



## 买入(首次)

所属行业: 有色金属/小金属  
当前价格(元): 9.45

### 证券分析师

#### 翟堃

资格编号: S0120523050002  
邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

#### 张崇欣

资格编号: S0120522100003  
邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

#### 高嘉麒

资格编号: S0120523070003  
邮箱: gaojq@tebon.com.cn

### 研究助理

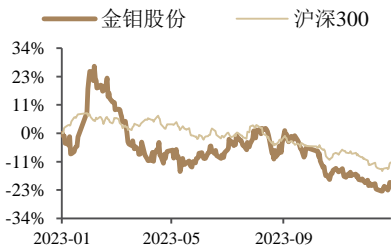
#### 谷瑜

邮箱: guyu5@tebon.com.cn

#### 康宇豪

邮箱: kangyh@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.05	-6.62	-14.86
相对涨幅(%)	0.59	-2.36	-7.86

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

# 金钼股份(601958.SH): 龙头钼企, 行业景气或有提升

### 投资要点

- 龙头钼企, 业绩优异。**公司是全球钼行业内具有较强影响力的钼专业供应商, 主要从事钼系列产品的生产、销售、研发及钼相关产品贸易经营业务, 致力打造中国钼工业“航母”, 积极推动钼产业高质量可持续发展, 创建具有全球竞争力的世界一流钼工业企业, 引领全球钼工业发展。2023年1到3季度实现归母净利润23亿元, 同比增长140%。
- 供给增长有限, 需求逐步提升, 钼行业持续景气。**2022年, 全球钼产量为26.21万吨, 其中我国占比43%。目前海外多个大型钼矿山及伴生钼矿山均出现采矿量、入选品位、回收率下滑的问题, 海外钼矿减产, 预期短期内此状况较难改变, 海外钼矿产量释放有限。国内方面, 以安徽沙坪沟钼矿为例, 安徽沙坪沟钼矿设计采选矿石生产能力为1,000万吨/年, 项目建设期4.5年, 总投资预计72亿元, 其中建设投资64亿元, 建成达产后年均产钼精矿含钼2.72万吨, 投资回收期为10.4年(含4.5年建设期)。项目建设时间长、资金投入高的特点一定程度上限制了未来行业产能增量。需求方面, 新能源行业发展带动钼的需求增长。钼具有耐高温腐蚀、较低比阻抗以及环保等性质, 可以广泛用于新能源领域。在该领域, 钼主要应用于碳酸锂、氢氧化锂反应釜、风电铸件等细分领域, 随着新能源板块增长, 钼应用场景也在迅速增长。
- 资源丰富, 产量稳定。**公司拥有金堆城钼矿和汝阳东沟钼矿两大矿山的开采权。其中金堆城钼矿是世界六大原生钼矿之一, 产品优质, 适合深加工, 保有矿石资源量4.65亿吨, 平均品位0.083%, 服务年限35年; 汝阳东沟钼矿资源量4.71亿吨, 平均品位0.12%, 服务年限57年。合计拥有权益内钼资源约150万吨金属量。2019-2021年公司钼精矿(折金属量)产量稳定。2019-2021年公司钼精矿(折金属量)产量分别为2.26万吨、2.23万吨、2.12万吨, 产品产量相对稳定。
- 投资建议。**预计钼行业或将持续景气, 看好公司未来发展, 预计2023-2025年公司净利润分别为33、35、36亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:**下游钢铁需求不及预期, 国家安全环保监管政策大幅变化, 开采事故。

### 股票数据

总股本(百万股):	3,226.60
流通A股(百万股):	3,226.60
52周内股价区间(元):	9.04-14.95
总市值(百万元):	30,491.41
总资产(百万元):	17,583.37
每股净资产(元):	4.52

资料来源: 公司公告

### 主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,974	9,531	13,419	13,536	13,443
(+/-)YOY(%)	5.2%	19.5%	40.8%	0.9%	-0.7%
净利润(百万元)	495	1,335	3,341	3,533	3,602
(+/-)YOY(%)	171.8%	169.8%	150.3%	5.8%	1.9%
全面摊薄EPS(元)	0.15	0.41	1.04	1.10	1.12
毛利率(%)	21.9%	34.8%	47.4%	48.7%	49.0%
净资产收益率(%)	4.1%	10.1%	21.5%	18.5%	15.9%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 纯正钼金属标的，业绩再创新高 .....	5
1.1. 老牌钼业公司，股权较为集中 .....	5
1.2. 盈利能力持续高速提升，钼业务贡献主要利润 .....	7
2. 钼供给增量有限，新能源发展扩宽需求空间 .....	9
2.1. 供给：投资周期较长，产能增长有限 .....	9
2.2. 需求：特钢用量上行上升，新能源发展拉动需求增长 .....	11
2.2.1. 钢材消费下行，高端钢材产量提升 .....	11
2.2.2. 新能源行业发展拉动需求增长，钼发展空间广阔 .....	13
3. 公司产量稳定，增发募资提升竞争力 .....	16
4. 盈利预测及估值 .....	17
4.1. 预测 .....	17
4.2. 估值 .....	17
5. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1: 金堆城钨业股份有限公司 .....	5
图 2: 公司产品与研发 .....	5
图 3: 公司历史沿革 .....	6
图 4: 2023 第三季度公司前十大股东 .....	6
图 5: 公司总收入情况 .....	7
图 6: 2022 年公司主营业务收入结构 .....	7
图 7: 公司毛利情况 .....	7
图 8: 公司 2022 年毛利占比 .....	7
图 9: 公司各费用率情况 .....	7
图 10: 公司归母净利润情况 .....	7
图 11: .....2022 年全球钨矿储量构成情 况 .....	9
图 12: 中国钨矿储量 (单位: 千公吨) .....	9
图 13: ..... 2022 年各地区钨产量占 比 .....	9
图 14: 2022 年各地区钨产量 .....	9
图 15: ..... 全球钨多产自伴生 矿 .....	10
图 16: 近几年全球钨供给较稳定 .....	10
图 17: 2018-2022 各地区产量占比 .....	10
图 18: 2018-2022 年各地区产量情况 .....	10
图 19: 国内原生矿占钨矿总储量的 64% .....	10
图 20: 我国钨矿矿区平均品位 .....	10
图 21: 钨价多年低位运行 .....	11
图 22: 2019-2022 年我国钨精矿表观消费量 .....	12
图 23: 2022 年钨分行业的一次消费 (不含从废料中回收的钨) .....	12
图 24: 钨精矿招标情况 (单位: 万吨) .....	12
图 25: 我国钢材表观消费量有所下降 .....	13
图 26: 我国特钢行业市场规模扩大 .....	13
图 27: ..... CIGS 太阳能电池结构示意 图 .....	13
图 28: 全球薄膜太阳能电池产量持续增加 .....	13

