

# 金钼股份 (601958.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 稀缺钼资源龙头，高弹性兼具高分红

### 投资逻辑

**稀缺的钼资源龙头。**公司是国内首家A股上市的钼专业生产商，陕西国资控股。2023年公司钼相关业务毛利占比为101%；得益于优厚矿山资源，公司各钼品毛利率水平高达53%；自2020年开始钼步入景气周期，公司净利润3年CAGR高达157%。

**能化与船舶景气延续，供应缺口持续扩大。**1) 需求拆解：钼主要应用于不锈钢和中厚板，我们测算2023年国内中厚板、316和双相不锈钢对钼金属的需求占比分别为36%、23%和13%，得益于造船和能化（火电、油气和化工）、钢结构领域景气延续，我们预计2026年全球钼需求量有望达到34.5万吨，3年CAGR为5%；其中能化、钢结构和造船领域需求占比分别为37%、32%、7%。

2) 供给梳理：海外的主要增量项目为Quebrada Blanca铜矿二期项目，国内主要为巨龙铜矿二期、季德钼矿等；我们测算2026年全球钼供应为30.3万金属吨，3年CAGR为4%。钼供应将长期偏紧，缺口分别为-3.7/-3.8/-4.2万吨，钼价中枢将逐步上行。

**控股矿山资源优厚，参股矿山增厚利润。**公司除了手握金堆城（持股100%）和东沟钼矿（持股65%）两大优质矿山，我们测算2023年并表产量近2.3万吨、权益产量近1.9万吨；还参股了季德钼矿（持股18.3%、爬产中）和沙坪沟钼矿（持股10%，我们预计2027年投产）；参股矿山完全达产后有望增加超过0.3万吨权益产量，进而增厚公司利润。我们测算2023年公司钼产量全球、全国占比分别为9%/20%。

**最纯、最稀缺、弹性最大的钼资源标的。**我们选取洛阳钼业、紫金矿业、中国中铁三家公司和金钼股份进行对比，在钼的利润占比和商品-股价联动性方面，金钼股份表现均强于同行；即使钼价处于历史较高位置，当钼价上涨幅度50%，归母净利润增幅为92%，对应PE为7倍，公司盈利弹性仍然较为可观。

**高分红延续。**2023年公司分红比例为42%；2008-2023年公司累计分红比例高达75%，显著高于申万有色行业平均水平；2023年公司股息率为4.2%。强盈利和大比例分红共振，投资价值彰显。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计公司2024-2026年收入分别为120/125/134亿元，预计实现归母净利润分别为33/35/37亿元，EPS分别为1.01/1.08/1.14元，对应PE分别为11.9/11.3/10.6倍。考虑公司历史估值在行业中水平，给予公司2024年17倍PE，目标价17.17元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

产品价格波动风险；安全环保管理风险；元素替代风险。

金属材料组

分析师：李超（执业S1130522120001）

lichao3@gjzq.com.cn

分析师：王钦扬（执业S1130523120001）

wangqinyang@gjzq.com.cn

市价（人民币）：12.06元

目标价（人民币）：17.17元



### 公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,531	11,531	12,016	12,457	13,389
营业收入增长率	19.53%	20.99%	4.20%	3.67%	7.48%
归母净利润(百万元)	1,335	3,099	3,264	3,453	3,679
归母净利润增长率	169.76%	132.19%	5.31%	5.80%	6.54%
摊薄每股收益(元)	0.414	0.961	1.012	1.070	1.140
每股经营性现金流净额	0.77	1.08	1.26	1.34	1.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.15%	20.24%	19.20%	18.17%	17.41%
P/E	29.15	12.56	11.92	11.27	10.58
P/B	2.96	2.54	2.29	2.05	1.84

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、金钼股份：稀缺的钼资源龙头.....	4
1.1 钼业龙头，从资源到深加工.....	4
1.2 陕西国资委控股，深化改革收官.....	4
1.3 景气持续上行，收入、利润增长显著.....	5
二、需求之谜求解：钢招持续景气，能化与船舶关键元素.....	6
2.1 直接需求：316/双相不锈钢、低合金钢板占比较高.....	7
2.2 终端需求：能化与造船共振，钢结构景气延续.....	9
三、供给展望：海外增长缓慢，国内增量集中释放于 2026 年及以后.....	12
3.1 海外主流矿企历经减产，未来增长缓慢.....	12
3.2 国内项目较多，2026 年及以后为集中释放期.....	13
3.3 我国钼品维持净进口状态.....	15
四、供需持续偏紧，钼价中枢上行可期.....	15
五、控股矿山资源优厚，参股矿山增厚利润.....	16
5.1 金堆城钼矿：世界六大原生钼矿之一，钼采掘规模亚洲第一.....	16
5.2 汝阳东沟钼矿：品位高，服务年限长.....	17
5.3 季德钼矿：吉林省内规模最大的矿山，南区探转采积极推进.....	19
5.4 沙坪沟钼矿：世界第一大单体钼矿床，静待释放.....	19
六、最纯、最稀缺、弹性最大的钼资源标的.....	21
6.1 A 股最纯、产量最大钼资源标的.....	21
6.2 股价-商品价格弹性最大的标的.....	21
6.3 钼价-业绩弹性仍然可观.....	22
七、高分红延续，增厚投资价值.....	22
八、盈利预测与投资建议.....	23
8.1 核心假设.....	23
8.2 盈利预测.....	23
8.3 估值及投资建议.....	24
九、风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1：公司 2008 年于上交所上市.....	4
图表 2：公司产品涵盖冶炼、化工和金属加工.....	4
图表 3：公司实控人为陕西省人民政府.....	5
图表 4：公司收入和归母净利润实现 3 年连续增长.....	5
图表 5：公司钼相关业务收入占比较高.....	6
图表 6：公司钼相关业务毛利占比较高.....	6
图表 7：钼化工毛利率领先其他产品(%).....	6
图表 8：钼产业链下游主要为钢铁、化工等行业.....	7
图表 9：2021 年全球钼下游消费占比较高的有工程钢、不锈钢.....	7



图表 10: 我国钼消费全球占比居于首位 (单位: 吨)	8
图表 11: 2021 年 Q1 开始钼消费量大于产量(单位: 吨)	8
图表 12: 316 系不锈钢和高速钢含钼量较高	8
图表 13: 钢招景气持续 (单位: 吨)	9
图表 14: 各品种中厚板占比最高 (单位: 万吨)	9
图表 15: 油价重回 80 美元/桶	10
图表 16: 油气、化工投资以及火电装机需求良好	10
图表 17: 全球造船完工量和手持订单量同比增速为正	10
图表 18: 全球新承接造船订单量同比增速向上	10
图表 19: 2023-2026 年全球钼需求量 CAGR 有望达到 5% (单位: 万吨)	11
图表 20: 我国钼产量全球占比为 40% (2022 年)	12
图表 21: 我国钼储量全球占比为 31% (2022 年)	12
图表 22: 2020 年开始海外钼矿供应出现下滑 (单位: 吨)	12
图表 23: 海外主流矿企钼矿产量出现下滑(单位: 万吨)	13
图表 24: 预计海外矿产量增长缓慢	13
图表 25: 2020 年我国钼矿产量出现下滑, 随后逐步回升	14
图表 26: 2020 年鹿鸣钼矿产量出现显著下滑 (单位: 万金属吨)	14
图表 27: 国内钼矿 (金属吨口径) 产量 2023-2026 年 CAGR 为 7%	15
图表 28: 我国钼品多处于净进口状态	15
图表 29: 全球钼供应缺口有望持续扩大 (单位: 万吨)	15
图表 30: 2021 年开始钼价中枢逐步上行	16
图表 31: 华县金堆城矿区地质略图	17
图表 32: 金堆城钼矿产量维持在 1.1-1.2 万金属吨水平	17
图表 33: 东沟钼矿地质与钼矿分布简图	18
图表 34: 东沟钼矿区地质及工程分布简图	18
图表 35: 东沟钼矿区联合剖面示意图	18
图表 36: 2021 年开始汝阳东沟钼矿实现量利双升	18
图表 37: 季德钼矿处于爬产阶段	19
图表 38: 安徽金寨县沙坪沟地区地质简图	20
图表 39: 沙坪沟资源量、钼品位均属上乘	20
图表 40: 金钼股份权益产量仍有增长空间	20
图表 41: 经营钼矿业务的上市公司一览 (2024 年 4 月 15 日)	21
图表 42: 钼相关标的股价 (元/股) 走势与钼精矿价格关联度	21
图表 43: 主流钼标的股价-商品价格联动性	22
图表 44: 不同价格涨幅下公司盈利弹性 (价格、成本和费用基准均为 2023 年)	22
图表 45: 公司现金分红比例维持较高水平 (2017-2023 年)	22
图表 46: 金钼股份分红比例显著高于行业平均水平	23
图表 47: 营业收入及毛利预测	24
图表 48: 可比公司估值 (收盘价: 元/股; EPS: 元; PE: 倍; 截至 2024 年 4 月 15 日收盘)	24

