供需紧张，钼精矿价格持续上涨可期

2022 年 11 月 07 日

➢ **钼主要应用于钢铁行业，用来提高钢的强度等性能。**钼是一种银白色的可塑性金属，具有高熔点、高强度、高弹性系数等特点，主要应用于钢铁行业，用来提高钢的强度、弹性限度、抗磨性及耐冲击、耐腐蚀、耐高温等性能。

➢ **国内特种钢行业稳中向好，拉动钼消费持续提升。1）从特种钢总需求看：**国内镍铬系不锈钢产量从 2016 年的 1237.7 万吨提升至 2021 年的 1506.7 万吨，重点优特钢企业优特钢产量由 2016 年的 6305 万吨提升至 2021 年的 8708 万吨，拉动钼消费量由 2016 年的 7.3 万金属吨增加至 2021 年的 11.4 万金属吨，期间 CAGR 为 9.3%。**2）从特种钢占比提升角度看：**国内特种钢占粗钢比例仍然较低。据国际钼协会统计，2017 年中国吨钢钼消费量只有 0.1kg，远小于欧洲的 0.34kg，也小于全球平均水平的 0.16kg，未来随着国内特种钢产量的增加，有望拉动钼需求量持续提升。

➢ **全球钼矿总产量稳定，钼资源大国和主要钼矿企业产量波动幅度不大。**2017-2021 年全球钼精矿产量维持在 27 万金属吨左右，供应端较为稳定。**1）钼资源大国产量：**中国和南美洲近年来产量各 10 万金属吨左右；欧洲和北美洲产量略有提升，2020 年产量分别达 2.3 和 5.3 万金属吨。**2）钼矿主要生产企业产量：**相较于 2019 年，墨西哥集团和洛阳钼业钼产量小幅提升，而自由港、Codelco、Antofagasta、力拓和金钼股份钼产量略微下降。

➢ **全球钼资源紧平衡格局有望支撑钼价持续上涨。**近年来全球及国内钼供需格局偏紧，2021 年国内供需缺口为 0.9 万金属吨。展望未来，在供应端保持稳定，而需求量持续提升背景下，紧平衡格局有望延续。截至 10 月 21 日，钼精矿和钼铁价格分别达 3330 元/吨度和 22.1 万元/吨，相比年初分别提高 44.2%和 42.6%，钼资源供需矛盾有望支撑钼价持续上行。

➢ **重点公司：**

金钼股份（601958）：公司作为钼行业龙头，专注钼产品主业，2021 年钼产品市占率全球第二，原有矿山升级改造稳步推进，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 12.84/16.67/21.28 亿元，对应 2022 年 11 月 4 日收盘价的 PE 为 22/17/13 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

洛阳钼业（603993）：作为国际化矿产龙头，坐拥三座优质钼矿，钼钨产品盈利能力较强，有望为公司贡献稳定业绩，由于铜钴价格下行，我们调整公司 2022-2024 年归母净利润为 68.60/90.13/122.71 亿元，对应 2022 年 11 月 4 日收盘价的 PE 为 14/11/8 倍，维持“推荐”评级。

紫金矿业（601899）：公司矿产品种多元，布局收购亚洲最大钼矿，投产后钼精矿年产量 2.72 万吨，有望贡献新的业绩增长点。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 211.70/240.85/267.81 亿元，对应 2022 年 11 月 4 日收盘价的 PE 为 10/9/8 倍，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示：**下游需求不及预期，全球钼矿扩产超预期，重点公司钼矿升级改造或开发进度滞后等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	EPS（元）			PE（倍）			评级
		（元）	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601958	金钼股份	8.75	0.15	0.40	0.52	57	22	17	推荐
603993	洛阳钼业	4.48	0.24	0.32	0.42	19	14	11	推荐
601899	紫金矿业	8.36	0.60	0.80	0.91	14	10	9	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 4 日收盘价）

推荐

维持评级



分析师 邱祖学
执业证书： S0100521120001
分析师 qiuzuxue@mszq.com
分析师 张航
执业证书： S0100522080002
邮箱： zhanghang@mszq.com
分析师 张建业
执业证书： S0100522080006
邮箱： zhangjianye@mszq.com

相关研究

1.有色 2022Q3 基金持仓分析：持仓环比下滑，黄金板块一枝独秀-2022/11/04
2.有色金属周报 20221030：供需错配锂价上行，加息节奏预期放缓看好中长期金价-2022/10/30
3.有色金属周报 20221023：加息节奏或放缓，需求旺盛金属价格反弹-2022/10/23
4.有色金属周报 20221016：高通胀强化加息预期，旺季锂价持续上行-2022/10/16
5.有色金属周报 20221009：加息预期再度升温，需求旺季支撑金属价格-2022/10/09

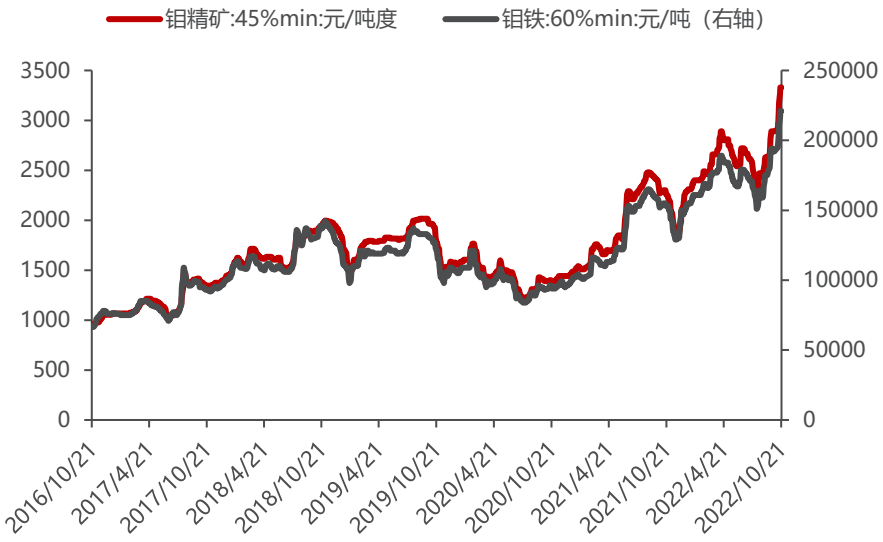
目录

1 引言：复盘：跳涨！价格能否持续？ 3
2 钼产业链介绍 3
3 需求端：下游需求向好，带动钼消费快速增长 4
4 供给端：国内钼精矿产量保持稳定 7
5 进出口：精矿等原料进口增加，钼产品出口平稳 9
6 全球供需：海外钼矿产量稳定，需求稳中有升 10
7 钼价走向何方？逐步上涨是大趋势 12
8 重点公司 16
8.1 金钼股份：钼行业全球龙头，业绩高速增长 16
8.2 洛阳钼业：国际化矿业巨头，钼钨产品盈利能力较强 21
8.3 紫金矿业：收购亚洲最大钼矿，推进矿产多元化布局 24
9 风险提示 26
插图目录 28
表格目录 28

1 引言：复盘：跳涨！价格能否持续?

钼精矿和钼铁价格在 16 年初探到一个低点之后，开始波动上行，从 20 年 7 月底开始，价格进入快速上升通道。其中在 21 年 6 月上旬、21 年 11 月底和 22 年 8 月初多次迎来跳涨，截至 2022 年 10 月 21 日，钼精矿和钼铁价格分别达 3330 元/吨和 221000 元/吨，相比年初价格分别提高 44.2%和 42.6%。未来行情如何演绎，价格能否维持强势并继续创出新高，我们将从供需基本面解读，探寻钼市场的变化。

图1：钼精矿和钼铁价格走势



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

2 钼产业链介绍

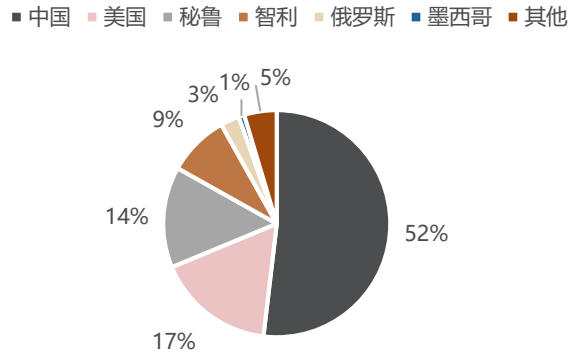
钼主要应用于钢铁行业，用来提高钢的强度等性能。钼是一种银白色的可塑性金属，具有高熔点、高强度、高弹性系数等特点，主要应用于钢铁行业，提高钢的强度、弹性限度、抗磨性及耐冲击、耐腐蚀、耐高温等性能。

中国是世界上钼资源最为丰富的国家。根据美国地质调查局 2021 年发布的数据，全球钼资源储量约为 1600 万吨，中国是世界上钼资源最为丰富的国家，钼资源储量为 830 万吨，其次是美国(270 万吨)和秘鲁(230 万吨)，三国钼资源储量约占全球总储量的 83%。

中国钼资源集中分布在河南、陕西和吉林省。我国钼资源探明储量的矿区有 222 处，分布于 28 个省(区、市)。其中河南省钼矿资源最为丰富，吉林、内蒙次之，以上 3 省钼储量约占全国储量的 62%。我国钼矿的特点是探明储量虽多，但品位与世界主要钼资源国(美国和智利)相比，显著偏低，多属低品位矿床。此外钼

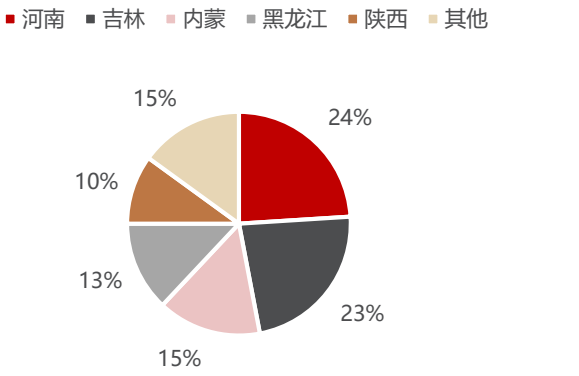
矿多为伴生矿，据统计，钼作为单一矿产的矿床，其储量只占全国钼总储量的 14%；作为主矿产，还伴生有其它有用组分（铜、钨、锡等金属）的矿床，其储量占总储量的 64%。

