钼消费随之扩张，当时钼供给无论是数量或是增长速度都远远低于钢铁行业的扩张速度，此时供不应求，钼价迅速冲高，虽有震荡当在很长一段时间保持高位；2) 自 2008 年经济危机开始直至 2016 年，全球制造业均有一定程度的萎缩，此前累积扩张的大量产能无法及时出清，钼供给转而过剩。钼价格断崖式下跌，并长时间处于低谷；3) 2016-2020 年，由于钼价格长期处于低位，全球多个矿山因产能过剩而关停，中国钼厂商也达产减产协议，因此供给侧出现约束，钼价格逐渐出现少许反弹；4) 2020 年以后，新冠疫情导致海外冶炼产能停滞，大量钼精矿需求涌入国内，国内钼价格再次出现回落；随着全球疫情得到控制，经济逐步向好，2021 年钼价格再次上升。

图18: 历年中国 45%钼精矿均价变化



数据来源：安泰科，东吴证券研究所

由于我国不锈钢产量增长趋势与全球趋势一致，而钼的下游需求有高达 63%的比例是用于生产不锈钢及特钢，因此采用由 MEPS 预测的 2022 年全球不锈钢产量增长率 3%作为我国钼需求量增长率进行预测，则未来三年钼需求分别为 11.47 万吨、11.82 万吨与 12.17 万吨。

2021 年我国钼产量增速相较往年偏高是因为 2020 年的低基数。2020 年伊春鹿鸣受尾矿库泄漏事件影响停产大约 5 个月，导致该矿山全年减产接近 50；金堆矿区因暴雨影响停产 13 天，致使该金钼股份 8 月钼精矿生产量环比减少 1200 余吨，这两个事故使得 2020 年产量锐减。因此。我们采用 2020 年之前的平均增长速度 1%进行预测，则未来三年我国钼产量将达到 10.2 万吨、10.3 万吨与 10.4 万吨。

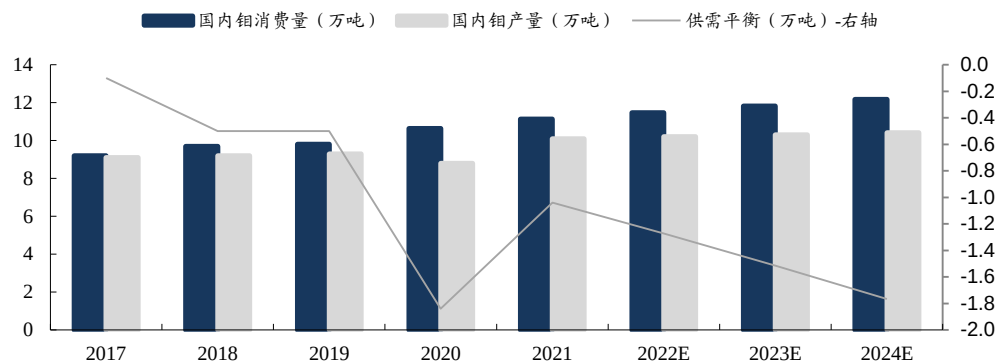
据我们测算，未来三年钼金属的供需平衡呈现供不应求态势且缺口持续扩大，预计 2024 年国内钼消费量达 12.2 万吨，国内钼产量达 10.4 万吨，供需缺口达到 1.8 万吨。

表3: 国内钼消费量与产量预测

	国内钼消费量（万吨）	国内钼消费量增长率	钼需求复合增长率	国内钼产量（万吨）	国内钼产量增长率	钼产量复合增长率	供需平衡（万吨）
2017	9.20			9.10			-0.10
2018	9.70	5.43%	5.43%	9.20	1.10%	1.10%	-0.50
2019	9.80	1.03%	2.37%	9.30	1.09%	1.09%	-0.50
2020	10.64	8.57%	3.63%	8.80	-5.38%	1.86%	-1.84
2021	11.14	4.70%	3.88%	10.10	14.77%	3.12%	-1.04
2022E	11.47	3.00%	3.68%	10.20	1.00%	2.49%	-1.27
2023E	11.82	3.00%	3.56%	10.30	1.00%	2.14%	-1.52
2024E	12.17	3.00%	3.47%	10.41	1.00%	1.92%	-1.77