图 29: 风电行业用钼情况 .....	13
图 30: 新钢种性价比高 .....	14
图 31: 新钢种使卡车的拖车梁重量减轻了 27% .....	14
图 32: 2018-2021 年公司钼精矿 (折金属量) 生产情况 .....	16
表 1: 沙坪坝钼矿情况 .....	11
表 2: 公司全产业链条 .....	11
表 3: 钼在风电中的应用 .....	14
表 4: 2022 年公司自有矿山钼矿资源 .....	16
表 5: 2021-2022 年公司主要产品产销量情况 .....	16
表 6: 公司非公开发行募集资金使用计划 .....	17
表 7: 公司业务预测 .....	17
表 8: 可比估值 .....	18

## 1. 纯正钨金属标的，业绩再创新高

### 1.1. 老牌钨业公司，股权较为集中

公司是拥有全产业链的钨龙头企业。公司是全球钨行业内具有较强影响力的钨专业供应商，主要从事钨系列产品的生产、销售、研发及钨相关产品贸易经营业务，致力打造中国钨工业“航母”，积极推动钨产业高质量可持续发展，创建具有全球竞争力的世界一流钨工业企业，引领全球钨工业发展。2023 年 1 到 3 季度实现归母净利润 23 亿元，同比增长 140%。

图 1：金堆城钨业股份有限公司



资料来源：公司官网，德邦研究所

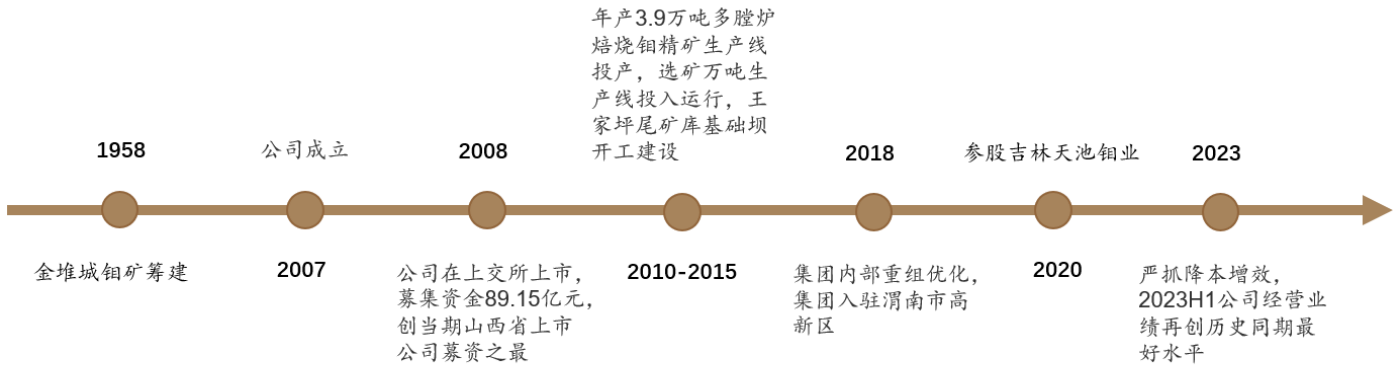
图 2：公司产品与研发



资料来源：公司官网，德邦研究所

公司于 2008 年上市，钨业务不断扩张。公司源起于 1955 年发现的金堆城钨矿，于 1958 年进行金城堆钨矿筹建；2007 年，公司由金钨集团联合太钢集团、中色宁夏东方集团、宝钢集团而设立，并于 2008 年 4 月在上交所上市，是 A 股首家钨产业上市公司。2010-2015 年，公司产线快速扩张，年产 3.9 万吨多膛炉焙烧钨精矿生产线、选矿万吨生产线均投入运行。2018 年，集团重组优化后入驻渭南市高新区。2020 年，参股吉林天池钨业，规模持续扩大。2023 年 H1，公司经营业绩再创历史同期最好水平。

图 3：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

股权集中，金城堆钼业集团有限公司持股最多。公司 2023 年三季度报显示，目前公司的控股股东为金堆城钼业集团有限公司，持股比例达 72.02%，其次为香港中央结算有限公司、刘焕宝、太原钢铁（集团）有限公司、莫常春，持股比例分别为 1.83%、0.60%、0.54%和 0.39%。

图 4：2023 第三季度公司前十大股东

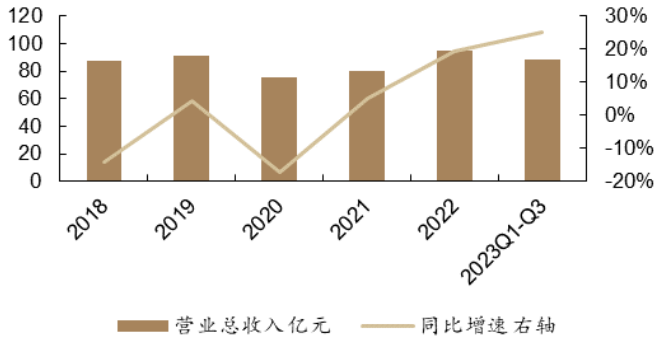
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	金堆城钼业集团有限公司	2,323,659,628	72.02
2	香港中央结算有限公司	59,195,063	1.83
3	刘焕宝	19,514,177	0.60
4	太原钢铁(集团)有限公司	17,408,152	0.54
5	莫常春	12,735,567	0.39
6	中欧红利优享灵活配置混合型证券投资基金	10,432,151	0.32
7	全国社保基金 422 组合	7,949,150	0.25
8	华安聚优精选混合型证券投资基金	7,767,600	0.24
9	中邮核心优势灵活配置混合型证券投资基金	7,699,980	0.24
10	中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	7,340,879	0.23

资料来源：公司公告，德邦研究所

## 1.2. 盈利能力持续高速提升，钼业务贡献主要利润

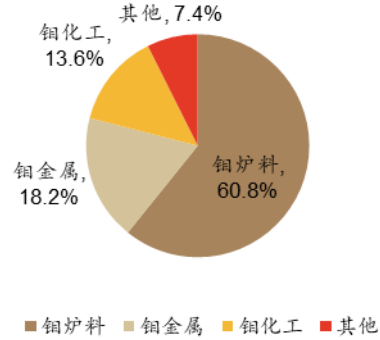
**营业收入增速持续提升。**营业收入方面，2022 年公司实现营业总收入 95.31 亿元，同比增速为 19.53%，营收增速持续提升；2023Q1-Q3 公司实现营业总收入 88.53 亿元，同比增速为 25.29%；收入结构方面，2022 年公司钼炉料业务收入占比最高，达 60.8%。其次为钼金属、钼化工、其他，收入占比分别为 18.2%、13.6%、7.4%。