图2：2021 年我国钼资源储量全球第一



资料来源：USGS，民生证券研究院

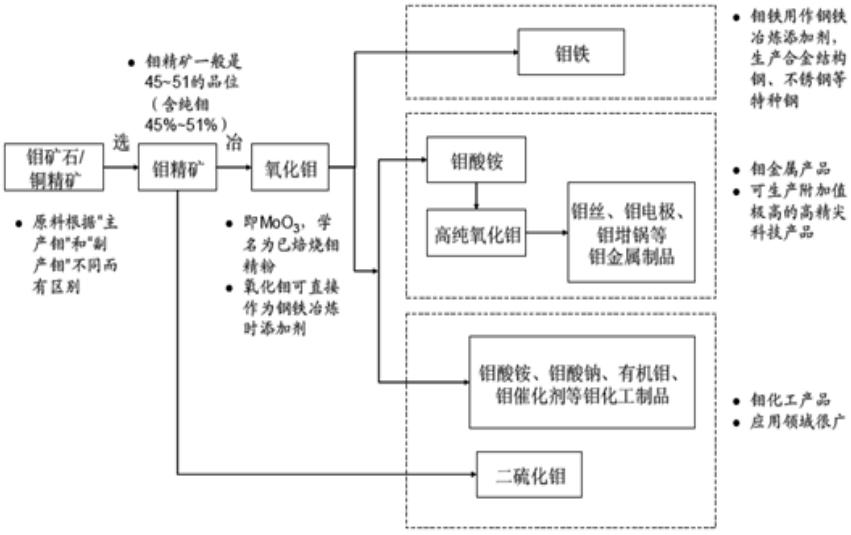
图3：我国钼资源集中分布在河南、吉林和内蒙



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

钼铁是国内钼市场的主要消费形式。钼原矿石经过破碎、研磨及浮选后产出钼精矿，钼精矿一般含钼 45%-51%。钼精矿经入炉焙烧后产出氧化钼，再和氧化铁通过热还原制备钼铁，钼铁一般含钼约 60%，是国内钼市场的主要消费形式。定价过程通常以钼铁为基准，钢厂和钼铁生产商通过协商，确定采购价格，随后钼铁价格会反映到钼精矿价格中。

图4：钼产业链介绍



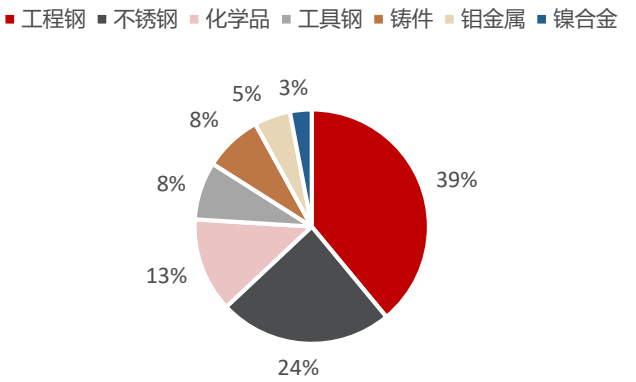
资料来源：国际钼协会，民生证券研究院

3 需求端：下游需求向好，带动钼消费快速增长

钼主要应用于钢铁行业。按国际标准，钢可以分为非合金钢和合金钢两大类。非合金钢通常叫做碳素钢，即钢中除了铁和碳以外，仅含有炉料中少量的元素和杂

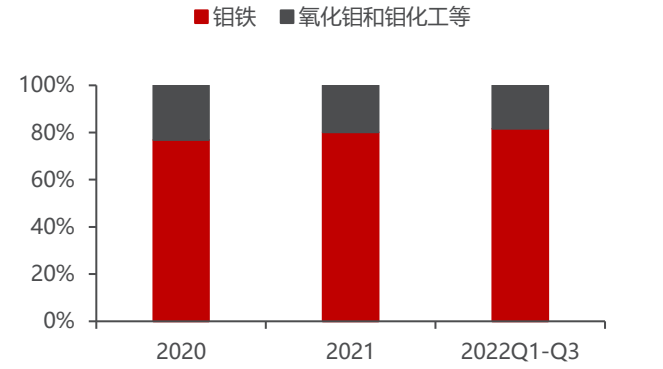
质；另一种为合金钢又称特种钢，是人为的掺杂一些合金元素以提高性能。由于钼优良的特性，因此常以钼铁形式作为钢材冶炼的添加剂，制成的钢材被广泛用于输油管道、热交换管道、海上建筑等高温、腐蚀性强的环境中，主要以铬镍系不锈钢（300 系）和低合金钢为主，近年来钢铁行业钼需求占我国钼总需求的 80%左右。

图5：2021 年全球钼资源下游应用领域占比



资料来源：国际钼协会，民生证券研究院

图6：我国钢铁行业钼需求量占比约 80%



资料来源：中国铁合金在线网，民生证券研究院

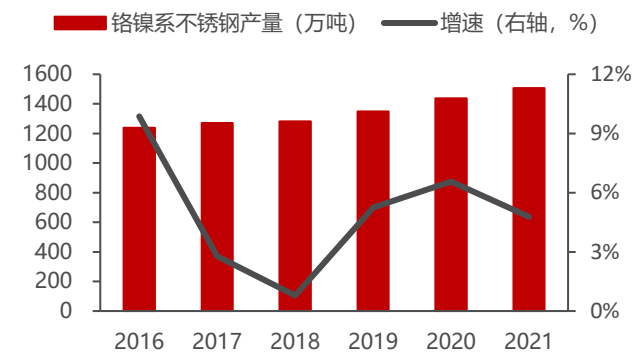
表1：主要含钼钢及用途简介

钢种	钼含量（%）	典型用途
高强度低合金钢（HSLA）	0.15-0.25	运输石油和天然气
AISI4100 系	0.15-0.25	运输石油，抗腐蚀性硫化氢、二氧化碳及氯化物盐水
AISI4140 系	0.4-0.6	
合金 C-22	13	复杂环境中输油管道
合金 C-2000	16	
316 系不锈钢	2-3	医疗容器、管道及热交换器、海上建筑应用
双相不锈钢	3-4	石油和天然气行业，化工和造纸行业应用逐渐增加
抗腐蚀不锈钢	6-7.3	发电站容器、近海管道及核电站核心部位

资料来源：国际钼协会，中钨在线公众号，民生证券研究院

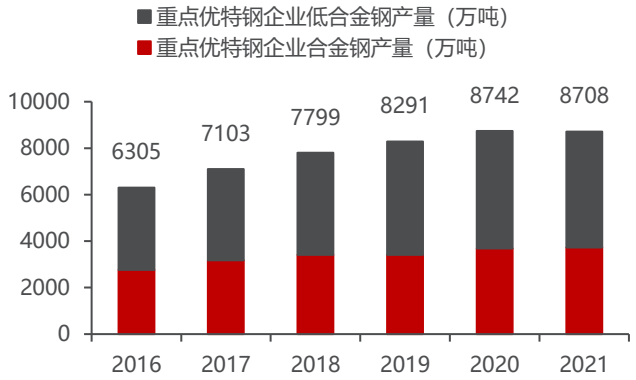
不锈钢和优特钢行业稳中向好，拉动钼消费持续提升。2016 年以来，国内钢铁行业景气度反转向好，镍铬系不锈钢产量从 2016 年的 1237.7 万吨提升至 2021 年的 1506.7 万吨，重点优特钢企业特种钢产量由 2016 年的 6305 万吨提升至 2021 年的 8708 万吨。钼产品主要下游应用领域为钢铁行业，优特钢产量增加相应带动国内钼消费稳步提升。从中间品看，2021 年钼铁对钼精矿平均消耗量同比提升 16.8%，整体上看，钼消费量由 2016 年的 7.3 万金属吨增加至 2021 年的 11.4 万金属吨，期间 CAGR 为 9.3%。

图7：铬镍系不锈钢产量稳步提升



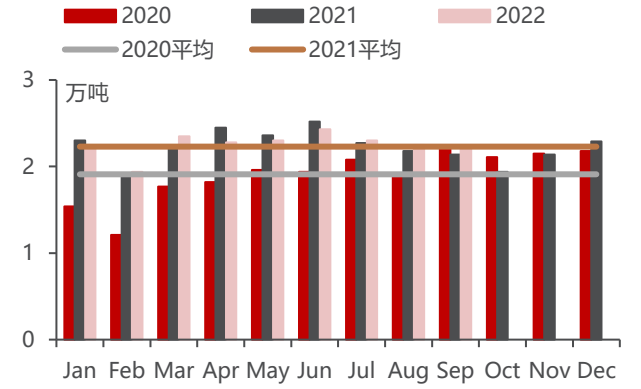
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：中国优特钢企业低合金钢和合金钢产量逐步提升



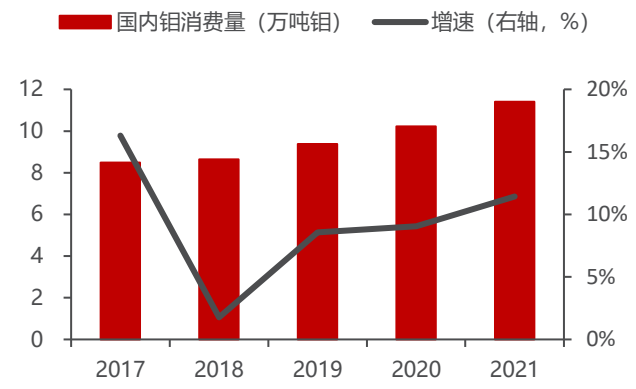
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2021 年钼铁对钼精矿平均消耗量同比+16.8%



资料来源：中国铁合金在线，民生证券研究院

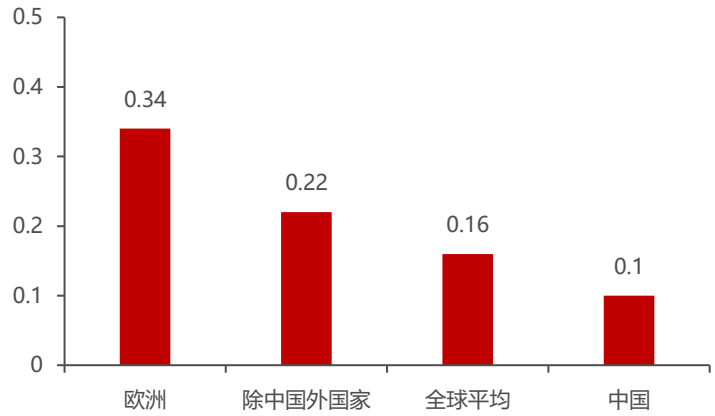
图10：下游特种钢行业向好，带动钼消费稳步增长



资料来源：安泰科，民生证券研究院

国内特种钢比重较低，未来增长潜力有望刺激钼需求增加。中国特种钢占粗钢比例较低，特种钢的发展仍有较大空间。根据国际钼业协会（IMOA）统计，2017 年中国吨钢钼消费量只有 0.1kg，远小于欧洲的 0.34kg，也小于全球平均水平的 0.16kg。即使假设未来我国钢铁产量维持在 2021 年的 10 亿吨，钢铁行业钼需求占比保持在 80%，未来随着我国特钢占比的提升，在吨钢钼消费量提高到 0.13kg/t 的情况下，钼在钢铁行业的需求量将达到 13 万金属吨，相比 2021 年有 42.54% 的增量空间。