数据来源：MEPS，百川盈孚，东吴证券研究所测算

图19: 我国钼供给与消费量供需平衡预测



数据来源: MEPS, 百川盈孚, 东吴证券研究所

当前进入后疫情时代,在我国高端制造业面临结构性升级的大背景下,对合金结构钢、不锈钢以及工具钢等高端钢材的需求将快速增长,进而带动钼的消费。鉴于目前钼的供给端弹性较差,未来钼的供需缺口将持续扩大,钼价格有望保持高景气周期。

3. 公司钼矿藏量丰富

2007 年金钼股份向金钼集团收购了金堆城钼矿采矿权有效期至 2030 年 1 月。2008 年公司获得了汝阳东沟钼矿 5.69 平方千米的采矿权,有效期值至 2038 年 12 月。2013 年金钼股份受让金沙钼业 10% 股权,间接控股了金寨沙坪沟钼矿(目前仍在筹建中),2020 年投资占股天池钼业 18.3%,间接参股了吉林天池季德钼矿,钼矿资源掌控与开发取得硕果。

3.1. 金堆城钼矿: 高产量主力矿山

金堆城钼矿钼采掘规模亚洲第一、世界第三的,是国家级绿色矿山试点单位,也是全国矿产资源综合利用示范基地,探明矿石储量约 10 亿吨,保有金属资源量 70 万吨,矿石品位均衡、含杂低,易于深加工。矿山开采规模宏大,年采剥总量约 2640 万吨,供矿量约 1320 万吨。钼选矿具备 4 万吨/日矿石处理能力,年产钼精矿约 3 万吨(45%)、硫精矿约 65 万吨。选矿采用无氰选钼药剂,通过先进科学的综合浮选工艺,有效地保护了环境。钼冶炼有中国钼炉料加工行业焙烧能力最强的装备,采用世界一流的多膛炉焙烧工艺,钼冶炼产品品种齐全,质量稳定,广受客户青睐。现已形成年产焙烧钼精矿 3.8 万吨、钼铁 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。

按 1320 万吨/ 年计，资源剩余可开采年限为 37 年。

3.2. 汝阳东沟钼矿：第二大现役矿山，营业收入重要来源

汝阳东沟钼矿位于河南省洛阳市汝阳县付店镇，是生产矿山，第四批国家级绿色矿山试点单位，2017 年正式入选“国家级绿色矿山名录”，矿山于 2008 年取得了采矿许可证，有效期至 2038 年 12 月 30 日，矿区面积 5.6987 平方千米。矿山规模大，开采深度由 950m 至 250m 标高。汝阳东沟钼矿总矿石量 4.88 亿吨，平均品位 0.122%，服务年限 59 年。东沟钼矿有 2 个选矿厂，5000 吨/天选厂及 20000 吨/天选厂，分别占地面积 3.91 公顷和 18.94 公顷，其中 20000 吨/天于 2016 年投产。按 825 万吨/ 年计，资源剩余可开采年限为 59 年。

3.3. 金寨沙坪沟钼矿：基建期高品位超大型矿山

安徽金沙钼业有限公司沙坪沟钼矿位于安徽省金寨县关庙乡。沙坪沟钼矿是一个特大型斑岩钼矿床，为新建矿山。拟申请采矿许可证有效期 30 年。目前矿山正处于基建期，未进行任何基建和采矿活动。采矿方法为大直径深孔空场嗣后充填采矿法。根据中国自然资源报，金寨县沙坪沟钼矿区估算矿石总量 177471.04 万吨，已探明钼金属量 245.94 万吨，平均品位 0.14%，其中富矿核钼金属量为 106 万吨，品位高达 0.36%。该矿规模巨大、品位高、易采易选，是国内外罕见的超大型优质钼矿床。依照初步设计，年采矿石 1000 万吨，服务年限可达百年，将采用主井、副井 4 辅助斜坡道开拓，结合国际先进的空区全尾砂高浓度胶结充填技术，并且凭借“井下粗碎”“半自磨球磨顽石破碎”等先进选矿工艺，实现 93% 的钼矿回采率与 91% 的选矿回收率。