图 5：公司总收入情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

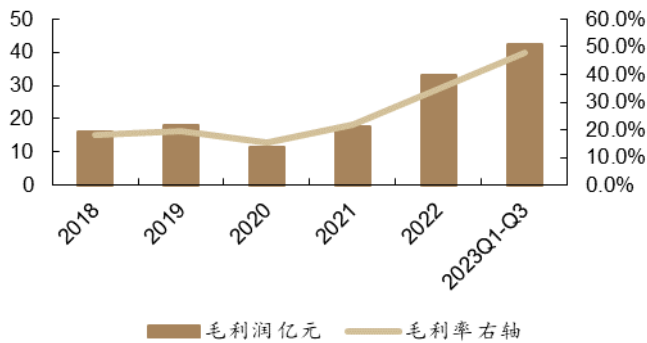
图 6：2022 年公司主营业务收入结构



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

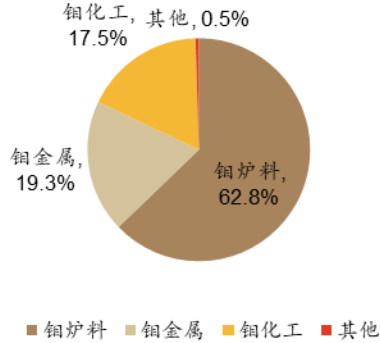
**毛利增速持续提升，钼业务为公司主要利润来源。**毛利方面，公司 2022 年实现毛利润 33.14 亿元，毛利率为 34.77%；2023Q1-Q3 实现毛利润 42.43 亿元，毛利率为 47.93%；毛利结构方面，2022 年公司钼炉料业务毛利占比最高，达 62.80%。其次为钼金属、钼化工、其他，毛利占比分别为 19.25%、17.48%、0.5%。钼相关业务接近全部毛利占比。

图 7：公司毛利情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 8：公司 2022 年毛利占比



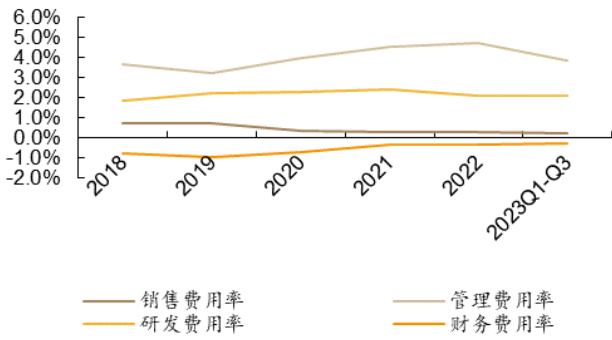
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

**公司费用率相对稳定，利润水平持续高增。**费用方面，2022 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.33%、4.73%、2.11%、-0.33%；2023Q1-Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.26%、3.85%、2.11%、-0.24%；归母净利润方面，2022 年公司实现归母净利润 13.35 亿元，同比增长约 169.76%；2023Q1-Q3 公司实现归母净利润 23.37 亿元，同比增长约 140.11%。

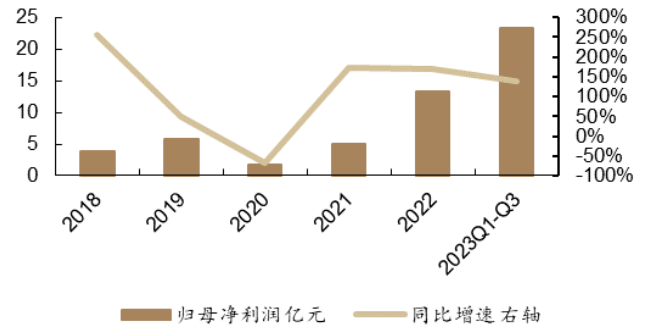
图 9：公司各费用率情况

图 10：公司归母净利润情况





资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

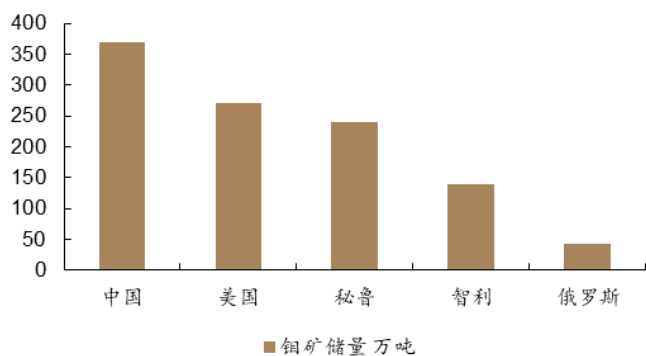


## 2. 钼供给增量有限，新能源发展扩宽需求空间

### 2.1. 供给：投资周期较长，产能增长有限

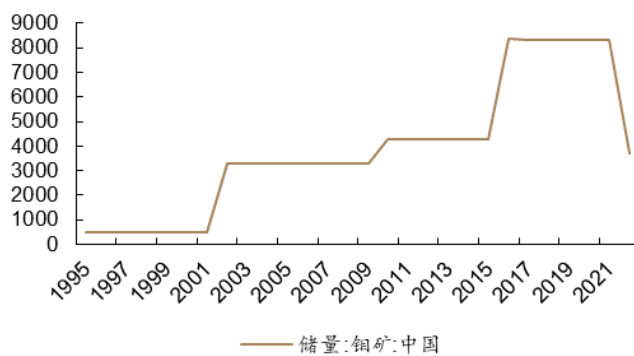
我国是全球最大的钼矿储量国，占全球储量占比 30.83%。截至 2022 年末，中国钼矿储量为 370 万公吨，储量位居全球第一，占全球储量比例 30.83%。全球钼矿储量较为丰富的国家依次为中国、美国、秘鲁、智利以及俄罗斯，2022 年末钼矿储量分别为 370 万公吨、270 万公吨、240 万公吨、140 万公吨、43 万公吨，占比分别为 30.83%、22.50%、20%、11.67%和 3.58%。多年来我国钼矿储量占全球储量比例位于前列。

图 11：2022 年全球钼矿储量构成情况



资料来源：Wind，德邦研究所

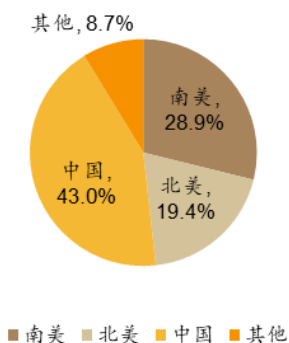
图 12：中国钼矿储量 (单位：千公吨)



资料来源：Wind，德邦研究所

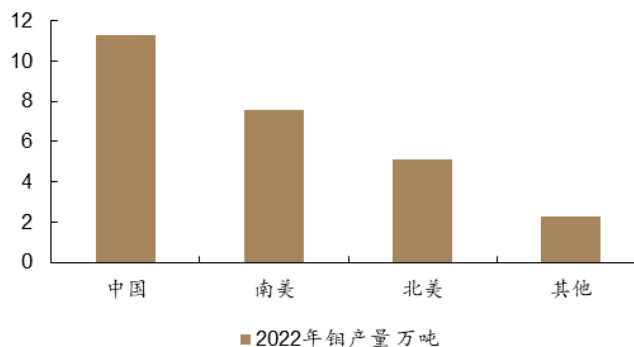
中国、南美、北美的钼产量位居前列。2022 年，全球钼产量为 26.21 万吨，其中我国钼产量为 11.28 万吨，占比为 43.03%，南美地区钼产量为 7.56 万吨，占比 28.85%，北美地区钼产量为 5.08 万吨，占比 19.40%，其他地区钼产量占比仅为 8.72%。