图11：我国吨钢钼消费量有较大提升空间（kg/t）

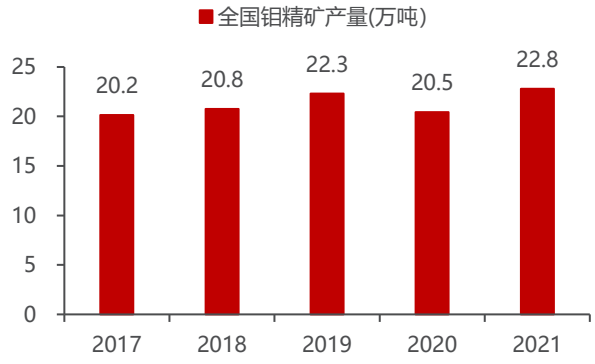


资料来源：国际钼协会，民生证券研究院

4 供给端：国内钼精矿产量保持稳定

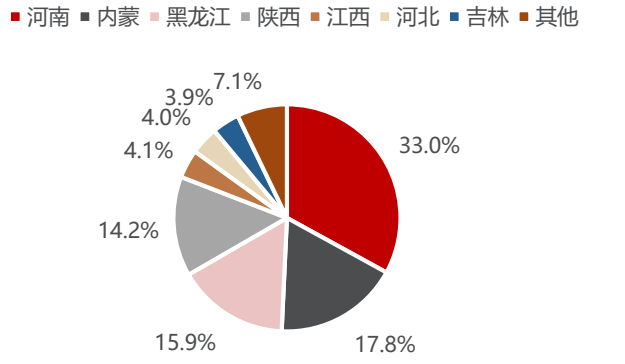
国内钼精矿产量稳定，河南、内蒙、黑龙江是我国钼精矿产量大省。2017-2021 年国内钼精矿产量维持在 20-22 万吨之间，供给端较为稳定。分省份看，根据安泰科的统计数据，2021 年我国钼精矿总产量为 22.8 万吨，其中河南省产量为 7.52 万吨，占全国总产量的 33.0%，位居全国首位，其次为内蒙、黑龙江和陕西，四省产量合计占比达 80.9%。

图12：国内钼精矿总产量稳定



资料来源：安泰科，民生证券研究院

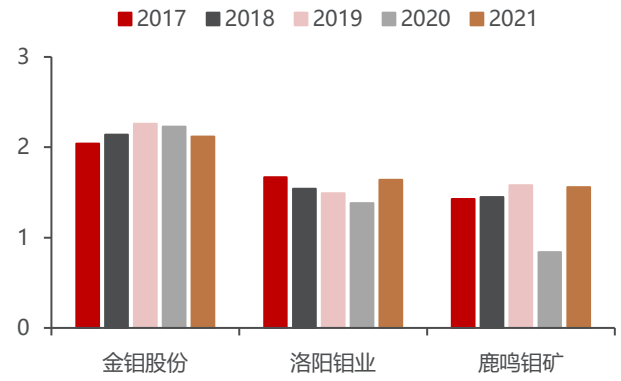
图13：2021 年河南钼精矿产量位居全国首位



资料来源：安泰科，民生证券研究院

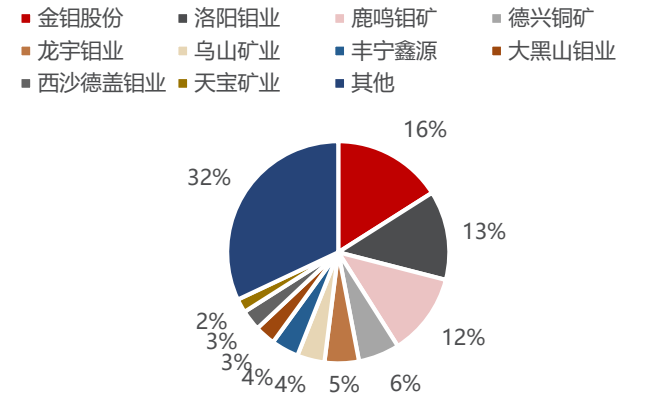
国内钼精矿企业产量稳定，行业集中度较高。我国钼精矿生产企业主要包括金钼股份、洛阳钼业和鹿鸣钼矿等，近年来产量较为稳定。其中，金钼股份的钼矿产量由 2017 年的 2.04 万金属吨略微提升至 2.12 万吨，洛阳钼业产量由 2017 年的 1.67 万吨小幅下降至 1.64 万吨，鹿鸣钼矿产量由 2017 年的 1.43 万吨小幅提升至 1.56 万吨。行业格局方面，目前国内具有一定规模的钼矿开发企业约 20 家，2021 年行业 CR5 达 52%，行业集中度较高。

图14：国内前三大钼矿企业产量稳定（单位：万金属吨）



资料来源：公司公告，安泰科，民生证券研究院

图15：2021 年国内钼矿行业 CR5 达 52%

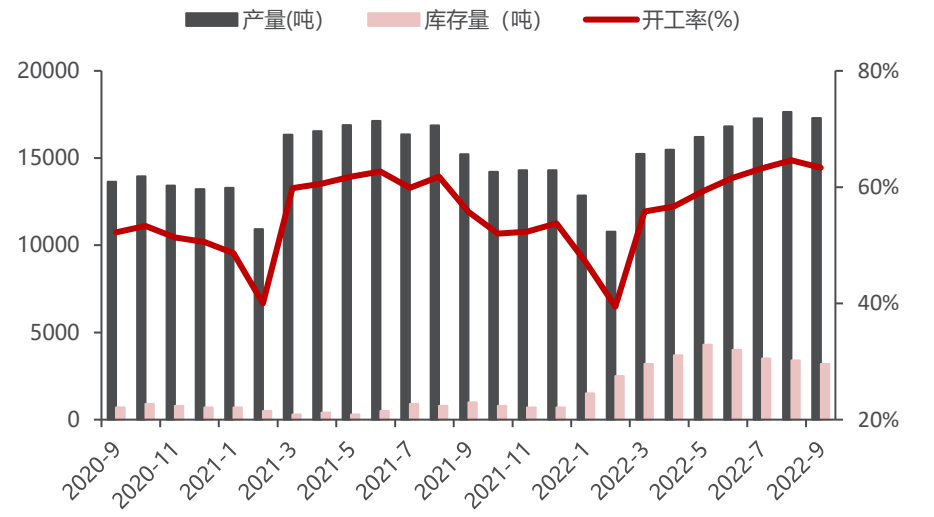


资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

更为重要的是，上游钼精矿以自用为主，流通市场小且集中度较高，钼精矿库存低。洛阳钼业和金钼股份的钼精矿以自用为主，因此整个钼市场的流通体量较小，且流通精矿的行业集中度非常高，较容易受到一些矿山停产检修等事件影响，造成原材料紧缺，导致下游钼铁生产商采购困难从而产生惜售现象，且钼精矿企业基本处于无库存状态。

中游钼铁产能提升弹性较大，但库存处于较低水平。受益于下游需求向好，国内钼铁产量持续增加，2022 年来钼铁企业开工率快速增加，钼铁的产能提升弹性相对较大。但值得注意的是，钼铁库存年内虽有所提升，但仍处于较低水平，2022 年来，单月最高库存量只有 4300 吨，不足产量的 1/3，若钼精矿进一步紧缩，钼铁生产商惜售动力会非常强。

图16：国内钼铁产量及库存

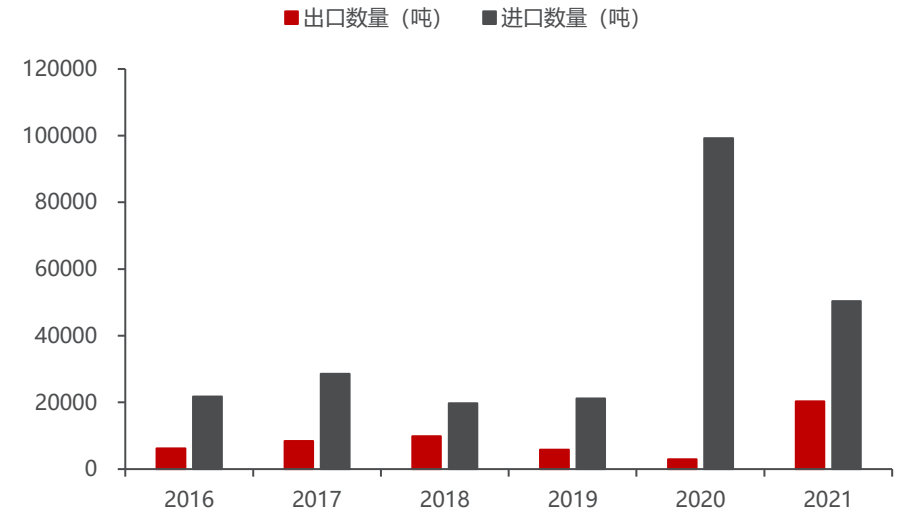


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

5 进出口：精矿等原料进口增加，钼产品出口平稳

2020-2021 年原料端净进口量增幅较大。从 2013 年开始，我国钼精矿和氧化钼的原材料的国内供给已经不足，此后钼原料净进口额逐年扩大。2012-2016 年底国际钼价跌幅较大，国内外价差推动国内独立的钼冶炼企业和钼化工制品企业到国际市场采购原料。相较于之前年份，2020-2021 年国内钼原料进口量快速增加，2020 和 2021 年净进口量分别达 9.6 和 3.0 万吨。

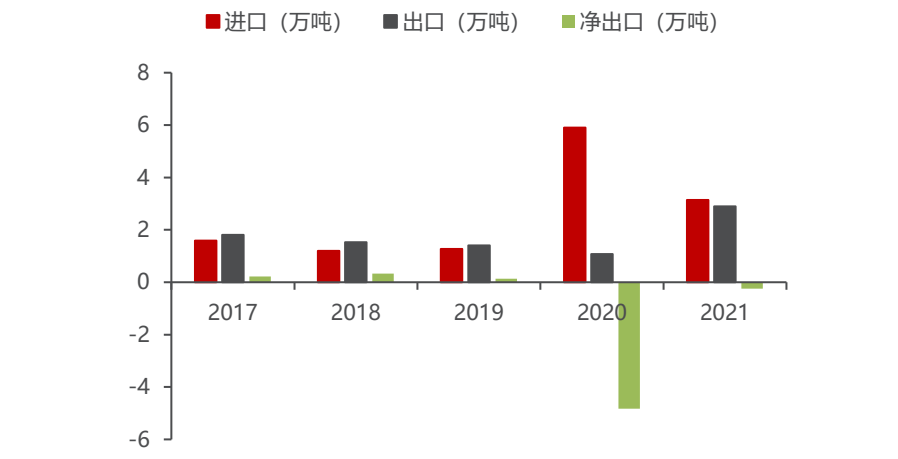
图17：已焙烧的钼矿砂及其精矿、其他钼矿砂及其精矿近两年进口量快速增加



资料来源：wind，民生证券研究院

我国钼产品出口平稳。2015 年我国钼出口关税取消，但对近年来出口提振作用不大。2017-2020 年我国钼产品出口量连续小幅下降，由 1.81 万吨钼降至 1.07 万吨钼，2021 年钼产品出口量提升至 2.9 万吨钼。整体来看，近年来我国钼产品出口量较为稳定，波动幅度不大。