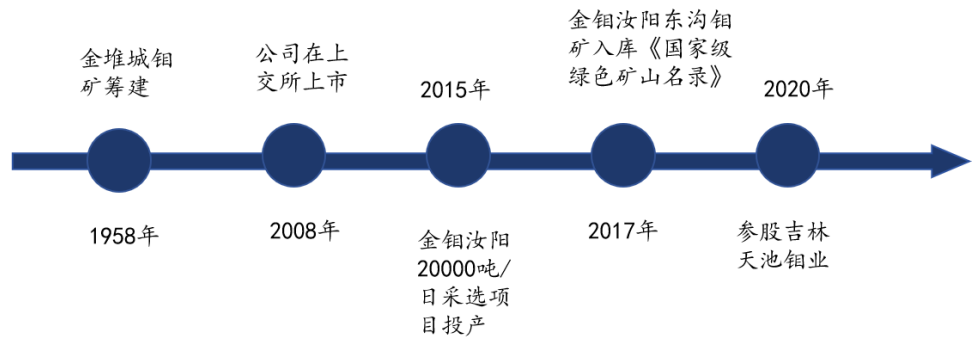


## 一、金钼股份：稀缺的钼资源龙头

### 1.1 钼业龙头，从资源到深加工

金堆城钼业股份有限公司（简称“金钼股份”）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，并于 2008 年 4 月在上海证交所上市（股票代码：601958），是 A 股首家钼产业上市公司。公司注册资本 32.27 亿元。

图表1：公司 2008 年于上交所上市



来源：金钼股份官网，国金证券研究所

金钼股份是全球钼行业领先供应商，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。

图表2：公司主要产品涵盖冶炼、化工和金属加工



来源：金钼股份官网，国金证券研究所

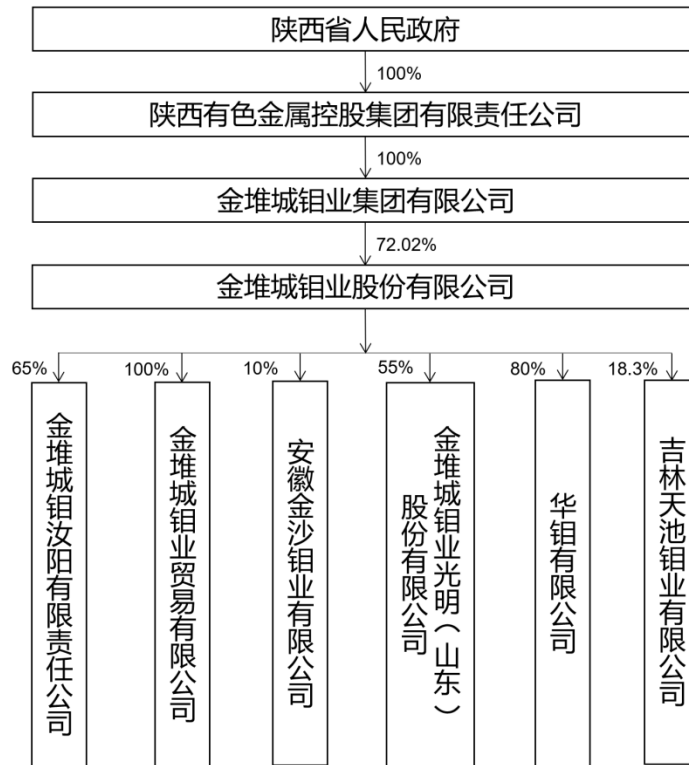
金钼股份是国内首家 A 股上市的钼专业生产商，依托国内唯一专业从事钼及相关难熔金属研发的国家级企业技术中心，积极与高校、科研院所及全球领先企业建立长期产学研合作关系。现已形成采选能力 4.7 万吨/日、拥有焙烧钼精矿 3.8 万吨/年、钼铁 3.2 万吨/年、钼酸铵 16500 吨/年、钼粉 4200 吨/年、钼杆及丝材 900 吨/年的生产能力。

### 1.2 陕西国资委控股，深化改革收官

公司控股股东为金堆城钼业有限公司，持股比例达 72.02%，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限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，公司实控人为陕西省人民政府。



图表3：公司实控人为陕西省人民政府



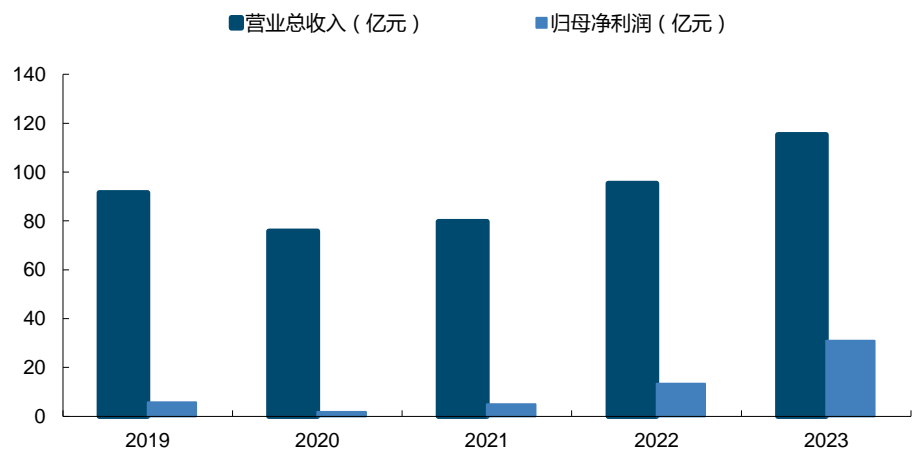
来源：wind，国金证券研究所

2022 年公司达成国有企业三年深化改革目标，全面完成 27 项改革事项。公司全面深化内部市场化订单管理，有效推动柔性化生产，优化“自产+自营+贸易”多元化经营模式和管理机制。围绕价值贡献导向实施精准考核，紧盯各板块量本利指标，实现主要指标全面优化。

### 1.3 景气持续上行，收入、利润增长显著

自 2020 年钼矿产能周期开启，需求持续增长叠加海内外减产频现，钼价迎来景气周期，持续上涨。2023 年公司实现收入 115 亿元、归母净利润 31 亿元，3 年 CAGR 分别为 15%、157%。

图表4：公司收入和归母净利润实现3年连续增长



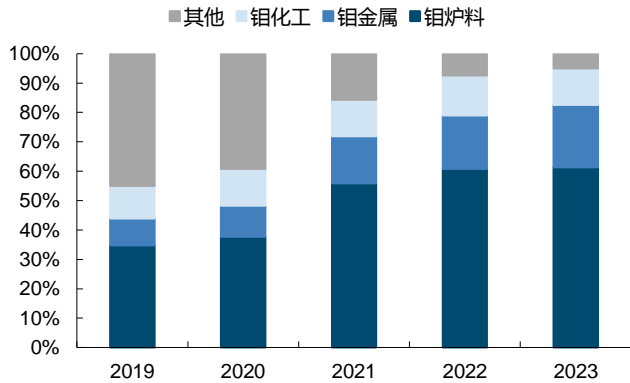
来源：金钼股份 2019-2023 年报，国金证券研究所

由于公司自产钼精矿用做公司内部下游产品的原料，因而最终销售产品形态为钼炉料、钼金属和钼化工；自 2021 年钼价迎来拐点，公司钼相关业务收入占比和毛利占比逐年提升，2023 年钼相关业务收入和毛利占比分别为 95%、101%，较 2020 年分别提升 34pct 和

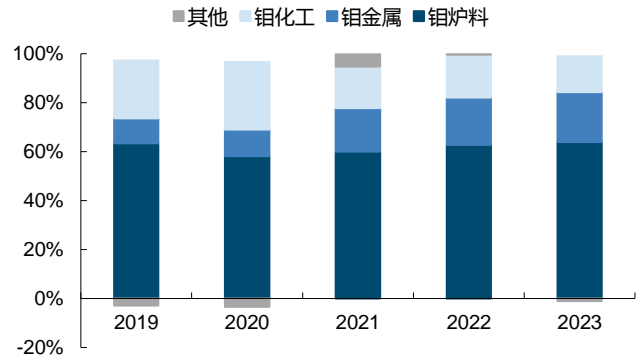


-2pct(因为 2020 年非钼业务出现亏损, 毛利占比为-4pct;2023 年占比为-1pct, 因而出现钼业务毛利占比有所下滑)。

图表5: 公司钼相关业务收入占比较高



图表6: 公司钼相关业务毛利占比较高

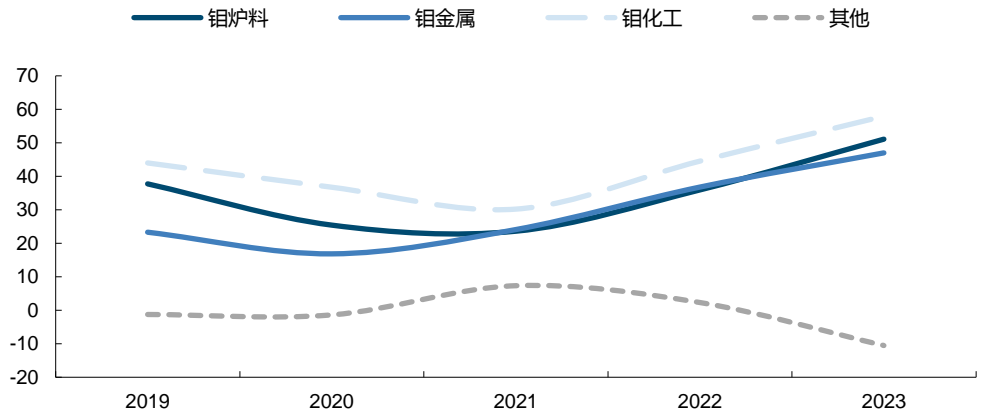


来源: 金钼股份 2019-2023 年报, 国金证券研究所

来源: 金钼股份 2019-2023 年报, 国金证券研究所

由于享有优厚资源优势, 公司各钼产品毛利率充分受益钼价上涨。截至 2023 年公司钼炉料、钼金属和钼化工毛利率分别为 51%、47%、58%, 分别较 2020 年提升 26/30/21pct。价利双升的情况下, 公司迎来业绩显著增长。