图 13：2022 年各地区钼产量占比



资料来源：Wind，德邦研究所

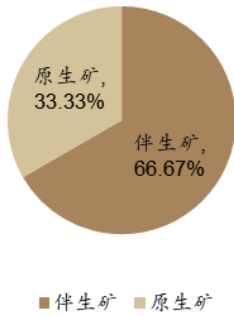
图 14：2022 年各地区钼产量



资料来源：Wind，德邦研究所

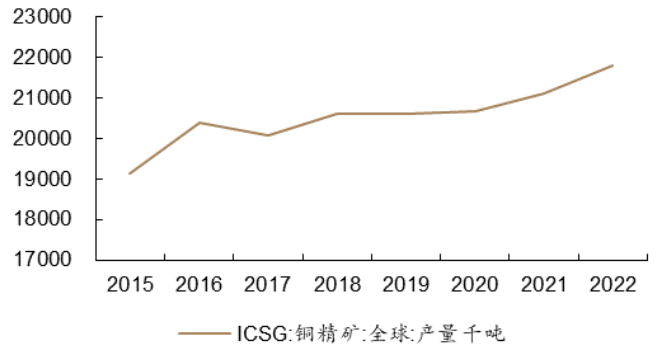
海外钼矿多为伴生矿，产量增加有限。据国际钼协会的数据，全球有 2/3 的钼矿为伴生矿，海外的钼多为铜矿伴生，主要产自于斑岩型钼矿、斑岩型铜矿及其他矿中的共伴生钼。从全球铜供应情况来看，近几年铜的供应较为稳定。2022 年全球铜精矿产量为 2181.1 万吨，同比增长 3.37%。目前海外多个大型钼矿山及伴生钼矿山均出现采矿量、入选品位、回收率下滑的问题，海外钼矿减产，预期短期内此状况较难改变，海外钼矿产量释放有限。

图 15: 全球铂多产自伴生矿



资料来源: IMO, 德邦研究所

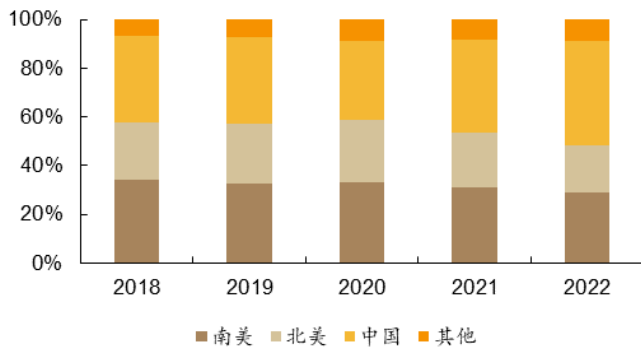
图 16: 近几年全球铜供给较稳定



资料来源: Ifind, 德邦研究所

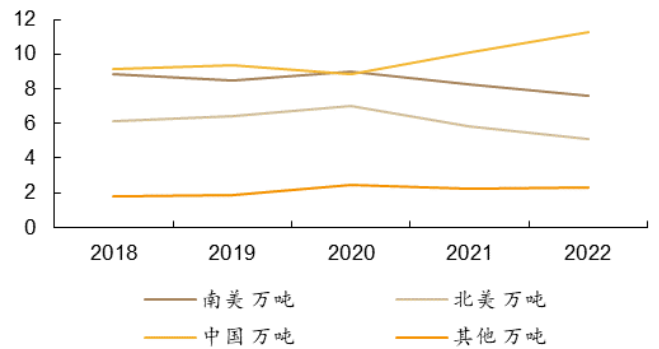
**2020-2022 年海外铂减产, 国内铂产量增加。**2022 年受疫情、品位下降等因素影响, 海外铂产量有所下降。2022 年南美铂产量 7.56 万吨, 同比下降 8.07%; 北美铂产量 5.08 万吨, 同比下降 12.8%; 其他地区铂产量 2.29 万吨, 同比增加 2.4%。2022 年我国铂产量为 11.28 万吨, 同比增加 11.8%。

图 17: 2018-2022 各地区产量占比



资料来源: Wind, 德邦研究所

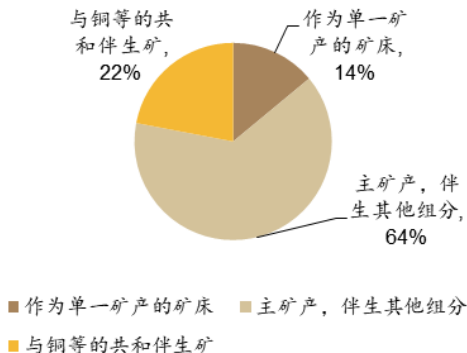
图 18: 2018-2022 年各地区产量情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

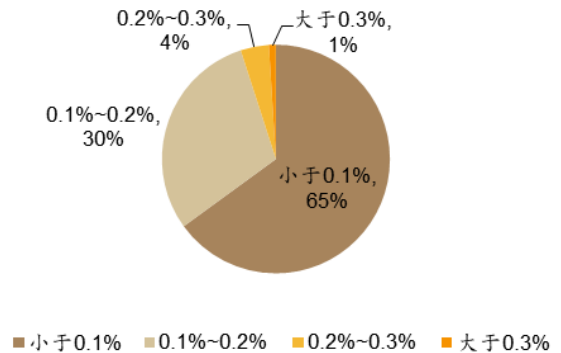
**国内铂矿多为大型矿、以铂为主矿产, 品位较低。**矿产资源方面, 我国铂矿多以铂为主矿产、同时伴生其他组分的矿床形式存在, 占总储量的比例达到 64%, 铂为单一矿产的矿床占比为 14%, 铂为副产品的伴生矿占比 22%。品位方面, 我国铂矿品位较低, 品位低于 0.1% 的铂矿占比达 65%, 高于 0.2% 的铂矿仅有 5%。