图18：我国钼产品出口保持稳定（单位：万金属吨）



资料来源：安泰科，民生证券研究院

6 全球供需：海外钼矿产量稳定，需求稳中有升

全球钼矿总产量稳定，中国和南美洲国家为主产区。2017-2021 年全球钼精矿产量基本维持在 27 万金属吨左右，供应端较为稳定。其中，中国和南美洲是主要的钼矿供应地，近年来产量各 10 万金属吨左右；欧洲和北美洲产量略有提升，欧洲产量由 2017 年的 1.7 万吨提升至 2020 年的 2.3 万吨，北美洲产量由 2017 年的 4.6 万金属吨提升至 2020 年的 5.3 万吨。

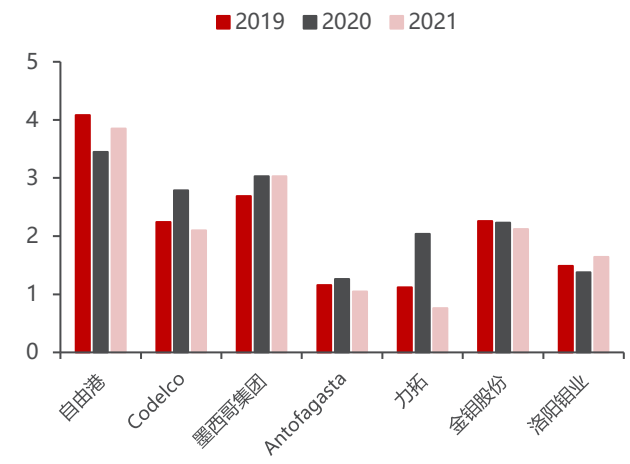
表2：全球钼矿总产量保持稳定（单位：万金属吨）

年份	2017	2018	2019	2020	2021 年 1-11 月	2021
欧洲总计	**16790**	**16866**	**18516**	**23371**	**20438**	
中国	**90729**	**93474**	**100427**	**91571**	**92440**	**102589**
伊朗	3292	1876	678	2727	2718	
哈萨克斯坦	540	540	540	780	880	
蒙古	2596	2499	2424	2494	2728	
缅甸	0	0	266	305	0	
越南	1510	1470	954	615	0	
朝鲜	529	618	551	500	150	
亚洲总计	**99560**	**100477**	**105840**	**98825**	**98916**	
加拿大	5385	4541	3793	4368	1215	
美国	40700	41900	40580	48590	36390	
北美总计	**46085**	**46441**	**44373**	**52958**	**37605**	
智利	62746	60708	54352	59234	46892	
墨西哥	13985	14872	16323	16941	17338	
秘鲁	28141	28035	30847	30372	30891	
南美总计	**104872**	**103615**	**101522**	**106547**	**95121**	
全球总计	**267307**	**267399**	**270251**	**275984**	**252080**	**275100**
全球同比		**0.03%**	**1.07%**	**2.12%**		**-0.32%**

资料来源：安泰科，民生证券研究院

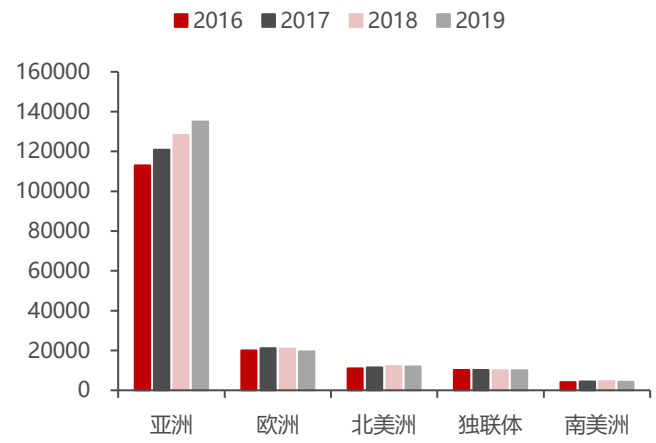
国外主要钼生产企业产量小幅下降，国内企业产量稳定。国外方面，墨西哥集团钼产量由 2019 年的 2.69 万金属吨提升至 2021 年的 3.03 万金属吨，是国外主要企业中钼供应唯一增加的国家。2021 年自由港、Codelco、Antofagasta 和力拓产量分别为 3.85、2.10、1.05 和 0.76 万金属吨，相对 2019 年都呈现略微下降趋势；国内方面，2021 年金钼股份钼产量小幅下降，洛阳钼业产量相对 2019 年提升 0.15 万金属吨。

图19：主要钼生产企业产量下降（万金属吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20：亚洲粗钢产量增加带动全球产量提升（万吨）

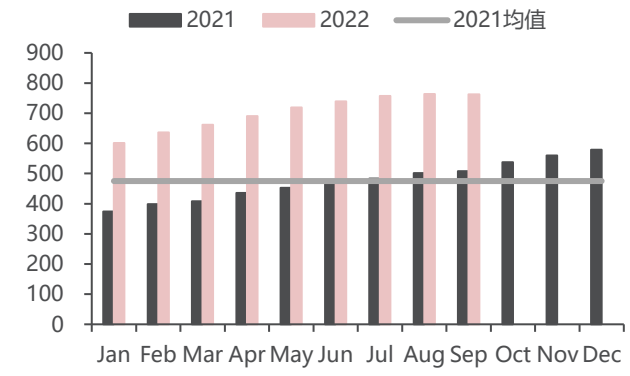


资料来源：国际钢铁协会，民生证券研究院

全球钢铁需求有所改善。近年来全球钢铁产量稳步提升，根据国际钢铁协会统计数据，2019 年全球粗钢累计产量 18.75 亿吨，同比增长 2.63%。其中，欧洲粗钢产量 1.96 亿吨，同比减少 6.67%；北美粗钢产量 1.20 亿吨，同比减少 0.08%；独联体国家和南美洲国家粗钢产量也小幅下降。亚洲作为全球主要的产钢地区，2019 年粗钢产量 13.49 亿吨，同比增长 5.23%，带动全球粗钢产量提升。

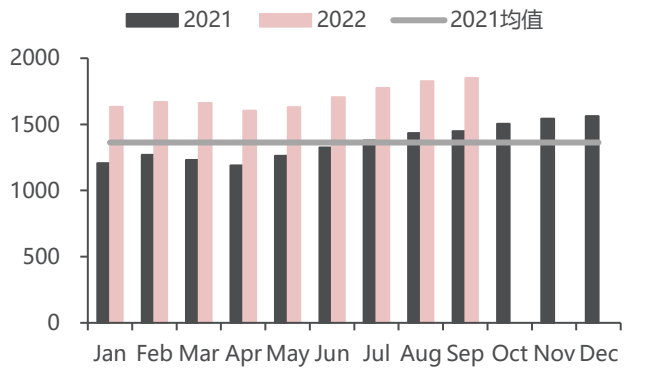
石油、天然气开采行业回暖带动钼需求提升。根据油服公司贝克休斯的统计，从 2022 年 1 月开始，美国活跃钻机数连续 8 个月保持增长态势，远超 2021 年均值，2022 年 9 月钻机总数升至 762 部，相较去年同期增加 50.0%，相比年初增长 26.8%；从全球看，2022 年 9 月全球活跃钻机数量达 1851 部，同比增加 27.8%。全球石油、天然气开采行业回温，含钼石油管材的需求或将增长。

图21：2022 年美国活跃钻机数快速提升（单位：部）



资料来源：贝克休斯，民生证券研究院

图22：2022 年全球活跃钻机数同比增加（单位：部）



资料来源：贝克休斯，民生证券研究院

2021 年全球钼消费量达 26.61 万金属吨，同比增加 9.82%。2021 年全球钼消费总量达 26.61 万吨，从主要钼消费市场看，中国消费量达 11.40 万吨，为全球第一大钼消费市场，同比增加 11.44%；美国消费量达 2.75 万吨，同比增加 5.77%；西欧为第二大市场，钼消费量提升至 6.0 万吨，同比增加 9.58%；日本消费量同

比增加 5.56%至 2.47 万吨。

表3：全球主要国家钼消费量（万金属吨）

指标	中国	美国	西欧	日本	其他	全球
2020 消费量	10.23	2.6	5.53	2.34	3.53	24.23
yoy	9.06%	-12.75%	-15.05%	0.43%	-28.97%	-7.41%
2021 消费量	11.4	2.75	6.06	2.47	3.93	26.61
yoy	11.44%	5.77%	9.58%	5.56%	11.33%	9.82%

资料来源：安泰科，民生证券研究院

全球和国内钼供需保持紧平衡。2017-2021 年，全球钼产量较为稳定，维持在 27 万金属吨左右，而需求端在中国消费量提升的带动下，除 2020 年外，均有不同程度提升，钼消费量由 2017 年的 25.30 万吨提升至 2021 年的 26.61 万吨。从国内来看，供需格局与全球一致，除 2020 年外，均呈现紧平衡格局，2021 年供需缺口为 0.90 万金属吨。

表4：全球钼供需平衡表（万金属吨）

指标	2017	2018	2019	2020	2021
产量	26.73	26.74	27.03	27.60	27.51
消费量	25.30	25.95	26.17	24.23	26.61
供需差额	1.43	0.79	0.86	3.37	0.90

资料来源：安泰科，民生证券研究院

表5：中国钼供需平衡表（万金属吨）

指标	2017	2018	2019	2020	2021
产量	9.07	9.35	10.04	9.16	10.26
进口量	1.59	1.2	1.27	5.9	3.14
出口量	1.81	1.53	1.4	1.07	2.9
净出口	0.22	0.33	0.13	-4.83	-0.24
消费量	8.49	8.64	9.38	10.23	11.40
供需差额	0.36	0.38	0.53	3.76	-0.90

资料来源：安泰科，民生证券研究院

7 钼价走向何方？逐步上涨是大趋势

短期价格容易出现跳涨：主要根源在于钼铁供应集中度较高，市场现货流通量占比较小。环保力度加码一旦促使某家矿山停工，钼铁原料就显紧缺。并且，钢厂集中采购，也会刺激库存量不多的钼铁的短期价格立马上涨。

但长期来看，基本面已发生根本性变化，未来钼价上涨或有支撑。从 2016 年行业供给出现拐点开始，钼精矿实质已经进入一个较为平衡的态势，无论是钼精矿还是钼铁的价格都开始回升。在需求保持稳定增长的同时，供应端基本维持稳定。并且，钢铁价格上涨和成本占比相对较低的特征为钼精矿价格顺利向下游传导提