3.4. 季德钼矿：优质精钼矿，三年内有产能释放

吉林天池钼业有限公司季德钼矿位于吉林省舒兰市小城镇季德屯。根据季德钼矿矿山地质环境保护与土地复垦方案，吉林天池钼业有限公司季德钼矿 2010 年 2 月首次取得采矿许可证。于 2014 年 4 月取得现采矿许可证，生产规模提升，有效期至 2026 年 2 月 9 日。天池钼业自 2010 年首次取得采矿许可证至今一直未开采。根据吉林省舒兰市季德钼矿资源储量核实报告，截至 2013 年季德钼矿采矿权矿区内的钼矿矿石量为 22456.92 万吨、钼金属量 253931 吨、平均品位 0.113%。据测算，项目建成后，日处理矿石 2.5 万吨，年产钼精矿 17000 吨。

表4：四大矿山信息

矿山名称	矿石量 (万吨)	品位	年产量 (万吨)	资源剩余可 开采年限	许可证权有效期	公司名称(简称)
金堆城钼矿	49090	0.08%	1320	37	2030 年 1 月	金堆城钼业股份有限公司(金钼股份)
东沟钼矿	48780	0.12%	825	59	2038 年 12 月	金堆城钼业汝阳有限责任公司(金钼汝阳)
沙坪沟钼矿	177471	0.14%	1000	约 100		安徽金沙钼业有限公司(金沙钼业)
季德钼矿	22,447	0.11%	913 (未建成)	约 25	2026 年 2 月	吉林天池钼业有限公司(天池钼业)

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 定增募资扩产升级，增效响应环保号召

5月5日，公司新发布定增预案，拟向不超过35名特定对象定增募资不超过19亿元，用于金堆城钼矿总体选矿升级改造、钼焙烧低浓度烟气制酸升级改造项目及补充流动资金。其中，金堆城钼矿总体选矿升级改造项目拟投资总额达12.5亿元，钼焙烧低浓度烟气制酸升级改造项目拟投资总额达1.8亿元。

4.1. 淘汰金堆城钼矿落后产能

用于金堆城钼矿选矿升级改造。本次升级改造后，新的选矿设备将具有大型化、智能化、自动化的显著优势，有效降低生产材料和能源消耗水平；通过采用国内外大型先进选矿厂普遍应用“汽车+破碎站+带式输送机”方案，将明显降低运输成本及运输损耗。公司拟新建3万吨/天选矿能力的葵花园选矿厂，碎磨工艺充分结合金堆城钼矿选矿40多年以来的生产实践经验以及矿山矿石特性，确立“粗磨粗选、粗精矿再磨精选”的碎磨流程原则，拟选用SABC（半自磨+球磨+顽石破碎）碎磨工艺流程，具有金属损耗更低、经济效益最优的显著优势。同时，还将升级改造处理能力1万吨/天的百花岭选矿厂新厂房，淘汰服务年限较长的落后产能

此次金堆城钼矿升级改造项目投资经费约50%用于购置设备，另有18.5%和17%的经费用于安装工程和建筑工程。经增量对比法测算，该项目增量投资税后财务内部收益率为11.69%，税后静态投资回收期为9.11年；该项目总量投资税后财务内部收益率为29.98%，税后静态投资回收期为5.01年。

表5：金堆城钼矿选矿升级改造项目投资概算

工程或费用名称	投资合计（万元）	占比（%）
建筑工程费	21248.03	17.00
设备购置费	62190.52	49.77
安装工程费	23116.94	18.50
工器具及生产工具费	99.22	0.08
其它费用	18305.15	14.65
合计	124959.86	100.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. WSA 湿法制酸降本增效