图 19: 国内原生矿占铂矿总储量的 64%



资料来源: SMM 铂视界公众号, 德邦研究所

图 20: 我国铂矿矿区平均品位

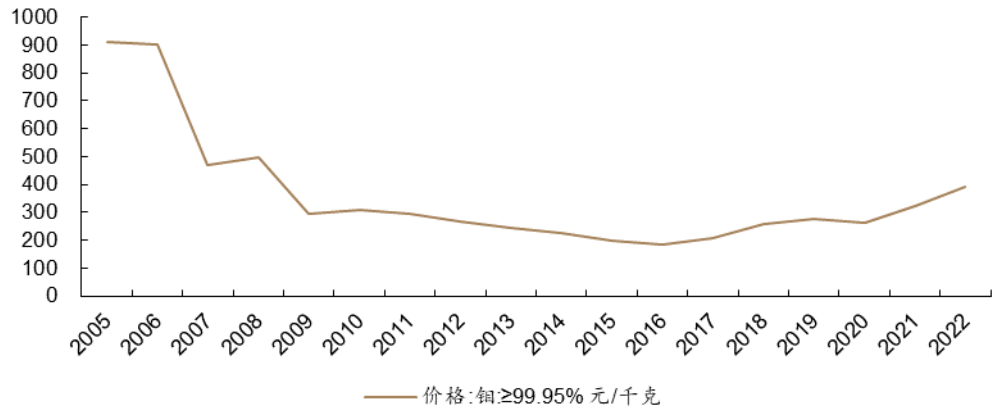


资料来源: SMM 铂视界公众号, 德邦研究所

**国内铂价长期低迷, 未来增量有限。**价格方面, 自 2006 年铂价开始高速下跌

后，我国钼价持续低迷，2021年起有回调趋势。据 Wind 数据显示，2009-2020 年国产 1#钼 (≥99.95%) 的年度均价维持在 180-310 元/千克的水平，明显低于 2006 年的 887.5 元/千克。未来增量方面，以安徽沙坪沟钼矿为例，根据《安徽省金钼矿业有限公司沙坪沟钼矿矿产资源开发利用方案》，安徽沙坪沟钼矿设计采选矿石生产能力为 1,000 万吨/年，项目建设期 4.5 年，总投资预计 72 亿元，其中建设投资 64 亿元，建成达产后年均产钼精矿含钼 2.72 万吨，投资回收期为 10.4 年 (含 4.5 年建设期)。项目建设时间长、资金投入高的特点一定程度上限制了未来行业产能增量。

图 21：钼价多年低位运行



资料来源：Wind，德邦研究所

表 1：沙坪坝钼矿情况

选矿生产能力	1000 万吨/年
项目建设期	4.5 年
总投资	72 亿元
产出	钼精矿含钼 2.72 万吨/年
投资回收期	10.4 年 (含建设期)

资料来源：紫金矿业公司公告《公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，德邦研究所

## 2.2. 需求：特钢用量上行上升，新能源发展拉动需求增长

### 2.2.1. 钢材消费下行，高端钢材产量提升

钼被广泛应用于合金钢、不锈钢以及高速钢等钢铁材料中。钼在钢铁领域具有广泛的应用，合金钢含钼 3%-4%钼，可用于运输装置、工业机械等中；不锈钢含钼 4%-5%可用于精密化工仪表；高速钢含钼 4%-9.5%可用于制造高速切割工具。此外，钼还被用于制作合金、高强度钢、优质碳素钢以及铸铁等。

表 2：公司全产业链条

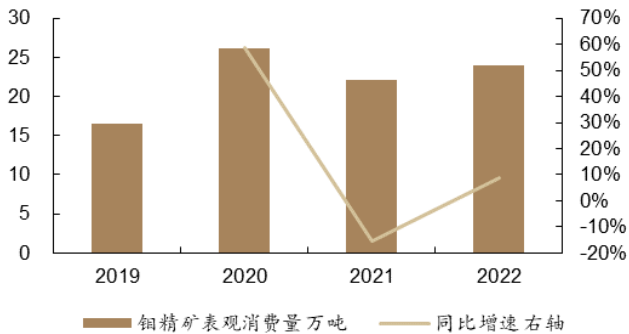
钢材种类	用途	钼含量
合金钢	运输装置、机车、工业机械	3%-4%

不锈钢	精密化工仪表、海水环境中使用的设备	4%-5%
高速钢	制造高速切削工具	4%-9.5%
钼和镍、铬合金	飞机金属构件、耐腐蚀零件	0.6%-2%
含钼高强度钢	石油管道	0.015%-0.6%
优质碳素钢	板材、线材、管材、棒材	0.2%-0.4%
铸铁	机械制造	1.8%

资料来源：洛阳钼业首次公开发行 A 股股票招股说明书，中国联合钢铁网，德邦研究所

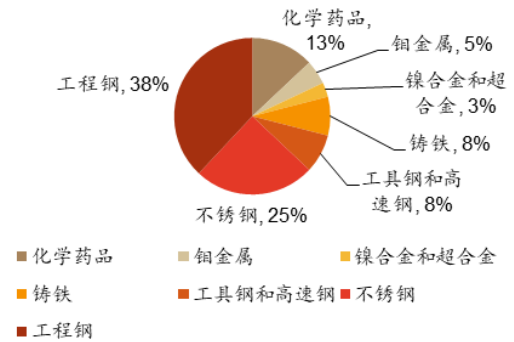
**2022 年我国钼精矿表观消费量增加，工程钢和不锈钢是钼最主要的消费领域。**2022 年我国钼精矿表观消费量为 24.03 万吨，同比增长 8.93%。工程钢和不锈钢是钼最主要的消费领域。不含从废料中回收的钼方面，根据国际钼业协会统计，2022 年钼分行业的一次消费量总量达到 28.64 万吨，主要集中于钢铁领域，其中用于工程钢的消费量占比 38%，用于不锈钢的消费量占比 25%。用于工具钢和高速钢的消费量占比 8%。