供强力支撑。

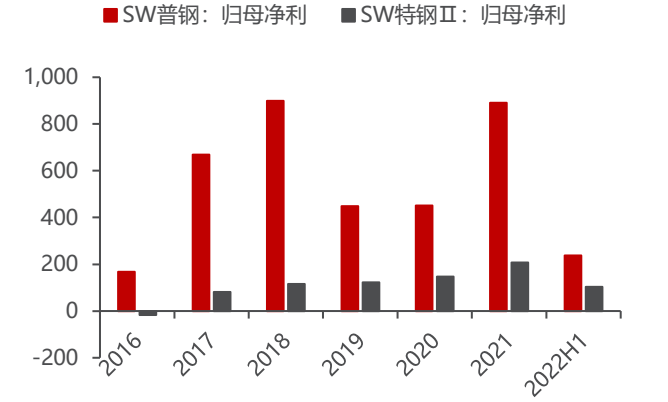
钢厂资产负债表修复，对原材料涨价有承受力。当前受益于供给侧改革，下游钢铁产能压缩，钢铁行业整体迎来春天。主要产品螺纹钢价格从 2015 年触底开始不断创出新高，截至 2022 年 10 月 21 日，价格为 4037 元/吨，远超 2015 年初的价格。根据申万钢铁行业板块统计，2021 年，普钢上市企业盈利大增 97.6%至 891 亿元，特钢上市企业盈利达到 208 亿元，增速为 41.5%，两者盈利相较前几年均有较大幅度增长。钢厂盈利大增，进一步增加了对上游原材料价格上涨的承受能力。

图23：螺纹钢价格波动上行



资料来源：wind，民生证券研究院

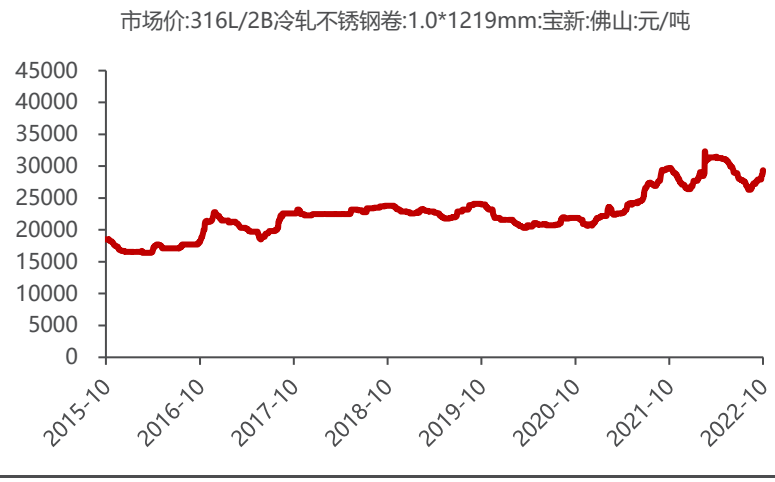
图24：普钢和特钢公司资产负债表修复（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

钼铁在不锈钢成本构成中占比较小。以 316 铬镍系不锈钢为例，目前钼元素含量占比 2%-3%左右，据此可以推算出单吨 316 不锈钢需要 20-30kg 的钼金属元素，按照钼铁 60%钼含量计算，大致需要 33-50kg 的钼铁。2022 年 10 月 21 日，316L 不锈钢的售价 29350 元/吨，钼铁价格为 22.1 万元/吨，以此计算的钼铁成本占比在 24.85%-37.65%，整体占比较小。按照目前不锈钢价格计算，如果钼铁价格上涨到 23.1 万元/吨，成本占比将升至 25.97%-39.35%%，且不排除未来不锈钢价格进一步上涨的乐观情况。

图25：316L 不锈钢价格



资料来源：wind，民生证券研究院

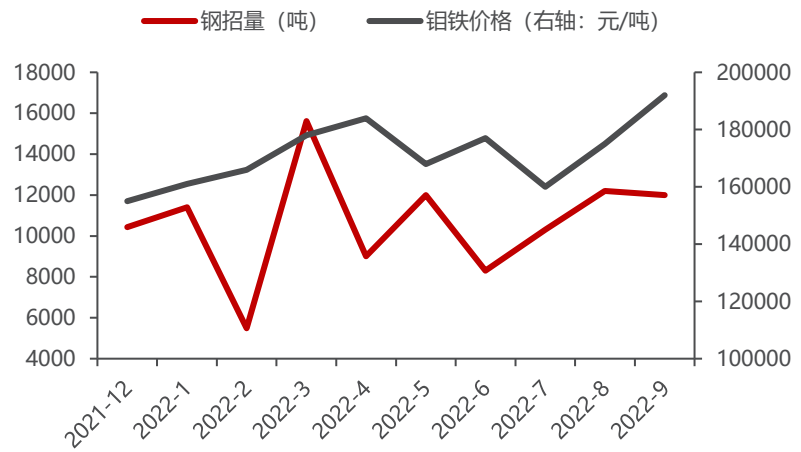
表6：钼铁占 316 不锈钢成本比重分析

指标	价格/成本假设					
钼铁价格（元/吨）	221000	231000	241000	245000	248000	250000
316L 不锈钢价格(元/吨)	29350	29350	30000	31000	32000	33000
钼铁成本占比（2%钼）	24.85%	25.97%	26.51%	26.08%	25.58%	25.00%
钼铁成本占比（3%钼）	37.65%	39.35%	40.17%	39.52%	38.75%	37.88%

资料来源：wind，民生证券研究院

落实到时间窗口，不能忽视钢厂集中采购带来短时间的供需紧张。一般钢厂会在每个月的中下旬及下个月初进行招标采购，受主流钢厂集中招标影响，钼铁市场一般成交活跃。2022 年以来，钼铁的每次的涨价都集中在主流钢厂集中招标期间，当钢铁招标量较大时，钼矿山惜售心态逐步明显，低价不考虑出货。2022 年以来，钼精矿和钼铁基本上维持“跳涨-稳定-再跳涨”的走势。

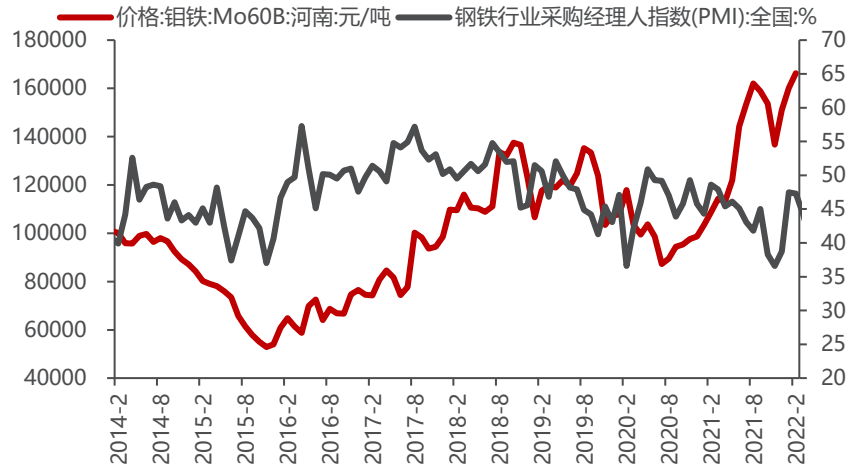
图26：钼铁价格维持“跳涨-稳定-再跳涨”的走势



资料来源：亿览网，民生证券研究院

那么价格能到多少？钼铁价格和钢铁行业采购经理人指数相关性较强。2015 年钢铁全行业陷入不景气，钼铁价格也随之一路走低，和钢铁 PMI 指数双双在 2015 年 11 月基本上达到最低点。此后随着 PMI 的反弹走高，钼铁价格也同步走高。我们发现，在钢铁行业 PMI 持续高于 50 荣枯线的扩张区间，钼铁价格往往突破 10 万/吨。本轮供给侧改革带来的钢铁行业景气度的提升，或将支持钼价进一步上行。

图27：钢铁 PMI 扩展区间，支撑钼价上涨



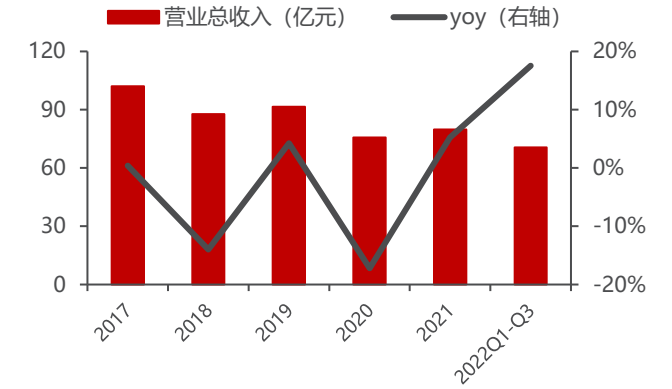
资料来源：wind，民生证券研究院

8 重点公司

8.1 金钼股份：钼行业全球龙头，业绩高速增长

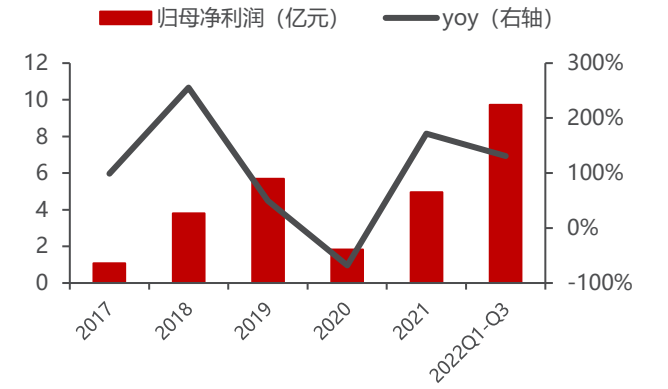
钼产品市占率全球第二，业绩迎来高速增长期。公司是钼行业全球头部企业，业务覆盖钼产品的采、选、冶、化工、金属深加工等全产业链条，钼资源储备丰富，高品位钼精矿达到世界领先水平，2021 年各类钼产品销售量合计达 3.3 万吨钼，市占率全球第二。随着钼市场行情向好，公司业绩快速增长，2021 年和 2022Q1-Q3 分别实现营收 79.74 和 70.66 亿元，同比增长 5.24%和 17.54%，归母净利润分别达 4.95 和 9.73 亿元，同比增长 171.85%和 131.17%。