用于钼焙烧低浓度烟气制酸升级改造项目。目前，公司现有的 ECOSA 湿法制酸系统的处理能力不足以满足冶炼生产时产出的低浓度烟气，因此公司仍需要使用硫铁矿配气制酸系统来进行烟气处理，导致硫酸产量居高不下。此外，ECOSA 湿法制酸系统运行时需要消耗大量的天然气用于补热，导致运行成本较高。本项目建成后将大幅提升焙烧钼精矿的烟气处理能力，对于公司稳定生产、减少硫酸产量、降低运行成本等具有重要作用。本次升级改造项目拟采用丹麦托普索公司 WSA 湿法制酸工艺技术及设备。丹麦托普索公司是目前湿法制酸技术的全球领导者，在国内外石化、炼油、冶炼等行业有成熟稳定的运行经验，迄今在全球已经完成项目建设超过 160 套，主要优势包括工艺成熟，可靠性高；生产工艺流程短，布局紧凑；尾气排放可以满足最严苛的排放要求；可利用装置内部自产转化热、冷凝热，做到完全无需消耗燃料气补热；设计及管理团队项目经验丰富等。

本次钼焙烧低浓度烟气制酸升级改造项目投资经费约 57% 用一股购置设备，另有 14.2% 的经费用于安装工程。通过实施本项目，将大幅降低硫酸产量，降低外排废气量、废酸量并减轻末端治理成本，提升公司环保治理水平及整体经济效益。

表6：钼焙烧低浓度烟气制酸升级改造项目投资概算

工程或费用名称	投资合计（万元）	占比（%）
建筑工程费	732.39	4.07
设备购置费	10190.59	56.52
安装工程费	2565.08	14.25
工器具及生产工具费	48.56	0.27
其它费用	4462.36	24.79
合计	17998.98	100.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利预测基于以下假设：

- 1) 2021-2022 年公司钼矿开采、冶炼及深加工受益主营产品周期向上，小幅增产与涨价同时带来收入增加；
- 2) 受益下游旺盛需求与公司规模生产优势，公司钼矿产品相关业务毛利率处于高位震荡，毛利率中枢在 30% 左右；
- 3) 公司商品贸易收入稳步增长，毛利率维持在 2% 左右。

表7：公司盈利预测

		2021A	2022E	2023E	2024E
钼矿产品开 采、冶炼及 深加工	收入（百万元）	6388	7825	8737	9951
	YOY	40%	23%	12%	14%
	毛利率	27%	35%	34%	32%
	毛利（百万元）	1718	2702	2974	3152
	YOY	2%	57%	10%	6%
商品贸易	收入（百万元）	1515	1606	1686	1754
	YOY	-48%	6%	5%	4%
	毛利率	2%	2%	2%	2%
	毛利（百万元）	29	34	38	41
	YOY	0.59%	0.15%	0.15%	0.15%
其它	收入（百万元）	71	80	86	94
	YOY	-10%	12%	8%	9%
	毛利率	4%	4%	4%	5%
	毛利（百万元）	3	3	4	4
	YOY	120%	15%	8%	15%
合计	收入（百万元）	7974	9511	10509	11799
	YOY	5%	19%	10%	12%
	毛利率	22%	29%	29%	27%
	毛利（百万元）	1750	2739	3016	3197
	YOY	50%	56%	10%	6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

因此，考虑公司主营产品价格上行，我们预计公司 2022-2024 年收入为 95/105/118

亿元，同比增速为 19%/10%/12%；归母净利润为 13/14/15 亿元，同比增速为 155%/13%/5%；对应 PE 分别为 18.7/16.5/15.8x。按业务板块，钼产品相关板块我们选取同样作为有色金属龙头的宝钛股份、中钨高新，商品贸易板块选取占比较小，故忽略，得出 2022-2023 年 PE 均值为 21.6/17.1x；由于公司估值低于可比公司，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

表8: 可比公司估值 (2022 年 5 月 6 日)