图表7: 钼化工毛利率领先其他产品 (%)



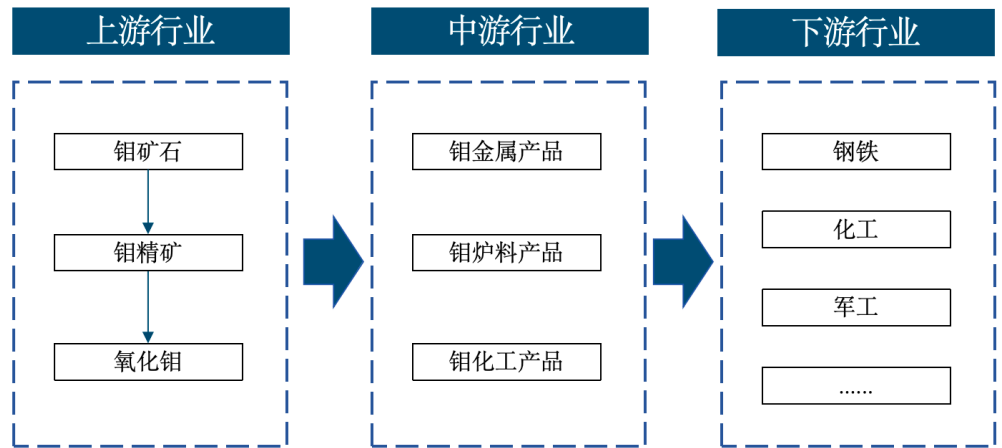
来源: 金钼股份 2019-2023 年报, 国金证券研究所

## 二、需求之谜求解：钢招持续景气，能化与船舶关键元素

金属钼具有优良的性能和广泛的应用市场。钼是一种银白色的可塑性金属, 硬而坚韧, 具有导电性和导热性强、高温强度高、受压较易加工等性能。自然界中钼主要存在于辉钼矿(主要成分为二硫化钼)中, 产品形态分为钼金属产品、钼炉料产品和钼化工产品, 主要应用领域为钢铁、化工和军工等行业。



图表8: 钼产业链下游主要为钢铁、化工等行业



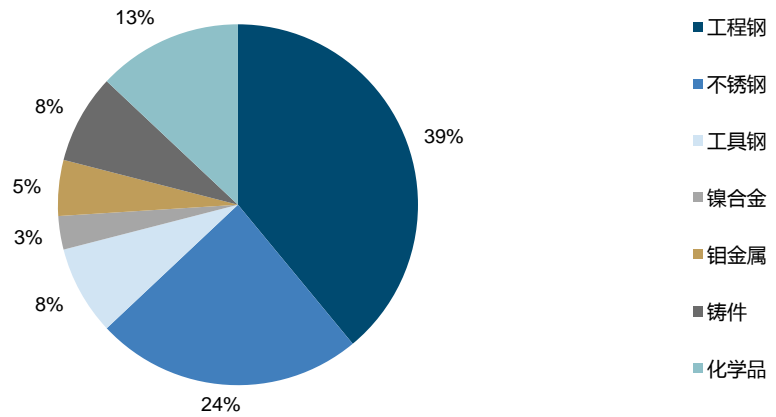
来源：华经情报网，国金证券研究所

钼的产品形态主要分为三种：1) 钼金属产品，钼金属产品主要包括钼丝、钼粉和钼棒等，钼丝主要应用于型材切割、加热高温炉用材料和支架材料的加热丝网；钼粉由于良好的导电性能、耐磨性和高熔点，常被添加到润滑剂、涂层材料和催化剂中；钼棒用于制造电真空器件及电光源零件和高温发热体和高温结构零件、电极等。2) 钼炉料产品包括焙烧钼精矿和钼铁，主要应用于不锈钢、合金钢等钢材的生产。3) 钼化工产品品种主要包括高纯氧化钼和钼酸铵，钼酸铵主要用于钼冶金（如生产钼粉等钼金属制品）、加氢脱硫石油精炼催化剂、化肥催化剂、颜料染料等；高纯氧化钼主要用于制取钼基催化剂。

2.1 直接需求：316/双相不锈钢、低合金钢板占比较高

根据国际钼业协会（IMOA），2021 年全球钼消费量 27.9 万吨；根据下游来看，工程钢、不锈钢和工具钢占比分别为 39%、24%和 8%；化学品和铸件占比不低，分别为 13%和 8%。

图表9: 2021 年全球钼下游消费占比较高的有工程钢、不锈钢

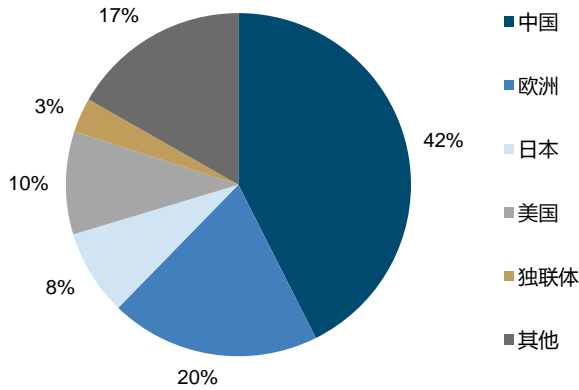


来源：IMOA，国金证券研究所

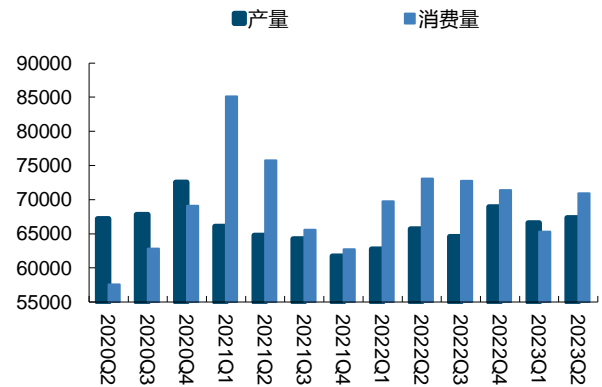
从国别分布来看，得益于庞大的钢铁产能，我国为最大的钼消费国，2022 年我国钼的消全球占比超过 40%。在本轮产能周期下，钼持续短缺，2023Q2 全球钼产量和消费量分别为 6.7 万吨和 7.1 万吨，供不应求状态持续。



图表10: 我国钼消费全球占比居于首位(单位: 吨)



图表11: 2021年Q1开始钼消费量大于产量(单位: 吨)



来源: IMO, 国金证券研究所

来源: IMO, 国金证券研究所

由于不同品种钢材的钼含量差别较大, 钼含量较高的钢材品种主要为 316 不锈钢、双相不锈钢以及含钼的中厚板材料、高速钢和无缝钢管。1) 不锈钢领域中, 含钼量较高的主要为 316/316L 以及 317 系不锈钢, 含钼量在 1.2%-6%之间, 主要应用下游为化工、油气、纺织和制药设备等。2) 中厚板领域含钼钢含量较低, 主要应用于反应容器、火电和造船等领域。3) 无缝钢管含钼量处于 0.25%-1.1%之间, 主要应用于锅炉。4) 钼系高速钢含钼量较高, 含钼量在 4.5%-10%之间, 用于刀具领域。5) 齿轮钢含钼量略高于中厚板, 下游遍布汽车、风电、机械设备和轨交领域。

图表12: 316 系不锈钢和高速钢含钼量较高

大类	钢种/钢号	牌号	化学成分 (%)			主要下游
			Mo	Cr	Ni	
不锈钢	316 不锈钢	0Cr17Ni12Mo2	2.00-3.00	16.00-18.50	10.00-14.00	化学加工设备、船配件、价值和泵装饰、热交换器、制药和纺织工业、冷凝器、蒸发器和罐 主要用于耐蚀材料, 如热交换部件和高温耐蚀螺栓 主要用于制造耐 H2SO4 材料, 也可用于作焊接结构件和管道、容器等。 石油天然气工业设备; 离岸平台、热交换器、水下设备、消防设备; 化学加工工业、器皿与管道业; 脱盐、高压 RO 设备及海底管道 一般用于制作反应器、热交换器、分离器、导气管、液化气罐、锅炉气包及液化石油气瓶等 用于石油化工、核电、汽轮机缸体、火电等高压、与氢或氢混合介质准确的大型设备。船体结构、船舱内部结构和船舶舾装件等方面 高压、超高压、亚临界电站锅炉主蒸汽管道 蒸汽参数为 510°C 的高中压管道、导汽管, 管壁温度为 550°C 的热器管等 亚临界、超临界锅炉高温过热器、再热器用钢管 冷锻模、精冲模、粉末压制模
		1Cr18Ni12Mo2Ti6	1.80-2.50	16.00-19.00	11.00-14.00	
		0Cr18Ni12Mo2Ti	1.80-2.50	16.00-19.00	11.00-14.00	
	316L 不锈钢	00Cr17Ni14Mo2	2.00-3.00	16.00-18.00	12.00-15.00	
	316N 不锈钢	0Cr17Ni12Mo2N	2.00-3.00	16.00-18.00	10.00-14.00	
	316N 不锈钢	00Cr17Ni13MoCu2	2.00-3.00	16.00-18.50	10.50-14.50	
	316J1 不锈钢	0Cr18Ni12Mo2Cu2	1.20-2.75	17.00-19.00	10.00-14.50	
	316J1L 不锈钢	00Cr18Ni14Mo2Cu2	1.20-2.75	17.00-19.00	11.00-15.00	
	317 不锈钢	0Cr19Ni13Mo3	3.00-4.00	18.00-20.00	11.00-15.00	
	317L 不锈钢	00Cr19Ni13Mo3	3.00-4.00	18.00-20.00	11.00-15.01	
中厚板	锅炉容器板	1Cr18Ni12Mo3Ti6	2.50-3.50	16.00-19.00	11.00-14.00	
		0Cr18Ni12Mo3Ti	2.50-3.50	16.00-19.00	11.00-14.00	
		0Cr18Ni16Mo5	4.00-6.00	16.00-19.00	15.00-17.00	
中厚板	中高温压力容器钢板	Q345R	≤0.08	≤0.30	≤0.30	
		14Cr1MoR	0.45-0.65	1.15-1.50	≤0.30	
		EH40	≤0.08	≤0.20	≤0.40	
无缝钢管	低合金管	12Cr1MoVG	0.25-0.35	0.90-1.20		
		15CrMoG	0.40-0.55	0.70-1.10		
		10Cr9Mo1VNb	0.90-1.10	2.00-2.50		
高速钢	钼系高速钢	M-2	4.50-5.50	3.80-4.40	≤0.30	