图 22：2019-2022 年我国钼精矿表观消费量



资料来源：百川盈孚，德邦研究所

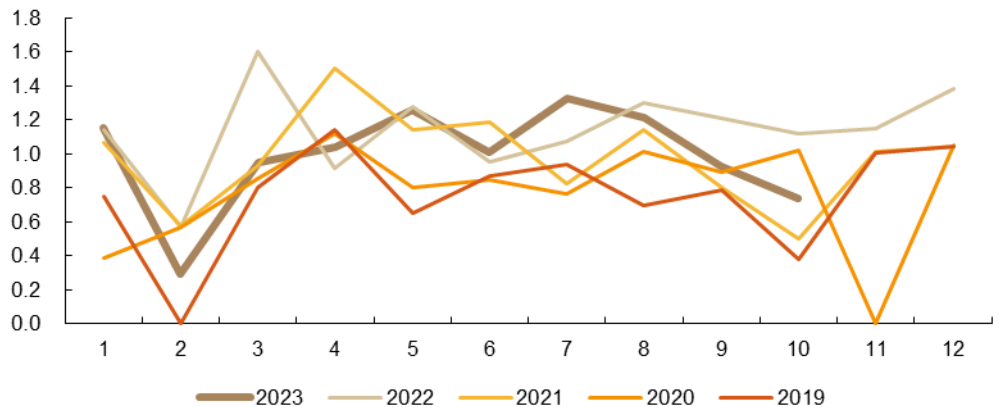
图 23：2022 年钼分行业的一次消费（不含从废料中回收的钼）



资料来源：IMOA，德邦研究所

**2023 年我国钼精矿月度钢招处于高位，近期有所下滑。**2023 年 7 月我国钼精矿钢招总量为 1.33 万吨，处于近 5 年来最高水平。近期钢招总量有所缩减，截至 2023 年 10 月，钼精矿钢招量为 0.74 万吨。

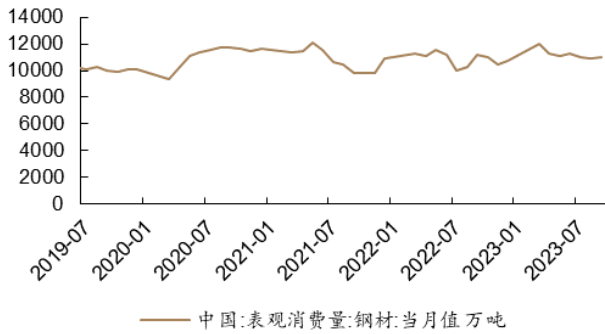
图 24：钼精矿招标情况（单位：万吨）



资料来源：亿览网钼市场公众号，德邦研究所

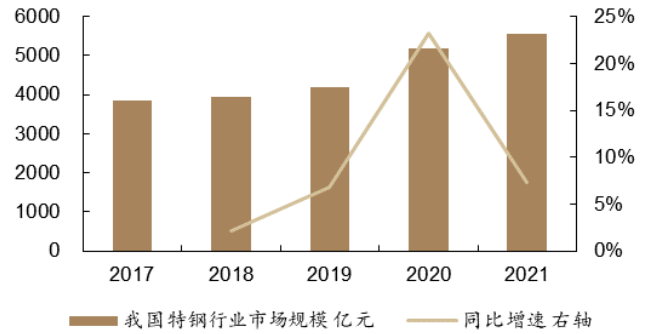
**钢材消费平稳，高端钢材产量正在提升。**近年来我国钢材消费有所下行，2023 年 9 月钢材表观消费量为 1.10 亿吨，同比提升 5.8%。过去几年，特钢行业市场规模快速扩大，2021 年市场规模达到 5558.63 亿元，同比增长 7.36%。

图 25: 我国钢材表观消费量有所下降



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 26: 我国特钢行业市场规模扩大



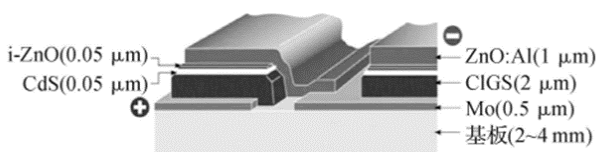
资料来源: 观研天下, 德邦研究所

### 2.2.2. 新能源行业发展拉动需求增长, 钼发展空间广阔

**新能源行业发展带动钼的需求增长。**钼具有耐高温腐蚀、较低比阻抗以及环保等性质, 可以广泛用于新能源领域。在该领域, 钼主要应用于碳酸锂、氢氧化锂反应釜、风电铸件等细分领域, 随着新能源板块增长, 钼应用场景也在迅速增长。

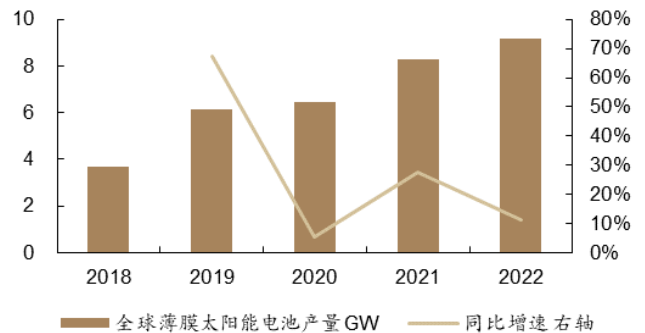
**在光伏领域, 钼可用作 CIGS 薄膜光伏电池的电极层原材料, 全球薄膜太阳能电池产量持续增加。**钼溅射靶材是溅射法制备薄膜材料的原材料, 钼可用作薄膜太阳能电池的背电极材料。在 CIGS 薄膜光伏电池中作为背电极的钼, 不仅作为太阳能电池的电极, 而且可反射未被完全吸收的光以提升太阳能电池的转化效率。2022 年全球薄膜太阳能电池产量约为 9.2GW, 同比增长 11.11%。2018 年以来, 全球薄膜太阳能电池产量持续增长。

图 27: CIGS 太阳能电池结构示意图



资料来源: 《钼溅射靶材的应用、制备及发展》(安耿等), 德邦研究所

图 28: 全球薄膜太阳能电池产量持续增加



资料来源: CPIA, 德邦研究所

**在风电领域, 含钼合金钢广泛应用于风电机组部件。**在风机的动力部件中, 含钼合金钢应用最为广泛, 包括驱动轴和齿轮部件等。在风机轻量化的趋势下, 球墨铸铁铸件和超高强度钢板在动力总成框架和壳体方面发挥的作用日益重要。

图 29: 风电行业用钼情况



### 风力发电机使用多少钢、铸铁和钼？

110—140吨钢/兆瓦\*  
18—21吨铸铁/兆瓦\*  
100—120公斤钼/兆瓦\*

\* 每兆瓦的具体金属需求量

#### 示例：

3 MW陆上风电机：400吨钢  
最大的海上风电机：1500吨钢

#### 预计到2050年的需求\*\*：

4亿吨钢  
6500万吨铸铁  
30万吨钼

\*\* 根据国际能源署的“超过2度情景”，到2050年，需要增加3500 GW的风电容量。这些估算不包括安装船、自升式作业平台、起重机等特殊设备所需的钢材。

资料来源：IMO A 官网，德邦研究所

表 3：钼在风电中的应用

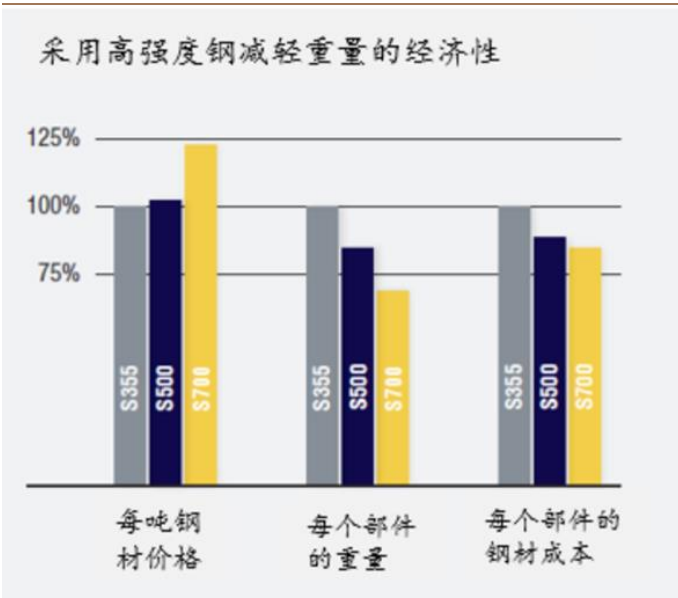
风机部件	含钼合金钢	钼含量	性能
螺栓	34CrNiMo6 (1.6582) 合金钢、 30CrNiMo8 (1.6580) 合金钢	0.2-0.5%	强度、韧性高
驱动轴	42CrMo4 (AISI 4140) 调质钢	0.2-0.3%	可靠性、强度、韧性、抗疲劳性能优异
齿轮部件	CrNiMo 合金渗碳钢	0.2-0.3%	可靠性、强度、韧性、抗疲劳性能优异
动力总成承载框架和壳体	等温淬火球墨铸铁铸件、超高强度钢板	0.3-0.8%	减轻风机重量