图28：2022Q1-Q3 公司营收同比+17.54%



资料来源：wind，民生证券研究院

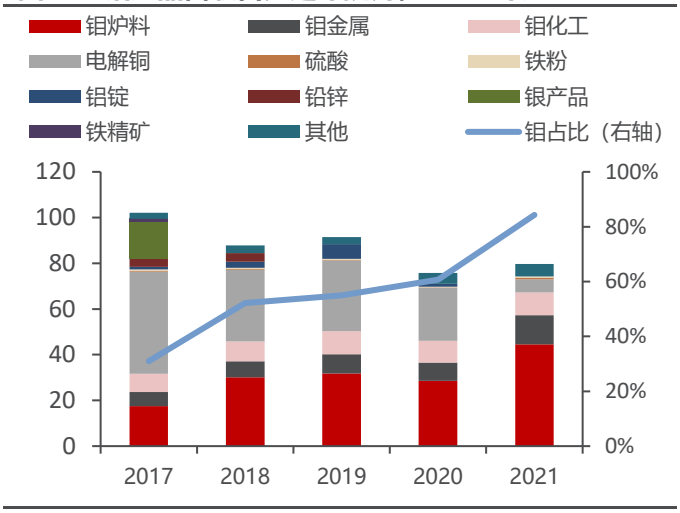
图29：2022Q1-Q3 公司归母净利同比+131.17%



资料来源：wind，民生证券研究院

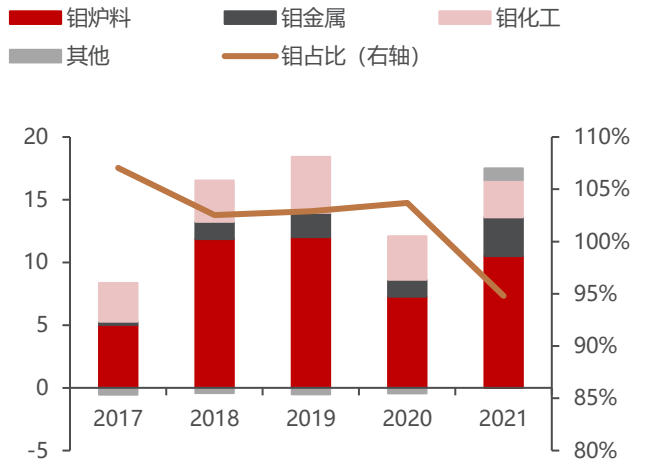
钼产品包括钼炉料、钼金属和钼化工，贡献主要营收和毛利。公司钼产品主要包括钼炉料、钼金属和钼化工三类，钼炉料终端下游主要为钢铁行业，钼金属广泛应用于冶金、电力电子、军工等行业，钼化工产品主要应用于冶金、催化剂、环保等领域。2021 年公司钼炉料、钼金属和钼化工产品营收贡献分别为 44.53、12.81 和 9.89 亿元，合计占比达 84.3%，毛利贡献分别为 10.51、3.09 和 2.99 亿元，合计占比达 94.8%，钼产品贡献公司主要营收和毛利。

图30：钼产品营收占比逐年提升，2021 年达 84.3%



资料来源：wind，民生证券研究院

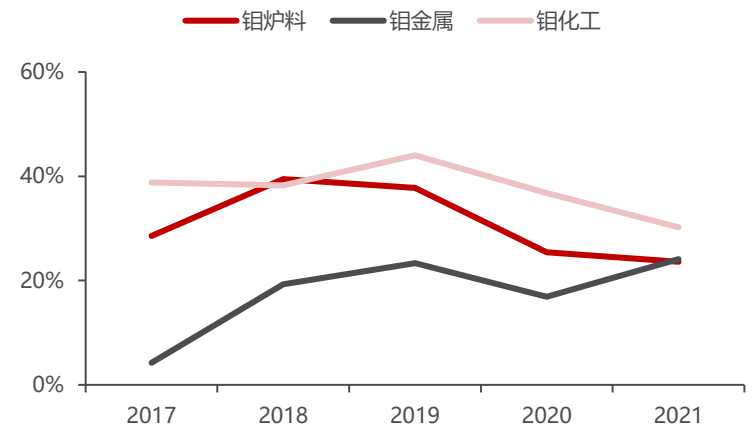
图31：钼产品贡献主要毛利，2021 年占比达 94.8%



资料来源：wind，民生证券研究院

钼炉料、钼化工毛利率下滑，钼金属毛利率在高端产品放量带动下提升。2021 年由于上游原材料价格上涨，公司钼炉料和钼化工产品毛利率分别下滑至 23.61%和 30.23%。钼金属方面，2021 年公司中高端产品通过军工供应链认证，交付军品钼板坯 20 吨，产品结构优化拉动钼金属毛利率提升至 24.11%。

图32：公司钼产品毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

钼资源储备丰富，有效保障公司钼产品原料供应。目前公司拥有两处钼矿山，截至 2021 年 12 月 31 日，金堆城钼矿拥有钼矿石资源量 4.78 亿吨，储量达 3.35 亿吨，平均品位 0.083%；东沟钼矿钼矿石资源量达 4.80 亿吨，储量为 2.84 亿吨，平均品位 0.12%。丰富的钼资源为公司钼产品提供原料保障，2017-2021 年公司钼精矿产量约 2.1 万金属吨，主要用于公司内部下游钼产品生产。

表7：公司自有矿山情况（截至 2021 年年报）

矿山名称	主要品种	资源量（万吨）	储量（万吨）	品位	年采选量（万吨）	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
金堆城钼业股份有限公司金堆城钼矿	钼	47818.85	33544.3	0.083%	1271.14	36（1320 万吨/年计）	至 2030/1/1
金堆城钼业汝阳有限公司东沟钼矿	钼	47994.37	28399.92	0.120%	785.19	58（825 万吨/年计）	至 2038/12/30

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表8：公司钼精矿产销量（金属吨）

指标	2017	2018	2019	2020	2021
产量	20408	21364	22555	22255	21200
销量	20709	23455	24695	27031	33000
库存量	457	504	386	292	466

资料来源：公司公告，民生证券研究院

升级改造金堆城钼矿，产能和经济效益有望同步增加。2022 年 5 月，公司发布公告，拟定增 19 亿元对金堆城钼矿进行升级改造：**1）选矿升级改造：**将新建选矿产能 3 万吨/天的葵花园选矿厂，升级改造选矿能力 1 万吨/天的百花岭选矿厂新厂房，同时自动化程度显著提升，有效降低选矿成本；**2）钼焙烧低浓度烟气制酸升级改造：**焙烧钼精矿生产中会产生 SO_2 等污染气体，公司通过将 SO_2 制成硫酸满足环保要求，并获得一定副产品收入，但目前当地硫酸市场饱和，制成的硫酸经常亏损出售。升级改造完成后，新工艺将大大降低废气、废酸量，降低环保成本，同时有力保障钼产品深加工所需的优质钼精矿稳定供应。

表9：公司非公开发行股票募集资金对金堆城钼矿升级改造

项目名称	投资总额（亿元）	升级改造计划
金堆城钼矿总体选矿升级改造项目	12.50	新建葵花园选矿厂，选矿产能 3 万吨/天，升级改造选矿能力 1 万吨/天的百花岭选矿厂新厂房，拆除或关停服务多年的百花岭选矿厂老厂房和卅亩地选矿厂
钼焙烧低浓度烟气制酸升级改造项目	1.80	拟采用丹麦托普索公司的 WSA 制酸工艺，升级改造完成后将大大降低硫酸产量，降低外排废气量、废酸量，减轻末端治理成本
补充流动资金	5.00	
合计	19.30	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

盈利预测与业务拆分：公司钼产品营收和毛利占比逐年提升，随着钼价持续上涨，公司未来将更加专注钼产品主业，因此我们将业务拆分为钼产品和其它业务进行预测：**1）钼业务：**公司自产矿钼产品销量未来较为稳定，随着钼价行情向好，外购矿销量将逐步提升，同时金堆城钼矿升级改造提上日程，未来有望降低采选矿成本，我们预计 2022-2024 年钼业务营收为 87.5/102.6/119.7 亿元，毛利率分别为 33.4%、35.2%和 36.9%；**2）其他业务：**公司电解铜等业务营收逐步下降，未来或将保持稳定，我们预计 2022-2024 年营收分别为 12.8/12.7/12.7 亿元，

毛利率分别为 8.6%、8.7%和 8.7%。

表10：公司业务拆分及预测

业务	指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
钼	营收（亿元）	46.0	67.2	87.5	102.6	119.7
	yoy（%）		*46.1%*	*30.2%*	*17.3%*	*16.7%*
	总销量（金属吨）	27031	33000	35000	38000	42000
	销量：自有矿	22255	21200	21200	21200	21200
	销量：外购矿	4776	11800	13800	16800	20800
	成本（亿元）	33.9	50.6	58.3	66.5	75.5
	毛利率（%）	26.2%	24.7%	33.4%	35.2%	36.9%
其他	营收（亿元）	29.7	12.5	12.8	12.7	12.7
	成本（亿元）	30.2	11.6	11.7	11.6	11.6
	毛利率（%）	-1.4%	7.3%	8.6%	8.7%	8.7%
合计	营收（亿元）	75.8	79.8	100.3	115.3	132.4
	yoy（%）		*5.3%*	*25.8%*	*15.0%*	*14.8%*
	成本（亿元）	64.1	62.2	70.0	78.1	87.1
	毛利率（%）	15.4%	22.0%	30.2%	32.2%	34.2%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

估值分析：公司专注钼产品主业，我们选取具有钼业务的洛阳钼业和紫金矿业作为可比公司，同时钨和钼都属于小金属，经营钨产品的公司具有一定可比性，因此我们也把厦门钨业加入可比公司行列。以 2022 年 11 月 4 日收盘价计算，三家可比公司 2022/2023/2024 年的 PE 均值为 15/11/9 倍，公司的 PE 分别为 22/17/13 倍，高于可比公司均值。但随着钼市行情持续向上，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润复合增速达 62.6%，对应 2023 年的 PEG 为 0.27，小于 1，因此公司估值有提升空间。

表11：可比公司 PE 数据比较

公司简称	股价	EPS（元）				PE（倍）			
	（元）	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
金钼股份	8.75	0.15	0.4	0.52	0.66	57	22	17	13
均值						**20**	**15**	**11**	**9**
洛阳钼业	4.48	0.24	0.32	0.42	0.57	19	14	11	8
紫金矿业	8.36	0.6	0.8	0.91	1.02	14	10	9	8
厦门钨业	23.23	0.83	1.17	1.82	2.1	28	20	13	11

资料来源：wind，民生证券研究院；注：股价时间为 2022 年 11 月 4 日

投资建议：公司作为钼行业龙头，专注钼产品主业，覆盖钼产品的采选冶、化工、金属深加工等全产业链条，2021 年钼产品市占率全球第二，原有矿山升级改造稳步推进，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 12.84/16.67/21.28 亿元，对应 2022 年 11 月 4 日收盘价的 PE 为 22/17/13 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期，升级改造项目进度延迟，上游原材料涨价等。