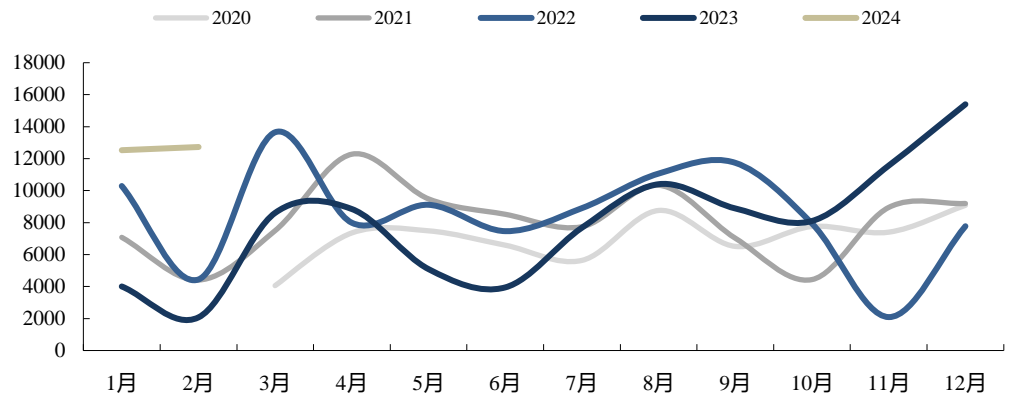


					等，剪切机模，添加玻纤之塑料模等。
	M-7	8.20-9.20	3.50-4.00	≤0.25	广泛用于机加工操作中的切削刀具切削钻头和冷成型工具
	M-42	9.00-10.00	3.50-4.50		适用于制造各种强力切割用耐磨、耐冲击工具
<b>齿轮钢</b>	<b>20CrNi2Mo</b>	<b>0.20~0.30</b>	<b>0.35~0.65</b>	<b>1.60~2.0</b>	汽车、风电、机械设备、轨交

来源：钼和含钼材料的世界，装配图网，国金证券研究所整理

由于以上钢种需求所集中的油气、化工和火电领域需求较为旺盛，钢厂对钼铁招标需求亦较高。根据铁合金在线，截至 2024 年 2 月，我国样本钢企钼铁招标量为 2.53 万吨，同比增 316.6%；全年角度来看，21-23 年全年钢招量均在 10 万吨上下，处于较高水平。

图表 13: 钢招景气持续 (单位: 吨)



来源：铁合金在线，国金证券研究所

我们根据每个钢种产量和含钼量，简单测算钢种需求占比：2023 年 316 不锈钢、双相不锈钢和中厚板、齿轮钢、无缝钢管以及模具钢和高速钢产量分别为 119/44/7268/455/693/35 和 12 万吨；基于我们前文的整理，我们假设 316、双相不锈钢、中厚板、齿轮钢、无缝钢管、模具钢和高速钢的平均含钼量为 2%/3%/0.05%/0.15%/0.20%/0.50%和 5%。由此测算可得，中厚板、316 和双相不锈钢对钼金属的需求占比较高，分别为 36%、23%和 13%。

图表 14: 各品种中厚板占比最高 (单位: 万吨)

	2021	2022	2023	2023 年结构占比
钢铁行业钼需求合计	9.1	9.4	10.2	
其中：中厚板（含特厚板）	3.3	3.5	3.6	36%
316 不锈钢	2.5	2.4	2.4	23%
双相不锈钢	0.7	0.7	1.3	13%
无缝钢管	1.2	1.2	1.4	14%
齿轮钢	0.6	0.7	0.7	7%
高速钢	0.6	0.6	0.6	6%
模具钢	0.2	0.2	0.2	2%

来源：wind，钼和含钼材料的世界，装配图网，国金证券研究所测算

## 2.2 终端需求：能化与造船共振，钢结构景气延续

根据前文的测算，消费占比较高的含钼钢种为：中厚板（低合金）、316 及双相不锈钢以及无缝钢管。316 及双相不锈钢、无缝钢管主要下游为石油天然气、化工、火电等领域，低合金中厚板主要应用领域除了能化工程以外，还广泛应用于造船和建筑钢结构。钼元素的添加使得钢材在耐腐蚀和强度上均有不错的提升，因此广泛应用于以上领域。

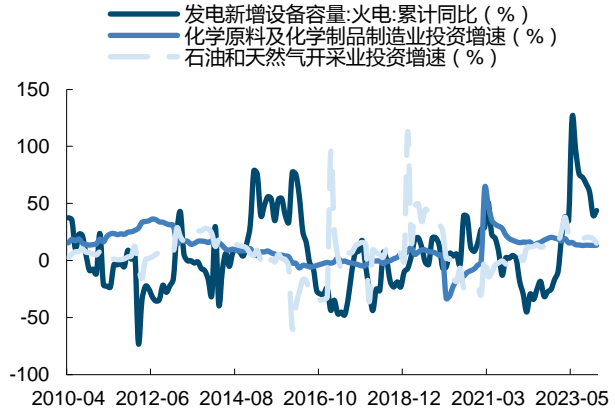
全球经济复苏的步伐加快，各国工业生产活动逐步恢复，对石油的需求也随之增加。地缘政治风险的不断升级，使得石油供应面临不确定性，进一步推高了油价；历经 2023 年 10 月的下跌之后，油价于近期重回 80 美金/桶的水平。自 2020 年 4 月开始油价逐步上



涨，随之油气投资增速亦逐步转正并维持在较高水平；由于国内用能需求增长，我国火电新增容量亦处于较高增长水平。此外化学品类投资亦逐步增长。截至 2023 年 12 月，我国石油天然气固定资产投资、化学原料及制品制造投资和火电新增设备容量累计同比增速分别为 15.2%、14%和 43.8%。

图表15: 油价重回 80 美元/桶

图表16: 油气、化工投资以及火电装机需求良好



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

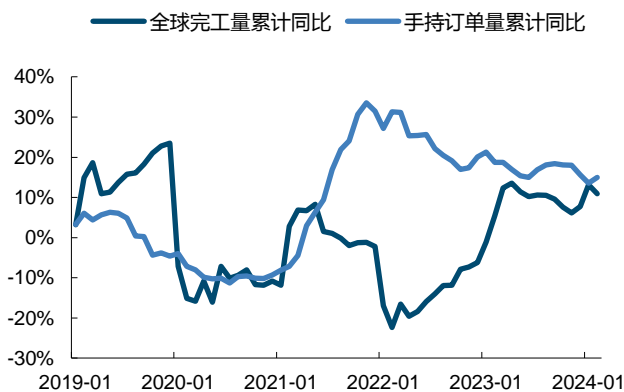
2020 年后，中国船舶新增订单变化受卫生事件影响明显：因 2020 年新订单积压，市场情绪波动导致运价上涨，打断了造船行业的下行周期性变化，导致 2021 新订单出现爆发式放量。

2022 年，卫生事件影响减弱，运价大跌。造船行业再度迎来下行周期，新订单出现萎缩，2022 年中国造船新订单同比下滑 14%，市场一度蔓延悲观情绪。但 2023 年，地缘冲突因素导致航程延长吸收运力，叠加 2021 年新订单爆发的高基数，2023 年同比增速虽有所回落，但订单绝对量仍处于高位，保持景气。

截至 2024 年 2 月，全球造船完工量和手持订单量同比增速分别为 11%、15%；新承接订单量同比增速高达 136%。根据全球手持订单量和新承接订单量增速，我们预期中长期来看，全球造船需求将景气上行。

图表17: 全球造船完工量和手持订单量同比增速为正

图表18: 全球新承接造船订单量同比增速向上



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

由于含钼钢材耐腐蚀耐高温，油气领域和造船领域需求占比较大；由于油气领域投资和油价景气度关联度较高，我们认为在油价维持高位的大背景下，油气投资和造船需求旺盛将显著利好钼需求。

根据华经产业研究院，钢结构以厂房仓储、办公商业、文体教育医疗设施为主要场景，其中多高层建筑、展览中心、厂房的占比分别为 33%、26%和 20%。在我国钢结构住宅占比仍较低，与发达国家相比相差甚远。根据中国钢结构协会发布的《钢结构行业“十四五”规划及 2035 年远景目标》，到 2025 年，全国钢结构用量达 1.4 亿吨，占全国粗钢产量比重达 15%以上。根据中国钢结构协会数据，2022 年我国钢结构产量 10180 万吨，同比增长 4.95%，占粗钢产量比重 10.05%，较发达国家平均 30%的比重仍有较大差距。