资料来源：IMO A 公众号，德邦研究所

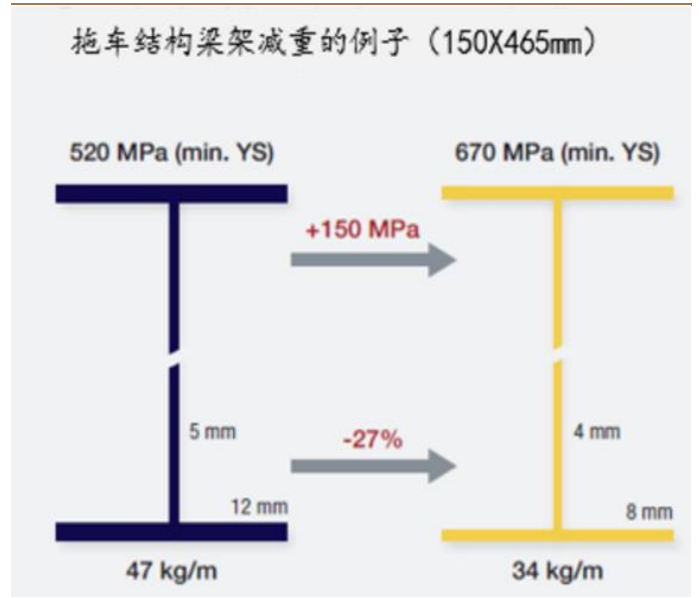
**钼在重型汽车轻量化方面具有重要作用。**据国际钼协会介绍，我国进行的一个新钢种开发项目显示：与原来的 520 MPa 钢材相比，采用强度 670 MPa 的改进型钢材，使卡车的拖车梁重量减轻了 27%。这得益于新钢种（钼含量为 0.2%）强度更高、厚度更薄。这项研究发现，该强度较高的钢用作卡车的许多主要零部件，具有最佳的性价比。这些重量更轻的新部件成本并没有增加，甚至比传统钢制成的零部件更低。其结果是车辆制造商和环境都获益的双赢局面，具有很大的应用潜力。

图 30：新钢种性价比高

图 31：新钢种使卡车的拖车梁重量减轻了 27%



资料来源：IMO A 官网，德邦研究所



资料来源：IMO A 官网，德邦研究所



### 3. 公司产量稳定，增发募资提升竞争力

**公司资源储备丰富。**目前，公司拥有金堆城钨矿和汝阳东沟钨矿两大矿山的开采权。其中金堆城钨矿是世界六大原生钨矿之一，产品优质，适合深加工，保有矿石资源量 4.65 亿吨，平均品位 0.083%，服务年限 35 年；汝阳东沟钨矿资源量 4.71 亿吨，平均品位 0.12%，服务年限 57 年。合计拥有权益内钨资源约 150 万吨金属量。

表 4：2022 年公司自有矿山钨矿资源

矿山名称	主要品种	资源量 亿吨	储量 亿吨	品位 (%)	年产量 万吨	资源剩余可开采年限 (年)	许可证/采矿权有效期
金堆城钨业股份有限公司金堆城钨矿	钨	4.65	3.22	0.083	1355.47	35 (0.13 亿吨/年计)	至 2030 年 1 月 1 日
金堆城钨业汝阳有限责任公司东沟钨矿	钨	4.71	2.75	0.12	856.14	57 (0.083 亿吨/年计)	至 2038 年 12 月 30 日

资料来源：公司 2022 年年报，德邦研究所

**2022 年公司主要产品产量稳定。**2022 年公司主要产品产量增加，全年生产主要钨产品折合钨金属量为：钨铁 15146 吨钨，同比增长 12.47%；钨酸铵 6213 吨钨，同比下降 0.06%；钨粉 4947 吨钨，同比增长 11.08%。

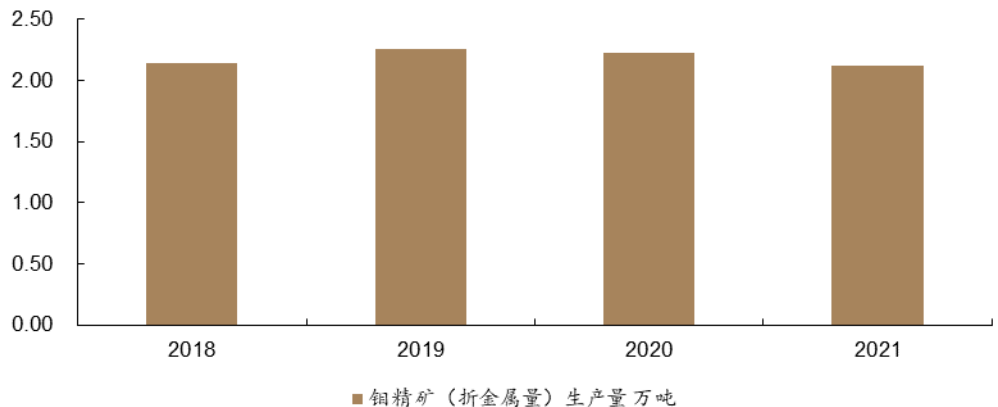
表 5：2021-2022 年公司主要产品产销量情况

主要产品	单位	2021 年生产量	2022 年生产量	生产量比上年增减 (%)
钨铁	吨钨	13466.702	15,146	12.47
钨酸铵	吨钨	6216.73	6,213	-0.06
钨粉	吨钨	4453.547	4,947	11.08

资料来源：公司 2022 年年报，德邦研究所

**2019-2021 年公司钨精矿（折金属量）产量稳定。**2019-2021 年公司钨精矿（折金属量）产量分别为 2.26 万吨、2.23 万吨、2.12 万吨。

图 32：2018-2021 年公司钨精矿（折金属量）生产情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司相关升级改造项目陆续落地。2022 年 5 月公司发布非公开发行 A 股股

票预案，募集资金总额预计不超过 19 亿，用于金堆城钨矿总体选矿升级改造项目、钨焙烧低浓度烟气制酸升级改造项目以及补充流动资金。金堆城钨矿总体选矿升级改造项目方面，通过改造项目的实施，既可实现全部生产 57% 优质钨精矿，也可部分产出 57% 优质钨精矿和 52% 钨精矿，更加贴合公司下游钨产业的实际需要。钨焙烧低浓度烟气制酸升级改造项目方面，公司通过采用先进装置替换原有生产系统，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，且产出的硫酸产品质量更高、销路更佳。

**表 6：公司非公开发行募集资金使用计划**

序号	项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金投入总额 (亿元)
1	金堆城钨矿总体选矿升级改造项目	12.50	12.40
2	钨焙烧低浓度烟气制酸升级改造项目	1.80	1.60
3	补充流动资金	5.00	5.00
	合计	19.30	19.00

资料来源：公司非公开发行 A 股股票预案，德邦研究所

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1. 预测

**钨业务：**假设钨价均价未来三年分别为 4200、4300、4300 元/吨度。预计 2023-2025 年收入分别为 130.2、133.3、133.3 亿元，毛利分别为 63.5、65.8、65.8 亿元，毛利率分别为 48.8%、49.4%、49.4%。