表12：盈利预测与财务指标

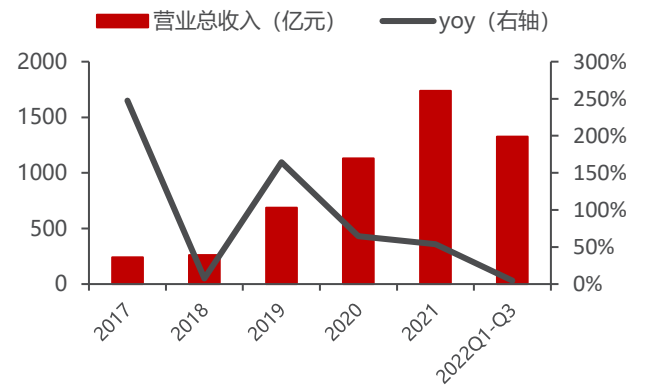
项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,974	10,030	11,530	13,240
增长率（%）	5.2	25.8	15.0	14.8
归属母公司股东净利润（百万元）	495	1,284	1,667	2,128
增长率（%）	171.8	159.6	29.8	27.7
每股收益（元）	0.15	0.40	0.52	0.66
PE（现价）	57	22	17	13
PB	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：股价为 2022 年 11 月 4 日收盘价

8.2 洛阳钼业：国际化矿业巨头，钼钨产品盈利能力较强

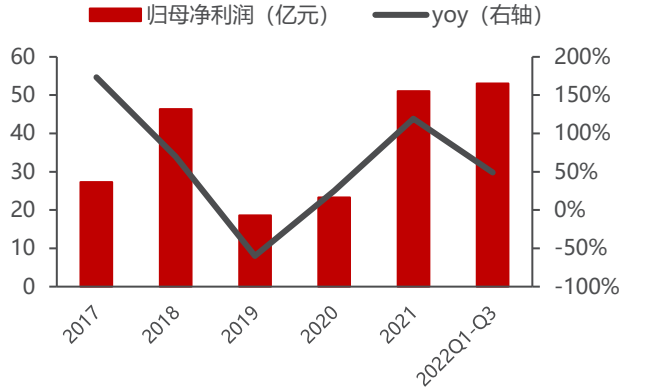
国际化矿业巨头，盈利水平快速提升。公司矿产品种多元，是全球领先的钨、钴、铌、钼、铜生产商，截至 2022H1 公司基本金属贸易业务位居全球前三。2013 年以来，公司加速推进海外铜金矿、铜钴矿等矿产的并购进程，产能规模和盈利水平快速提升，2021/2022Q1-Q3 实现营收 1738.63/1324.69 亿元，同比增长 53.89%和 4.67%，归母净利润达 51.06/53.06 亿元，同比增长 119.26%和 49.12%。

图33：2022Q1-Q3 公司营收同比增长 4.67%



资料来源：wind，民生证券研究院

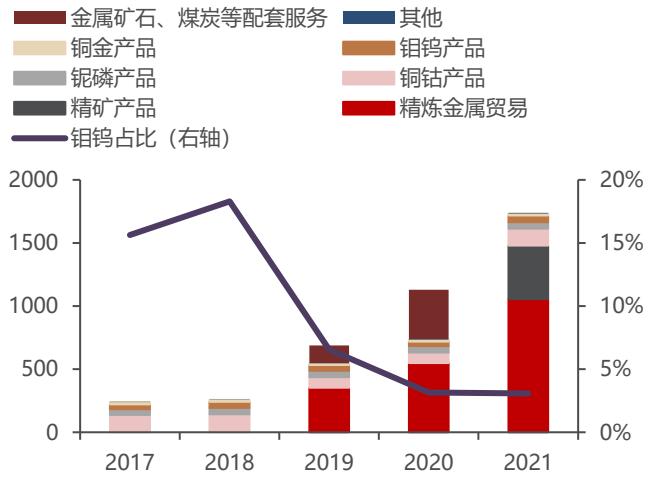
图34：2022Q1-Q3 公司归母净利同比增加 49.12%



资料来源：wind，民生证券研究院

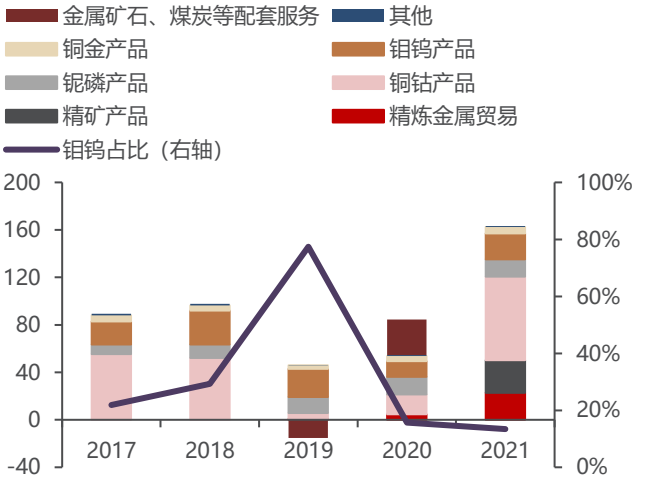
钼钨产品营收和毛利贡献下滑，但毛利率仍处高位。随着公司铜钴产能规模的快速扩张，钼钨产品营收和毛利贡献近年来呈下滑趋势。2021 年钼钨产品实现营收 53.5 亿元，营收占比降至 3.08%，毛利贡献达 21.88 亿元，毛利占比下滑至 13.40%。但钼钨产品毛利率在公司产品矩阵中长期处于高位，2021 年达 40.89%，仅次于铜钴产品的 52.96%。

图35：2021 年钼钨产品营收占比降至 3.08%



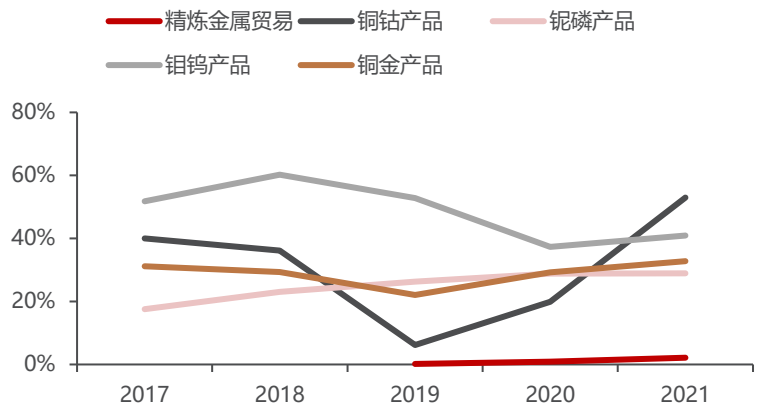
资料来源：wind，民生证券研究院

图36：2021 年钼钨产品毛利占比降至 13.40%



资料来源：wind，民生证券研究院

图37：公司钼钨产品毛利率较高，2021 年为 40.89%



资料来源：wind，民生证券研究院

坐拥三座优质钼矿，保障钼产品原料供给。公司目前拥有三座钼矿山，上房沟钼矿钼矿石资源量达 4.51 亿吨，平均品位 0.139%，折纯钼为 62.74 万吨；新疆钼矿矿石资源量达 4.41 亿吨，平均品位 0.115%，折纯钼为 50.71 万吨，目前尚未开发；2021 年 11 月，公司获得三道庄钼矿采矿许可证，设计年处理矿石量达 990 万吨。公司钼产品主要为钼铁，优质的矿产资源保障钼产品原料供给，2022 前三季度产销量分别为 1.53 和 1.22 万吨。

表13：公司三大钼矿资源情况（截至 2021 年年报）

矿山名称	矿区位置	资源量			储量			矿石处理量（万吨/年）	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
		矿石量（万吨）	品位（%）	金属量（万吨）	矿石量（万吨）	品位（%）	金属量（万吨）			
上房沟钼矿	河南栾川县	45139	0.139	62.74	3296	0.191	6.30	450（钼、铁合计）	7.3 年	12 年
三道庄钼钨矿	河南栾川县							990		至 2023/6/1
新疆钼矿	新疆哈密	44100	0.115	50.71	14158	0.139	19.68	未开采	38 年	23 年

资料来源：公司公告，民生证券研究院。注：公司 2021 年 11 月获得三道庄钼钨矿采矿许可证，矿区资源储量工作正在核实中

表14：公司钼产品产销量（金属吨）

指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-Q3
产量	16717	15380	14918	13780	16385	15277
销量	19252	18231	14969	13641	16562	12231
库存量	2620	1862	1746	1510	1481	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

投资建议：公司作为国际化矿产龙头，坐拥三座优质钼矿，钼钨产品盈利能力较强，有望为公司贡献稳定业绩，由于铜钴价格下行，我们调整公司 2022-2024 年归母净利润为 68.60/90.13/122.71 亿元，对应 2022 年 11 月 4 日收盘价的 PE 为 14/11/8 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期，产品价格波动较大，上游原材料涨价等。

表15：盈利预测与财务指标

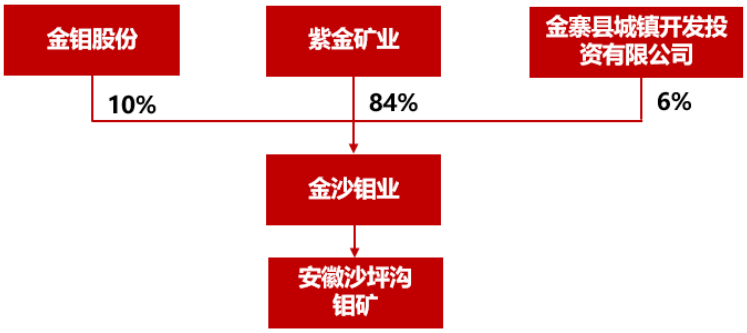
项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	173,863	187,263	216,499	262,012
增长率（%）	53.9	7.7	15.6	21.0
归属母公司股东净利润（百万元）	5,106	6,860	9,013	12,271
增长率（%）	119.3	34.4	31.4	36.2
每股收益（元）	0.24	0.32	0.42	0.57
PE（现价）	19	14	11	8
PB	2.43	2.19	1.92	1.68

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：股价为 2022 年 11 月 4 日收盘价

8.3 紫金矿业：收购亚洲最大钼矿，推进矿产多元化布局

收购亚洲最大钼矿，战略布局钼资源。2022 年 10 月 21 日，公司通过公开摘牌方式，以 59.1 亿元获得金沙钼业 84%股权，实现控股。金沙钼业持有安徽沙坪沟钼矿的探矿权，勘查面积为 2.93 平方公里，矿权有效期至 2022 年 12 月 22 日。沙坪沟钼矿属世界级斑岩型钼多金属矿床，是目前亚洲最大的钼矿，探转采手续已通过安徽省自然资源管理部门审核，尚待自然资源部的最终审批。

图38：公司收购成功后，金沙钼业股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

沙坪沟钼矿资源优质，钼储量快速提升。2020 年公司收购巨龙铜矿，伴生钼资源量 55 万金属吨。沙坪沟钼矿完成后，钼资源量获得较大提升，根据 2013 年安徽省国土资源厅的地质报告，探矿权内矿石量达 16.30 亿吨，平均品位为 0.143%，折钼金属量为 233.78 万吨，其中品位 0.3%以上的钼金属量达 63 万吨，国内 65%的钼矿资源品位低于 0.1%，未来公司钼矿开采将具有较强的成本优势。