基于以上终端行业梳理，我们对钼的终端需求进行拆分和测算：



1) 造船行业：由于船体采用钢材主要为中厚板，我们由全球造船完工量总载重吨来倒算船舶行业钢材需求。根据轧钢之家，造一艘 1.2 万载重吨的货轮需要钢材 0.36 万吨，6.6 万载重吨散货轮需钢材 1.1 万吨，我们测算货船钢材耗量/载重吨范围为 17%-30%，我们取中下值 22%。建造一艘 10 万载重吨油轮需要钢材 1.6 万吨，20 万载重吨油轮需 2.4 万吨吨钢材，我们测算油船钢材耗量/载重吨范围 12%-16%，我们取中下值 13%。化学品和其他种类船只我们分别采取 13%、20%为钢材耗量/载重吨的数值。2023 年全球造船完工量为 8727 万载重吨，其中散货船、油船、化学品船和其他种类船只产量为 3509/1284/263/3671 万吨；根据应用场景要求，化学品船对于钢材的耐腐蚀性会有更高要求，因此我们假设散货船、油船和化学品船和其他品类船的钢材平均含钼量分别为 0.08%、0.08%、1.5%和 0.08%。我们测算得出 2023 年散货船、油船和化学品船和其他品类船钼金属消费量为 0.6/0.1/0.6 和 0.6 万吨，合计 1.9 万吨。

根据 Clarkson 预测，2024-2025 年全球造船量（补偿总吨位）将连续处于 4000 万吨水平，较 2023 年的 3500 万吨增幅为 14.3%；根据 CANSI 预测，2024 年全球造船完工量将达到 1 亿载重吨，较 2023 年增幅为 14.6%。根据 The Business Research Company 预测，直至 2028 年全球造船市场年化增速为 6%。由此我们审慎假设 2024-2026 年全球造船完工量增速分别为 10%/8%/7%，对应钼金属需求量为 2.1/2.2/2.4 万。

2) 风电领域：根据钼和含钼材料的世界，每兆瓦风机的钼需求量为 0.1-0.12 吨，我们此处选取中值为 0.11 吨/mw 作为风电领域的钼需求单耗；根据 GWEC 预测，2024-2026 年全球风电新增装机为 125/135/150GW，对应钼需求量为 1.4/1.5/1.7 万吨。

3) 能源与化工领域（包含火电、油气和化工行业）：由于该领域为含钼钢材为 316 系不锈钢、无缝钢管和锅炉板的主要下游，我们此处通过钢种产量来测算该领域的钼金属需求。2023 年国内 316 不锈钢、双相钢、锅炉板和无缝钢管（无缝钢管为优特钢企业口径，其它为品种为重点样本钢企）分别为 119、34、518、713 万吨；根据我的钢铁，2023 年我国粗钢产量全球占比为 54%。我国我们假设以上品种的全球产量占比分别为 45%、45%、50%和 65%，即全球以上品种产量为 264、75、1036、1065 万吨。根据我们前文对各品种钢材含钼量的梳理，我们测算 2023 年全球能化领域钼消费量为 11.2 万吨，316、无缝钢管、双相不锈钢和锅炉板对应的钼需求分别为 5.3/2.1/2.3/1.6 万吨。由于能化投资有望持续景气，将显著拉动以上钢种的需求，我们预测 2026 年能化领域钼需求量有望达到 12.8 万吨，3 年 CAGR 有望达到 4%。

4) 钢结构行业：2022 年我国钢结构产量 1 亿吨，我们假设全球占比为 55%，即当年全球钢结构产量为 1.9 亿吨；根据 Global market insight 预测，2020-2026 年全球钢结构市场 CAGR 高达 8%；我们保守假设 2024-2026 年 CAGR 为 4%，2026 年全球钢结构产量为 2.19 亿吨，假设钢结构含钼量为 0.05%，则 2026 年全球钢结构含钼量有望达到 10.9 万吨。

5) 制造业：我们主要考虑应用于刀具的高速钢对钼的需求量；根据共研网 2022 年我国高速钢产量为 12 万吨，我们假设全球占比为 60%，含钼量为 5%，测算当年全球高速钢领域需求为 1 万吨。近期国家发布大规模设备更新方案，刀具需求亦有望回升，因此我们假设 2026 年全球高速钢领域钼金属需求量有望达到 1.3 万吨，3 年 CAGR 高达 8%。

图表19：2023-2026 年全球钼需求量 CAGR 有望达到 5%（单位：万吨）

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
全球需求合计	25.5	25.4	24.7	27.8	28.4	30.2	31.6	33.1	34.5
YOY		-1%	-3%	12%	2%	6%	5%	5%	4%
造船领域	2.2	2.7	2.4	2.3	2.1	1.9	2.1	2.2	2.4
yoy		25%	-10%	-4%	-9%	-9%	7%	8%	8%
风电领域	0.6	0.7	1.0	1.0	0.9	1.3	1.4	1.5	1.7
yoy		20%	57%	-2%	-17%	48%	9%	8%	12%
能化领域合计	9.6	9.6	9.6	10.5	10.3	11.2	11.7	12.3	12.8
yoy		1%	-1%	10%	-2%	9%	5%	4%	4%
其中：316 不锈钢	5.5	5.4	5.3	5.6	5.3	5.3	5.5	5.8	6.1
yoy		-1%	-2%	4%	-5%	0%	5%	5%	5%
无缝钢管	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2	2.2	2.3
yoy		1%	4%	4%	7%	11%	1%	3%	3%
双相不锈钢	1.1	1.2	1.3	1.6	1.7	2.3	2.4	2.6	2.7
yoy		13%	6%	28%	7%	30%	8%	5%	5%
锅炉板	1.4	1.4	1.3	1.5	1.4	1.6	1.6	1.6	1.7



	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
yoy		-2%	-7%	21%	-9%	12%	3%	3%	3%
制造业（高速钢）	1.2	1.2	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
yoy		5%	-24%	8%	1%	6%	8%	8%	8%
建筑工程-钢结构	6.6	6.7	7.3	8.0	9.3	9.7	10.1	10.5	10.9
yoy		1%	9%	10%	16%	5%	4%	4%	4%
其他	5.5	4.5	3.5	4.9	4.8	5.0	5.2	5.4	5.4

来源：Clarkson, mysteel, GWEC, 共研网, CANSI, The Business Research Company, 钼和含钼材料的世界, Global market insight, 国金证券研究所测算

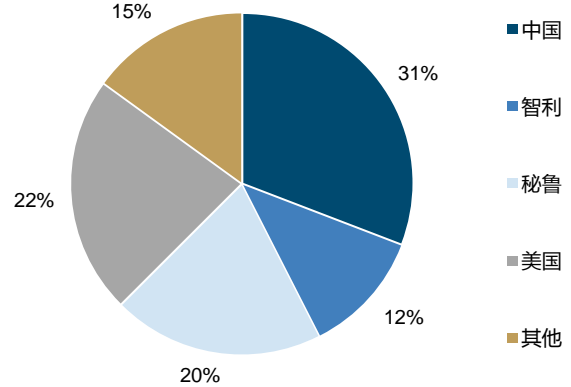
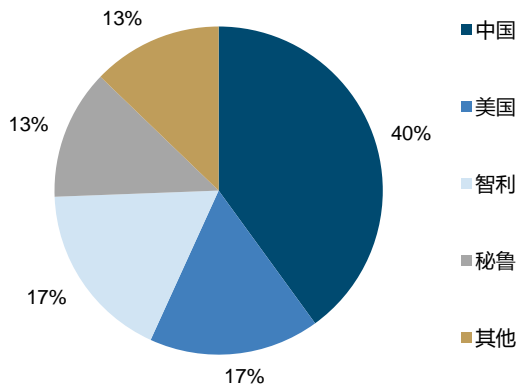
综上所述我们测算可得，2026 年全球钼金属需求量有望达到 34.5 万吨，3 年 CAGR 为 5%；其中能源化工、钢结构和造船领域需求占比分别为 37%、32%、7%。能源化工、钢结构和造船为钼的主要消费下游。

### 三、供给展望：海外增长缓慢，国内增量集中释放于 2026 年及以后

从产量和储量来看，我国为当之无愧的资源大国。根据 USGS 数据，2022 年我国钼产量和储量分别为 10 万吨和 370 万吨，全球占比分别为 40%和 31%；此外智利和秘鲁产量和储量亦较高，产量占比为 17%/13%、储量占比为 12%和 20%。