**其他业务：**其他业务整体占比较小，假设其收入增速及毛利率均维持三年平均。预计 2023-2025 年收入分别为 4.0、2.1、1.1 亿元，毛利分别为 0.1、0.1、0.0 亿元，毛利率分别为 2.7%、4.1%、3.0%。

**表 7：公司业务预测**

单位：亿元		2022	2023E	2024E	2025E
钨	收入	88.3	130.2	133.3	133.3
	成本	55.3	66.7	67.5	67.5
	毛利	33.0	63.5	65.8	65.8
	毛利率	37.4%	48.8%	49.4%	49.4%
其他	收入	7.0	4.0	2.1	1.1
	成本	6.9	3.9	2.0	1.1
	毛利	0.2	0.1	0.1	0.0
	毛利率	2.3%	2.7%	4.1%	3.0%

资料来源：公司公告，德邦研究所预测

### 4.2. 估值

我们采用了相对估值法，公司作为钨行业龙头公司，业务相对细分，可比公

司较少，我们采用中金黄金、洛阳钼业两家主营业务含钼的企业进行对比。据我们测算，行业主要公司 2023 年、2024 年、2025 年平均估值为 15.7、13.3、12.8 倍。基于行业景气度判断及公司较高的行业地位，我们认为公司有望享受一定估值提升。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 8：可比估值**

代码	公司名称	收盘价 元	总市值 亿元	归母净利润 亿元				PE 倍			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600489.SH	中金黄金	10.0	482.8	21.2	29.2	31.3	33.1	22.8	16.5	15.4	14.6
603993.SH	洛阳钼业	5.2	1,070.8	60.7	71.9	95.6	98.0	17.7	14.9	11.2	10.9
行业平均									15.7	13.3	12.8
601958.SH	金钼股份	9.45	304.9	13.3	33.4	35.3	36.0	22.8	9.1	8.6	8.5

资料来源：Wind，德邦研究所

注：中金黄金、洛阳钼业采用德邦证券预测数据，数据截至 2023 年 12 月 29 日

## 5. 风险提示

**下游钢铁需求不及预期，国家安全环保监管政策大幅变化，开采事故。**

下游钢铁需求不及预期：若下游钢铁尤其特钢需求不及预期时，公司产品销量或将受到影响，进而影响利润情况。

国家安全环保监管政策大幅变化：若国家安全环保监管政策大幅变化，则或将对公司矿山生产活动造成一定影响。

开采事故：或偶遇开采事故问题，则公司生产经营活动或将受到一定影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.41	1.04	1.10	1.12
每股净资产	4.08	4.81	5.91	7.02
每股经营现金流	0.77	0.96	1.75	1.10
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	28.17	9.13	8.63	8.47
P/B	2.83	1.96	1.60	1.35
P/S	3.20	2.27	2.25	2.27
EV/EBITDA	13.41	5.08	3.85	3.25
股息率%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	34.8%	47.4%	48.7%	49.0%
净利润率	16.6%	29.6%	31.0%	31.8%
净资产收益率	10.1%	21.5%	18.5%	15.9%
资产回报率	8.4%	17.7%	15.3%	13.2%
投资回报率	11.9%	23.5%	19.7%	16.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	19.5%	40.8%	0.9%	-0.7%
EBIT 增长率	136.6%	145.3%	5.2%	-0.2%
净利润增长率	169.8%	150.3%	5.8%	1.9%
偿债能力指标				
资产负债率	13.5%	11.9%	9.7%	8.1%
流动比率	4.1	5.7	8.4	11.3
速动比率	2.8	4.3	7.3	9.8
现金比率	2.0	3.0	6.3	8.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	7.6	10.2	8.9	9.6
存货周转天数	38.3	38.4	38.4	38.4
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.5
固定资产周转率	2.1	2.9	2.8	2.8

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,335	3,341	3,533	3,602
少数股东损益	252	632	661	678
非现金支出	892	348	353	355
非经营收益	-47	33	35	34
营运资金变动	49	-1,251	1,060	-1,109
经营活动现金流	<b>2,481</b>	<b>3,104</b>	<b>5,643</b>	<b>3,559</b>
资产	-125	-410	-325	-367
投资	-582	48	61	55
其他	-8	-32	-34	-33
投资活动现金流	<b>-716</b>	<b>-394</b>	<b>-298</b>	<b>-346</b>
债权募资	0	0	0	0
股权募资	2	0	0	0
其他	-516	-975	-7	-7
融资活动现金流	<b>-514</b>	<b>-975</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
现金净流量	<b>1,258</b>	<b>1,735</b>	<b>5,338</b>	<b>3,207</b>

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 29 日  
 资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,531	13,419	13,536	13,443
营业成本	6,217	7,054	6,948	6,860
毛利率%	34.8%	47.4%	48.7%	49.0%
营业税金及附加	554	707	690	697
营业税金率%	5.8%	5.3%	5.1%	5.2%
营业费用	31	40	41	40
营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	451	619	608	612
管理费用率%	4.7%	4.6%	4.5%	4.6%
研发费用	201	306	316	310
研发费用率%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%
EBIT	1,931	4,736	4,980	4,969
财务费用	-31	-54	-89	-196
财务费用率%	-0.3%	-0.4%	-0.7%	-1.5%
资产减值损失	-116	0	0	0
投资收益	-2	-32	-34	-33
营业利润	<b>1,875</b>	<b>4,764</b>	<b>5,040</b>	<b>5,137</b>
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	<b>1,869</b>	<b>4,764</b>	<b>5,040</b>	<b>5,137</b>
EBITDA	2,561	5,084	5,333	5,324
所得税	283	791	846	857
有效所得税率%	15.1%	16.6%	16.8%	16.7%
少数股东损益	252	632	661	678
归属母公司所有者净利润	<b>1,335</b>	<b>3,341</b>	<b>3,533</b>	<b>3,602</b>

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,037	4,771	10,109	13,316
应收账款及应收票据	140	654	34	705
存货	504	1,001	480	983
其它流动资产	2,361	2,705	2,791	2,695
流动资产合计	6,042	9,131	13,414	17,699
长期股权投资	1,004	956	894	840
固定资产	4,510	4,707	4,797	4,868
在建工程	631	441	309	216
无形资产	2,093	2,092	2,045	2,021
非流动资产合计	9,763	9,783	9,699	9,663
资产总计	<b>15,806</b>	<b>18,914</b>	<b>23,113</b>	<b>27,362</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	810	878	830	834
预收账款	2	3	3	3
其它流动负债	673	707	760	725
流动负债合计	1,484	1,588	1,592	1,562
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	656	656	656	656
非流动负债合计	656	656	656	656
负债总计	<b>2,140</b>	<b>2,244</b>	<b>2,248</b>	<b>2,218</b>
实收资本	3,227	3,227	3,227	3,227
普通股股东权益	13,155	15,528	19,061	22,663
少数股东权益	511	1,143	1,804	2,482
负债和所有者权益合计	<b>15,806</b>	<b>18,914</b>	<b>23,113</b>	<b>27,362</b>

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。