表16：巨龙铜矿铜钼资源量及产量预期（单位：万金属吨）

矿种	资源量	产量 2022E	产量 2023E	产量 2024E
铜	1072	12.72	17.76	24.85
钼	55	0.37	0.56	0.85

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表17：沙坪沟钼矿探矿权内资源量

矿石品级	资源级别	矿石量（万吨）	钼品位（%）	钼金属量（万吨）
工业矿	探明	22,206.44	0.265	58.87
	控制	32,906.32	0.182	59.96
	推断	56,930.34	0.16	91.18
	小计	112,043.10	0.187	210.02
低品位矿	探明	1,618.39	0.044	0.7
	控制	7,710.42	0.047	3.64
	推断	41,659.99	0.047	19.42
	小计	50,988.80	0.047	23.76
合计		**163,031.90**	**0.143**	**233.78**

资料来源：公司公告，民生证券研究院

钼精矿设计年产量达 2.72 万吨，投产后有望贡献稳定业绩。沙坪沟钼矿矿体赋存条件和水文条件简单，适合大规模地下开采，设计采选矿石能力达 1000 万吨/年，钼精矿设计年产量为 2.72 万吨，规划建设期为 4.5 年，按照钼精矿 15 万元/年的价格，预计年均利润为 10 亿元。公司钼矿建成投产后，有望为公司贡献稳定业绩。

表18：沙坪沟钼矿开发计划

采矿形式	建设期（年）	设计采选矿石能力（万吨/年）	最终产品	设计年产量（万吨）	预计年均利润（亿元）	总服务年限（年）
地下开采	4.5	1000	钼精矿（含钼品位 57%）	2.72	10	94（不含基建期）

资料来源：公司公告，民生证券研究院

投资建议：公司矿产品种多元，布局收购亚洲最大钼矿，投产后钼精矿年产量 2.72 万吨，有望贡献新的业绩增长点。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 211.70/240.85/267.81 亿元，对应 2022 年 11 月 4 日收盘价的 PE 为 10/9/8 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期，收购项目开发进度延迟，钼价波动较大等。

表19：盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	225,102	271,137	331,353	387,034
增长率（%）	31.3	20.5	22.2	16.8
归属母公司股东净利润（百万元）	15,673	21,170	24,085	26,781
增长率（%）	140.8	35.1	13.8	11.2
每股收益（元）	0.60	0.80	0.91	1.02
PE（现价）	14	10	9	8
PB	3.10	2.65	2.24	1.90

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：股价为 2022 年 11 月 4 日收盘价

9 风险提示

1）下游需求不及预期。钼产品下游应用领域主要为钢铁行业，若全球钢铁产量，特别是特种钢产量不及预期，将影响上游钼产品需求，进而影响钼产品价格；

2）全球矿山扩产超预期。2016 年前钼行业市场不景气，价格低迷，多处矿山减产关停，近两年钼价持续上行，若国内外矿山扩产超预期，将给钼价带来压力；

3）重点公司钼矿升级或开发进度滞后。金钼股份目前正稳步推进金堆城钼矿升级改造，紫金矿业最近刚刚收购金沙钼业下属钼矿，若升级改造或矿山投建进度不及预期，将影响矿山的业绩贡献。

公司财务报表数据预测汇总（金钼股份）

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**10,038**	**14,521**	**18,134**	**20,925**
营业成本	8,806	12,603	15,637	17,970
营业税金及附加	28	46	50	61
销售费用	132	255	355	373
管理费用	305	472	573	663
研发费用	309	413	507	598
EBIT	431	732	1,012	1,259
财务费用	131	144	187	216
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	1	0	1	1
营业利润	**301**	**651**	**890**	**1,123**
营业外收支	37	0	0	0
利润总额	**338**	**651**	**890**	**1,123**
所得税	28	48	70	87
净利润	310	603	820	1,036
归属于母公司净利润	**310**	**603**	**820**	**1,036**
EBITDA	730	1,168	1,498	1,823

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,229	955	564	466
应收账款及票据	1,153	1,721	2,153	2,470
预付款项	104	218	267	292
存货	3,329	4,249	5,417	6,264
其他流动资产	504	727	879	1,020
流动资产合计	**6,319**	**7,870**	**9,280**	**10,512**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,939	3,592	4,164	4,692
无形资产	281	289	291	293
非流动资产合计	**5,506**	**6,241**	**6,925**	**7,519**
资产合计	**11,825**	**14,111**	**16,205**	**18,031**
短期借款	2,780	3,887	4,510	4,870
应付账款及票据	1,493	1,985	2,513	2,895
其他流动负债	1,132	1,335	1,638	1,887
流动负债合计	**5,405**	**7,207**	**8,661**	**9,652**
长期借款	704	804	904	1,004
其他长期负债	297	297	297	297
非流动负债合计	**1,001**	**1,101**	**1,201**	**1,301**
负债合计	**6,406**	**8,308**	**9,863**	**10,953**
股本	790	790	790	790
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**5,419**	**5,802**	**6,342**	**7,078**
负债和股东权益合计	**11,825**	**14,111**	**16,205**	**18,031**

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	32.27	44.66	24.88	15.39
EBIT 增长率	-24.89	70.11	38.14	24.49
净利润增长率	-27.66	94.50	35.84	26.35
盈利能力（%）				
毛利率	12.28	13.21	13.77	14.12
净利润率	3.09	4.16	4.52	4.95
总资产收益率 ROA	2.62	4.28	5.06	5.74
净资产收益率 ROE	5.73	10.40	12.93	14.63
偿债能力				
流动比率	1.17	1.09	1.07	1.09
速动比率	0.53	0.47	0.42	0.41
现金比率	0.23	0.13	0.07	0.05
资产负债率（%）	54.17	58.88	60.86	60.75
经营效率				
应收账款周转天数	41.93	43.26	43.33	43.08
存货周转天数	137.99	123.04	126.44	127.23
总资产周转率	0.85	1.03	1.12	1.16
每股指标（元）				
每股收益	0.39	0.76	1.04	1.31
每股净资产	6.86	7.34	8.03	8.96
每股经营现金流	0.16	0.12	0.72	1.46
每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	41	21	16	12
PB	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	20.86	14.30	11.89	10.08
股息收益率（%）	0.74	0.00	0.00	0.00

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	310	603	820	1,036
折旧和摊销	299	435	486	563
营运资金变动	-655	-1,112	-950	-678
经营活动现金流	**126**	**98**	**567**	**1,156**
资本开支	-998	-1,150	-1,151	-1,142
投资	-0	-18	-20	-21
投资活动现金流	**-986**	**-1,187**	**-1,190**	**-1,178**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,473	1,207	723	460
筹资活动现金流	**1,275**	**815**	**231**	**-76**
现金净流量	**383**	**-274**	**-391**	**-98**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1： 钼精矿和钼铁价格走势 3
图 2： 2021 年我国钼资源储量全球第一 4
图 3： 我国钼资源集中分布在河南、吉林和内蒙 4
图 4： 钼产业链介绍 4
图 5： 2021 年全球钼资源下游应用领域占比 5
图 6： 我国钢铁行业钼需求量占比约 80% 5
图 7： 铬镍系不锈钢产量稳步提升 6
图 8： 中国优特钢企业低合金钢和合金钢产量逐步提升 6
图 9： 2021 年钼铁对钼精矿平均消耗量同比+16.8% 6
图 10： 下游特种钢行业向好，带动钼消费稳步增长 6
图 11： 我国吨钢钼消费量有较大提升空间（kg/t） 7
图 12： 国内钼精矿总产量稳定 7
图 13： 2021 年河南钼精矿产量位居全国首位 7
图 14： 国内前三大钼矿企业产量稳定（单位：万金属吨） 8
图 15： 2021 年国内钼矿行业 CR5 达 52% 8
图 16： 国内钼铁产量及库存 8
图 17： 已焙烧的钼矿砂及其精矿、其他钼矿砂及其精矿近两年进口量快速增加 9
图 18： 我国钼产品出口保持稳定（单位：万金属吨） 9
图 19： 主要钼生产企业产量下降（万金属吨） 11
图 20： 亚洲粗钢产量增加带动全球产量提升（万吨） 11
图 21： 2022 年美国活跃钻机数快速提升（单位：部） 11
图 22： 2022 年全球活跃钻机数同比增加（单位：部） 11
图 23： 螺纹钢价格波动上行 13
图 24： 普钢和特钢公司资产负债表修复（单位：亿元） 13
图 25： 316L 不锈钢价格 14
图 26： 钼铁价格维持“跳涨-稳定-再跳涨”的走势 14
图 27： 钢铁 PMI 扩展区间，支撑钼价上涨 15
图 28： 2022Q1-Q3 公司营收同比+17.54% 16
图 29： 2022Q1-Q3 公司归母净利同比+131.17% 16
图 30： 钼产品营收占比逐年提升，2021 年达 84.3% 17
图 31： 钼产品贡献主要毛利，2021 年占比达 94.8% 17
图 32： 公司钼产品毛利率 17
图 33： 2022Q1-Q3 公司营收同比增长 4.67% 21
图 34： 2022Q1-Q3 公司归母净利同比增加 49.12% 21
图 35： 2021 年钼钨产品营收占比降至 3.08% 21
图 36： 2021 年钼钨产品毛利占比降至 13.40% 21
图 37： 公司钼钨产品毛利率较高，2021 年为 40.89% 22
图 38： 公司收购成功后，金沙钼业股权结构 24

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 1
表 1： 主要含钼钢及用途简介 5
表 2： 全球钼矿总产量保持稳定（单位：万金属吨） 10
表 3： 全球主要国家钼消费量（万金属吨） 12
表 4： 全球钼供需平衡表（万金属吨） 12
表 5： 中国钼供需平衡表（万金属吨） 12
表 6： 钼铁占 316 不锈钢成本比重分析 14
表 7： 公司自有矿山情况（截至 2021 年年报） 18
表 8： 公司钼精矿产销量（金属吨） 18

表 9： 公司非公开发行股票募集资金对金堆城钼矿升级改造 18
表 10： 公司业务拆分及预测 19
表 11： 可比公司 PE 数据比较 19
表 12： 盈利预测与财务指标 20
表 13： 公司三大钼矿资源情况（截至 2021 年年报） 22
表 14： 公司钼产品产销量（金属吨） 22
表 15： 盈利预测与财务指标 23
表 16： 巨龙铜矿铜钼资源量及产量预期（单位：万金属吨） 24
表 17： 沙坪沟钼矿探矿权内资源量 24
表 18： 沙坪沟钼矿开发计划 25
表 19： 盈利预测与财务指标 25
公司财务报表数据预测汇总（金钼股份） 27

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026