图表20：我国钼产量全球占比为 40%（2022 年）

图表21：我国钼储量全球占比为 31%（2022 年）



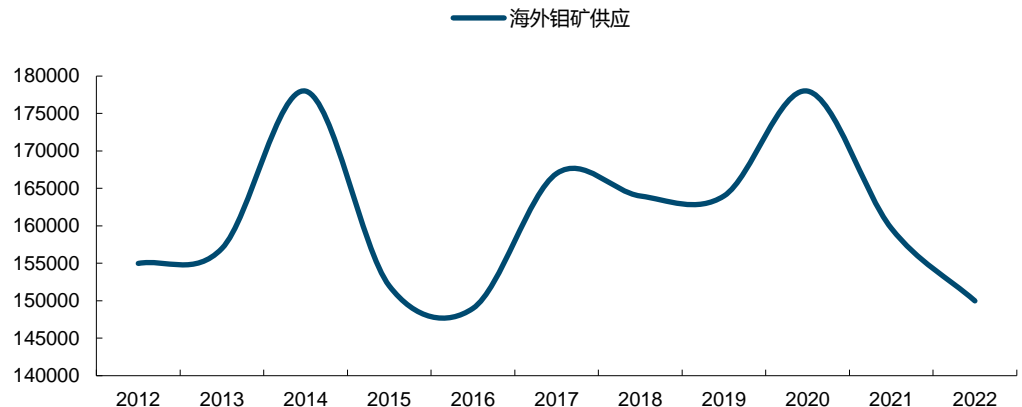
来源：USGS, 国金证券研究所

来源：USGS, 国金证券研究所

#### 3.1 海外主流矿企历经减产，未来增长缓慢

不难发现，智利和秘鲁亦为传统的产铜大国；由于钼和铜矿多相伴生。2020 以来在海外铜矿罢工叠加品位下滑等原因，钼矿产量自 2020 年开始显著下滑，2022 年海外钼矿产量为 15 万金属吨，较 2020 年下滑 16%，跌至 2016 年的水平。

图表22：2020 年开始海外钼矿供应出现下滑（单位：吨）



来源：wind, 国金证券研究所



我们选取海外主流大矿：麦克墨兰自由港、南方铜业和安托法加斯塔的历年产量进行分析，由于自由港和泰克资源均出现不同幅度产量下降，2023 年产量分别较 2019 年下滑 0.36 万吨和 0.24 万吨；以上主流大矿 2023 年产量较 2019 年下降 0.67 万吨，下滑幅度为 8%。其中南方铜业和安托法加斯塔在 2022 年产量分别下降 0.4 万吨和 0.1 万吨，当年主流大矿企业产量下滑 6%。

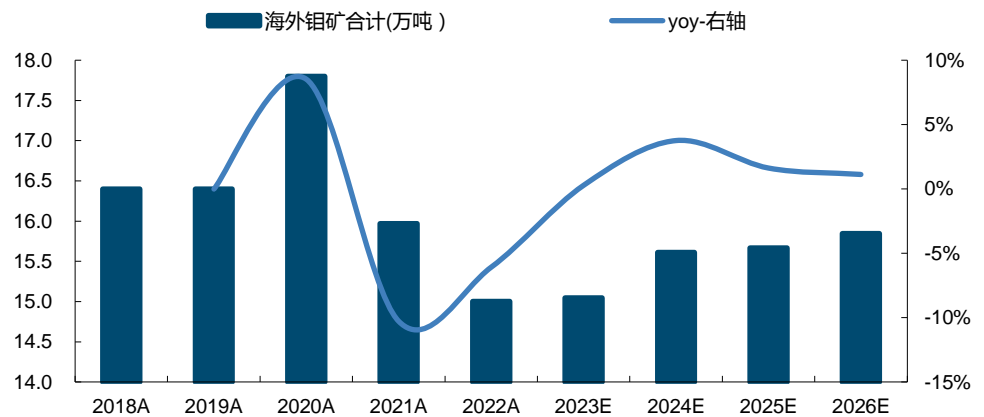
图表23：海外主流矿企钼矿产量出现下滑(单位：万吨)

	2019	2020	2021	2022	2023
自由港	4.08	3.45	3.86	3.86	3.72
南方铜业	2.69	3.02	3.03	2.62	2.68
安托法加斯塔	1.16	1.26	1.05	0.97	1.10
泰克资源	0.38	0.23	0.10	0.11	0.14
合计	8.31	7.96	8.03	7.56	7.64
YOY		-4%	1%	-6%	1%

来源：自由港、南方铜业、安托法加斯塔和泰克资源 2019-2023 年报，国金证券研究所

目前海外的主要增量项目为 Quebrada Blanca 铜矿二期项目：该项目已于 2023 年投产，根据泰克资源 2023 年报，该项目当年已经产铜 6.3 万吨，钼尚未生产；泰克资源预期在 2027 年该项目钼矿产量提升至 0.7-0.8 万金属吨。我们预计 2026 年海外钼矿产量为 15.8 万金属吨，3 年 CAGR 仅为 2%。

图表24：预计海外矿产量增长缓慢



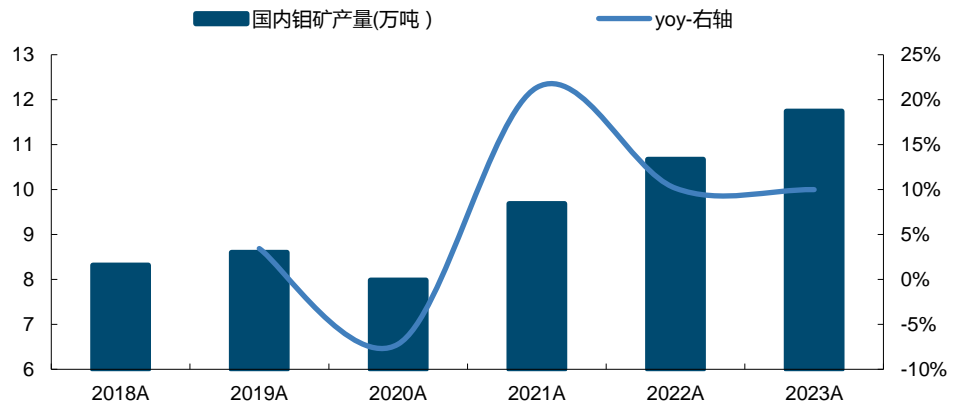
来源：USGS，国金证券研究所测算

### 3.2 国内项目较多，2026 年及以后为集中释放期

根据铁合金在线数据，2023 年我国钼矿产量为 11.74 万金属吨，4 年 CAGR 为 8%；由于 2020 年伊春鹿鸣钼矿发生尾矿库泄露事故，导致当年钼产量仅为 0.8 万吨，同比下滑 49%，当年全国钼矿产量为 7.98 万吨，同比下滑 7%。



图表25: 2020 年我国钼矿产量出现下滑, 随后逐步回升



来源: 铁合金在线, 国金证券研究所

目前国内较大在产矿山分别为: 金钼股份所控制的金堆城钼矿、汝阳东沟钼矿, 中国中铁所属的鹿鸣矿业、和洛阳钼业所控制的上房沟、三道庄钼矿; 截至 2023 年, 我们测算以上国内主流钼矿产量为 5.7 万金属吨, 2021-2023 年增量项目主要为季德钼矿, 2023 年该矿矿石量超过 600 万吨, 考虑新矿品位不稳定等问题, 我们测算当年钼金属产量为 0.29 万吨。

图表26: 2020 年鹿鸣钼矿产量出现显著下滑 (单位: 万金属吨)

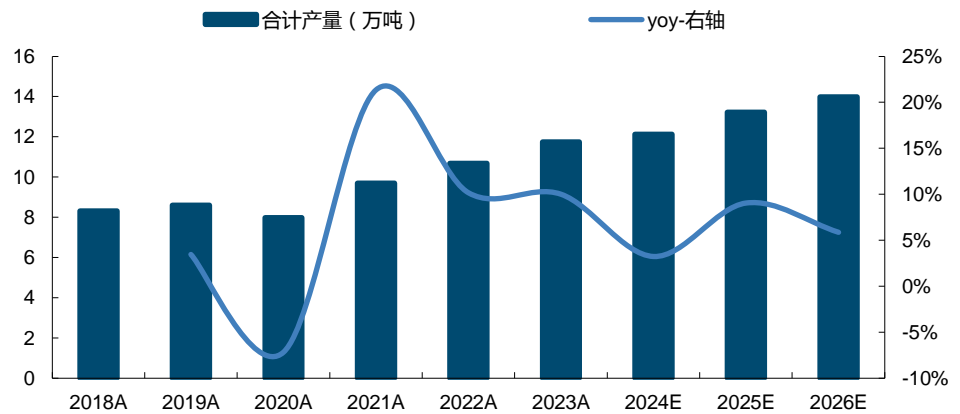
矿山	所属公司	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
金堆城	金钼股份	2.26	2.23	2.12	2.17	2.29
汝阳东沟						
季德钼矿	大黑山钼业	0.00	0.00	0.00	0.07	0.29
鹿鸣钼矿	中国中铁	1.69	0.80	1.50	1.50	1.52
上房沟	洛阳钼业	1.49	1.38	1.64	1.51	1.56
三道庄						
	合计	5.44	4.41	5.26	5.25	5.66
	yoy		-19%	19%	0%	8%

来源: 中国中铁、洛阳钼业 2019-2023 年报、金钼股份 2019-2021 年报、全国矿权查询系统, 国金证券研究所测算

国内钼矿主要增量项目为紫金矿业所属的巨龙铜矿二期、三期扩产项目和金寨沙坪沟钼矿以及大黑山钼业扩产项目。其中: 随着巨龙铜矿二期扩产, 紫金矿业预期 2025 年钼产量提升到 1.6 万金属吨; 沙坪沟钼矿于 2022 年被紫金矿业收购, 达产产量为 2.7 万金属吨, 建设期为 4.5 年。大黑山钼业 3.2 万吨/日选矿工程改扩建项目于 2024 年 3 月开工奠基。我们测算 2026 年国内钼矿产量为 14.4 万金属吨, 3 年 CAGR 为 7%, 主要贡献增量项目为巨龙铜矿二期; 考虑沙坪沟钼矿和大黑山改扩建项目的建设周期, 我们预计集中释放期在 2026 年以后。