	证券代码	股价	P/E			EPS (元)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
宝钛股份	600456.SH	48.36	28.28	22.18	18.39	1.71	2.18	2.63
中钨高新	000657.SZ	9.58	14.97	11.98	9.49	0.64	0.8	1.01
均值			21.62	17.08	13.94			
金钼股份	601958.SH	7.48	18.73	16.51	15.76	0.39	0.44	0.47

数据来源：非加粗数据来自 choice 一致预测，其余盈利预测来自东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) **钼价格波动**；钼矿产品开采、冶炼及深加工业务收入占比较大，如果钼价格发生波动将对公司经营情况产生较大影响；
- 2) **成本波动**；电力是公司重要生产成本之一，如果电价发生较大波动，将对公司生产经营成本产生较大影响，从而波及公司利润表现；
- 3) **公司自身经营风险**。公司如若自身经营情况发生较大变化，则经营情况将产生较大变化。

金钼股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,482	5,259	6,520	7,692	营业总收入	7,974	9,511	10,509	11,799
货币资金及交易性金融资产	1,749	2,408	3,335	4,234	营业成本(含金融类)	6,224	6,772	7,493	8,601
经营性应收款项	1,129	1,331	1,475	1,655	税金及附加	372	444	483	547
存货	820	716	890	965	销售费用	26	32	35	40
合同资产	0	0	0	0	管理费用	362	395	426	472
其他流动资产	784	804	820	837	研发费用	193	209	221	242
非流动资产	9,978	9,762	9,414	9,106	财务费用	(24)	(69)	(95)	(125)
长期股权投资	1,078	1,197	1,245	1,328	加:其他收益	35	41	44	50
固定资产及使用权资产	4,803	4,596	4,376	4,137	投资净收益	(25)	(19)	(27)	(27)
在建工程	729	661	500	386	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,184	2,185	2,229	2,252	减值损失	(113)	(30)	(46)	(37)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	(2)	(1)	(2)
长期待摊费用	902	842	782	722	营业利润	718	1,718	1,917	2,006
其他非流动资产	282	281	281	281	营业外净收支	2	3	7	6
资产总计	14,460	15,021	15,933	16,797	利润总额	719	1,721	1,924	2,012
流动负债	1,176	1,119	1,340	1,479	减:所得税	111	261	277	288
短期借款及一年内到期的非流动负债	13	13	13	13	净利润	608	1,460	1,647	1,725
经营性应付款项	761	758	878	985	减:少数股东损益	113	197	214	224
合同负债	71	69	81	90	归属母公司净利润	495	1,263	1,432	1,500
其他流动负债	331	279	369	391	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.15	0.39	0.44	0.47
非流动负债	695	695	695	695	EBIT	816	1,659	1,851	1,897
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,411	2,245	2,447	2,511
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.95	28.80	28.70	27.10
租赁负债	42	42	42	42	归母净利率(%)	6.21	13.28	13.63	12.72
其他非流动负债	653	653	653	653	收入增长率(%)	5.24	19.28	10.49	12.28
负债合计	1,871	1,814	2,035	2,174	归母净利润增长率(%)	171.85	155.20	13.44	4.74
归属母公司股东权益	12,042	12,462	12,940	13,440					
少数股东权益	547	744	958	1,183					
所有者权益合计	12,589	13,207	13,898	14,623					
负债和股东权益	14,460	15,021	15,933	16,797					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	969	1,921	2,199	2,268	每股净资产(元)	3.73	3.86	4.01	4.17
投资活动现金流	(874)	(420)	(317)	(369)	最新发行在外股份(百万股)	3,227	3,227	3,227	3,227
筹资活动现金流	(843)	(842)	(955)	(1,000)	ROIC(%)	5.43	10.87	11.65	11.36
现金净增加额	(751)	659	927	898	ROE-摊薄(%)	4.11	10.13	11.07	11.16
折旧和摊销	594	586	596	614	资产负债率(%)	12.94	12.08	12.77	12.95
资本开支	(209)	(342)	(303)	(319)	P/E (现价&最新股本摊薄)	47.80	18.73	16.51	15.76
营运资本变动	(509)	(104)	(186)	(140)	P/B (现价)	1.96	1.90	1.83	1.76

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