图表27: 国内钼矿(金属吨口径)产量2023-2026年CAGR为7%

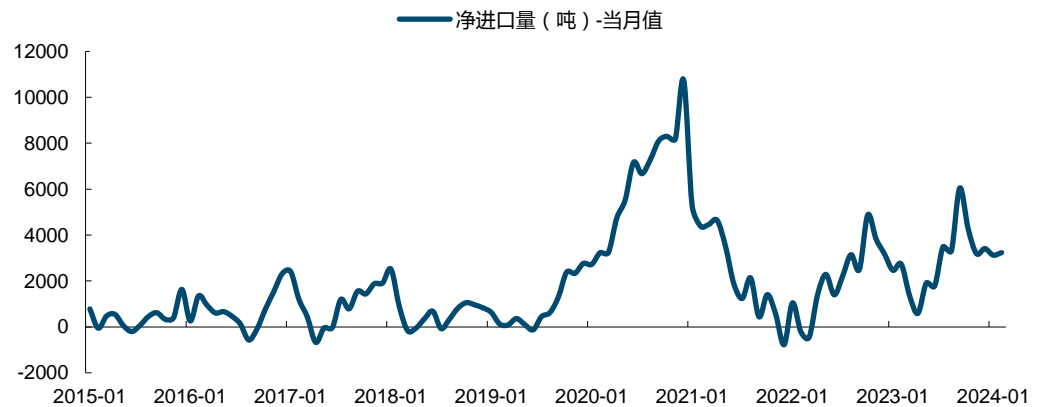


来源: 铁合金在线, 国金证券研究所测算

### 3.3 我国钼品维持净进口状态

由于我国钼需求全球占比较高, 国内矿山供应尚存缺口; 因此我国钼品(包含钼精矿、钼酸铵和钼铁等所有钼产品)处于净进口状态。由于2020年国内钼矿产量出现下滑, 因而进口量显著增长。截至2024年2月, 我国累计进口钼品0.6万吨, 同比+22%。

图表28: 我国钼品多处于净进口状态



来源: wind, 国金证券研究所

## 四、供需持续偏紧, 钼价中枢上行可期

我们测算2024-2026年全球钼供应为27.9/29.3/30.3万金属吨, 3年CAGR为4%; 我们此前测算2024-2026年需求CAGR为5%, 需求强于供给, 钼全球供应缺口有望持续扩大。

图表29: 全球钼供应缺口有望持续扩大(单位: 万吨)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
钼供给	25.0	25.8	25.7	25.7	26.8	27.9	29.3	30.3
YOY	1%	3%	0%	0%	4%	4%	5%	3%
其中: 中国	8.6	8.0	9.7	10.7	11.7	12.3	13.6	14.4
yoy	3%	-7%	21%	10%	10%	5%	11%	6%
海外	16.4	17.8	16.0	15.0	15.0	15.6	15.7	15.8
yoy	0%	9%	-10%	-6%	0%	4%	0%	1%
钼需求	25.4	24.7	27.8	28.4	30.2	31.6	33.1	34.5
YOY	-1%	-3%	12%	2%	6%	5%	5%	4%



	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
造船	2.7	2.4	2.3	2.1	1.9	2.1	2.2	2.4
yoy	25%	-10%	-4%	-9%	-9%	7%	8%	8%
风电	0.7	1.0	1.0	0.9	1.3	1.4	1.5	1.7
yoy	20%	57%	-2%	-17%	48%	9%	8%	12%
火电+油气+化工	9.6	9.6	10.5	10.3	11.2	11.7	12.3	12.8
yoy	1%	-1%	10%	-2%	9%	5%	4%	4%
制造业	1.2	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
yoy	5%	-24%	8%	1%	6%	8%	8%	8%
建筑工程	6.7	7.3	8.0	9.3	9.7	10.1	10.5	10.9
yoy	1%	9%	10%	16%	5%	4%	4%	4%
其他	4.5	3.5	4.9	4.8	5.0	5.2	5.4	5.4
供需平衡(-紧缺/+过剩)	-0.4	1.0	-2.1	-2.7	-3.4	-3.7	-3.8	-4.2
平衡偏向(-紧缺加剧/+过剩加剧)		1.4	-3.2	-0.6	-0.7	-0.3	-0.1	-0.4

来源：铁合金在线，USGS，IMOA，wind，国金证券研究所测算

根据上文分析，自 2021-2022 年由于海外矿产量持续下行，导致全球供给未见增长；叠加油气投资、钢结构需求景气高增，2021 年全球供需迎来反转，钼供应出现较大缺口，因此钼价自 2021 年见底回升；此后海外供应增长乏力，全球需求稳步增长，钼价于 2023 年初见顶后有所回调，但仍处于历史中高水平震荡。我们认为，在供需缺口持续扩大的情况下，钼价中枢有望逐步上行。

图表30：2021 年开始钼价中枢逐步上行



来源：wind，国金证券研究所

## 五、控股矿山资源优厚，参股矿山增厚利润

2007 年金钼股份收购金钼集团金堆城钼矿，采矿权有效期至 2030 年 1 月。2008 年公司取得汝阳东沟钼矿 5.69 平方千米的采矿权，有效期至 2038 年 12 月。2013 年金钼股份受让金沙钼业 10% 股权，间接参股了金寨沙坪沟钼矿（目前处于筹建阶段）。2020 年公司投资占股天池钼业 18.3%，矿山资源优势明显。

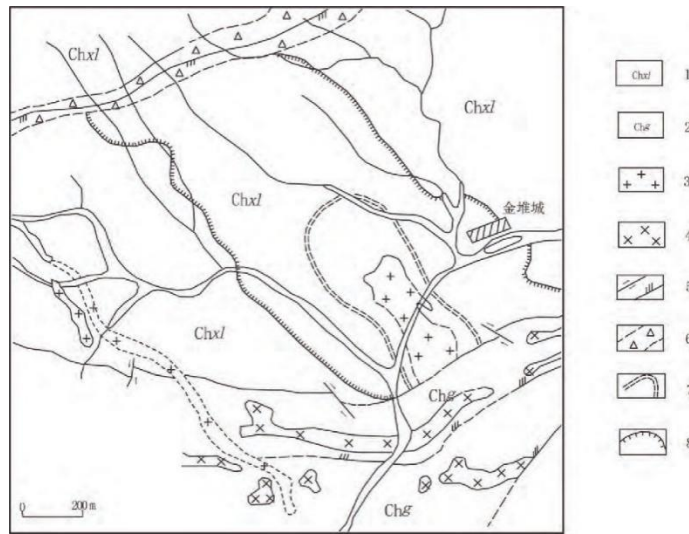
### 5.1 金堆城钼矿：世界六大原生钼矿之一，钼采掘规模亚洲第一

金堆城钼矿位于陕西省华县金堆镇，处于华北地台南缘，黑沟-栾川断裂北侧，南邻北秦岭造山带，是世界六大原生钼矿之一，钼采掘规模亚洲第一、世界第三，是首批国家级绿色矿山试点单位，全国首批矿产资源综合利用示范基地，储量丰富、品位较高、含杂低，尤其适合进行深加工，保有矿石储量 4.65 亿吨，平均品位 0.083%，按现有开采能力计算，可服务 35 年以上。选钼回收率为 87.4%，年综合回收铜金属 1765 吨，铁精矿（60%）8.5 万吨，硫精矿（35%）64.1 万吨。





图表31：华县金堆城矿区地质略图



来源：《陕西金堆城钼矿地质—地球化学找矿模式》，国金证券研究所

2015年，金钼汝阳新建2万吨/天选矿厂碎磨采用“粗碎+半自磨+球磨+顽石破碎”工艺流程代替传统的“3段闭路破碎+球磨”工艺流程，实现了我国钼选厂碎磨工艺的重大突破。

2022年6月，金堆城钼矿选矿升级改造项目通过初步设计审查。金堆城钼矿选矿升级改造项目位于渭南市华州区金堆镇境内，通过淘汰原百花岭选矿厂22000t/d生产线及卅亩地选矿厂8000t/d生产线，新建30000t/d葵花园选矿厂，同原百花岭选矿厂10000t/d生产线，形成选矿规模40000t/d。该项目采用SABC碎磨工艺，“阶段磨矿、选别、铜钼混浮、粗尾选硫、硫尾选铁、精尾选铜”浮选等工艺，可实现两种不同品级钼精矿的生产和多元素的回收，实现了资源的综合利用。

金堆城钼矿作为公司主力矿山，多数年份矿石产量在1350万左右；我们测算钼精矿产量维持在1.1-1.2万金属吨。

图表32：金堆城钼矿产量维持在1.1-1.2万金属吨水平

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
矿石量(万吨/年)	1372	1350	1344	1271	1355	1355
品位(%)	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
测算产量(万金属吨)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
持股比例(%)	100	100	100	100	100	100
权益产量(万金属吨)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

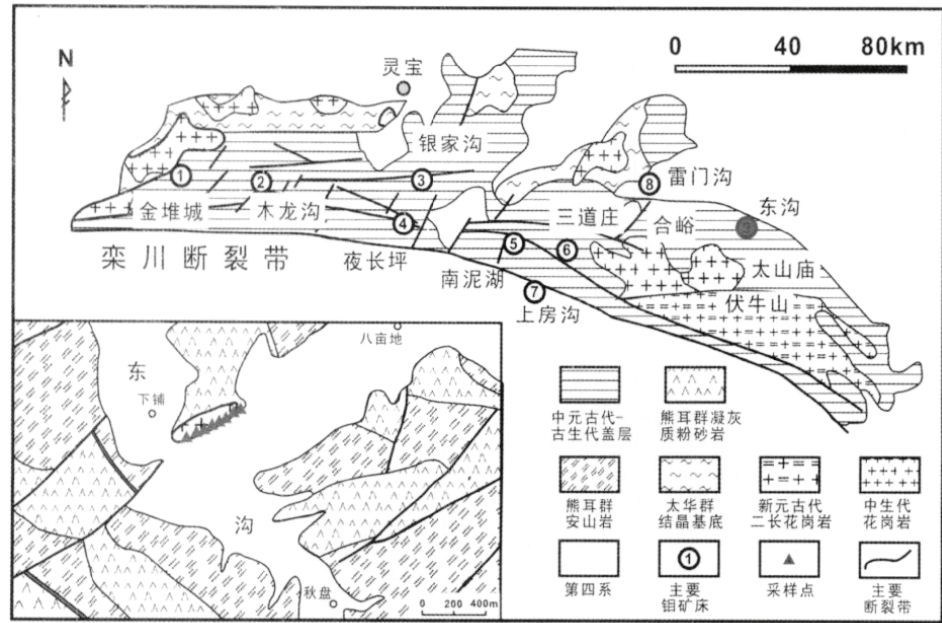
来源：金钼股份2018-2021年报，自然资源部官网，国金证券研究所测算

## 5.2 汝阳东沟钼矿：品位高，服务年限长

金堆城钼业汝阳有限责任公司汝阳东沟钼矿（以下简称“汝阳东沟钼矿”）位于河南省洛阳市汝阳县付店镇，于2017年入库国家级绿色矿山名录。汝阳东沟钼矿总矿石量4.71亿吨，平均品位0.12%，服务年限57年，矿区绿化覆盖率为100%、矿区土地复垦率90%、矿产资源开采回采率96.07%、选矿回收率87.94%、资源综合利用率70.58%、废水利用率100%。



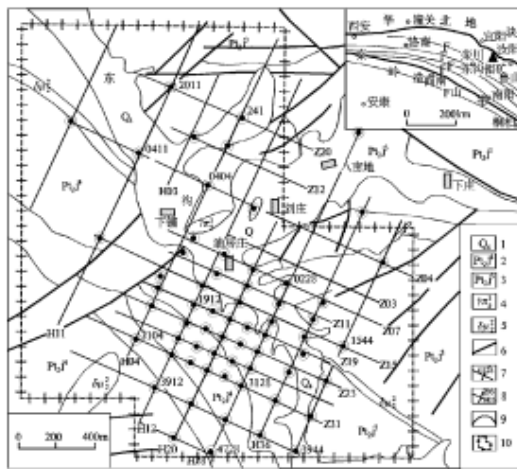
图表33: 东沟钼矿地质与钼矿分布简图



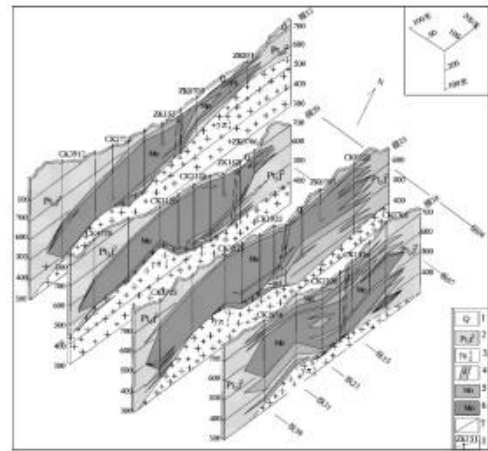
来源:《河南东沟钼矿花岗岩成因:岩石地球化学、锆石 U-Pb 年代学及 Sr-Nd-Hf 同位素制约》, 国金证券研究所

东沟钼矿区位于华北地台南缘隆起区与台缘拗陷区之间的过渡地带, 属中国东部钼成矿域, 在东秦岭—大别山钼成矿带的中段北侧。东秦岭—大别山钼成矿带是我国最重要的钼成矿带。根据已有勘查结果, 东沟钼矿床品位厚度稳定, 矿体呈厚大似层状沿下铺花岗岩体呈舒缓波状展布, 具有较好的找矿前景。

图表34: 东沟钼矿区地质及工程分布简图



图表35: 东沟钼矿区联合剖面示意图



来源:《河南省汝阳县东沟钼矿床外围找矿远景分析》, 国金证券研究所

来源:《河南省汝阳县东沟钼矿床外围找矿远景分析》, 国金证券研究所

2023年12月, 汝阳东沟钼矿采选项目顺利通过综合验收, 建设主要内容包括露天矿山基建剥离、20000t/d 选矿厂、泉水沟尾矿库、北沟尾矿库等单项工程。其中碎磨工艺采用了“半自磨+球磨+顽石破碎”SABC 工艺, 各项技术指标达到了国内外钼行业先进水平。

根据公司年报和自然资源部矿权查询系统, 我们测算该矿山钼精矿产量已达到 1 万金属吨, 考虑 65%权益, 测算权益产量已接近 0.7 万吨。随着 2021-2023 年钼价触底回升, 汝阳东沟钼业贡献利润显著增长, 2023 年净利润实现 11.3 亿元。

图表36: 2021 年开始汝阳东沟钼矿实现量利双升

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
矿石量 (万吨/年)	711	822.66	803.96	785.19	856.14	958.1
品位 (%)	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
理论产量 (吨/年)	0.87	1.00	0.98	0.96	1.04	1.17
收入 (亿元)	12.12	12.95	12.76	14.37	22.16	26.48
净利润 (亿元)	2.18	2.26	1.94	2.95	7.47	11.3



	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
持股比例 (%)	65	65	65	65	65	65

来源：金钼股份 2018-2021 年报，自然资源部官网，国金证券研究所整理测算

### 5.3 季德钼矿：吉林省内规模最大的矿山，南区探转采积极推进

吉林天池钼业有限公司季德钼矿（以下简称“季德钼矿”）位于吉林省舒兰市小城镇季德屯。季德钼矿拥有矿石量 22456.92 万吨，钼金属量 253931 吨，钼平均品位 0.113%，其中北区生产规模为日处理钼矿石 25000 吨，是吉林省内规模最大的矿山，服务年限 23 年，南区正在办理探转采手续。

2020 年日处理 25000 吨钼采选项目开工，设计钼精矿品位 47.00%，达产后可年产钼精矿 17000 吨（精矿品位 47.00%），可流通钼精矿全国第二。项目建成后，可实现年产值 14.5 亿元，将成为舒兰市乃至吉林省的钼生产基地。根据自然资源部矿权查询系统，2023 年季德钼矿矿石产量达到 634 万吨，考虑新矿投放初期品位不稳定和回收率较低等因素，我们测算 2023 年实际生产钼金属为 0.29 万吨；得益于 2023 年钼价高位运行，天池钼业实现扭亏为盈，2023 年净利润为 1.22 亿元。

**图表37：季德钼矿处于爬产阶段**

	2022A	2023A
矿石量 (万吨/年)	208	634
品位 (%)	0.113%	0.113%
假设回收率	30%	40%
理论产量 (万吨)	0.07	0.29
收入 (亿元)	0.013	10.48
净利润 (亿元)	-0.17	1.22
持股比例 (%)	18.3	18.3

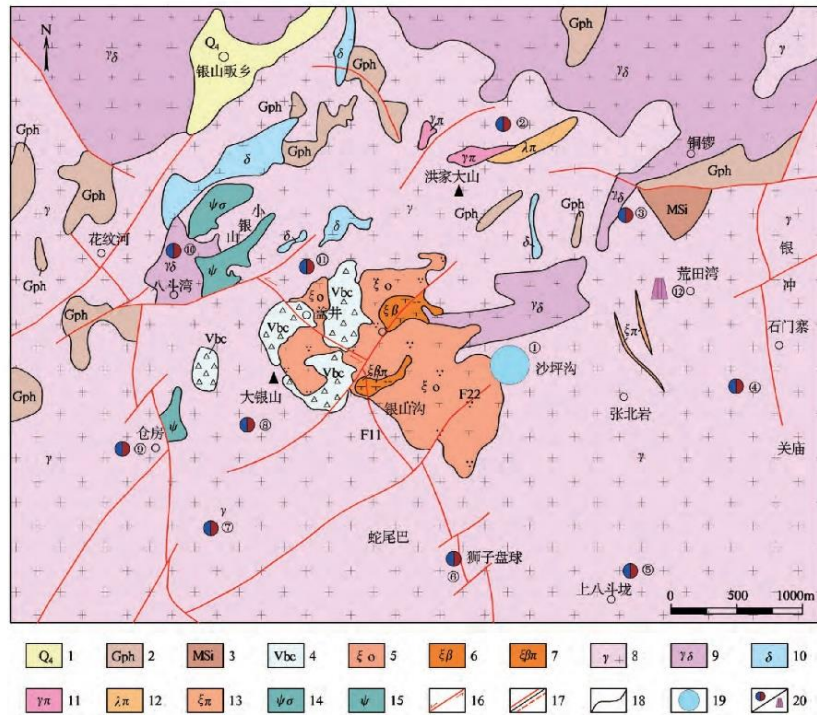
来源：金钼股份 2022-2023 年报，国金证券研究所

### 5.4 沙坪沟钼矿：世界第一大单体钼矿床，静待释放

公司参股（持股 10%）的安徽金寨县沙坪沟钼矿（以下简称“金寨沙坪沟钼矿”）为世界第一大单体钼矿床，位于安徽省金寨县关庙乡，矿床类型为斑岩型，金属矿物主要有黄铁矿、辉钼矿，微量方铅矿、闪锌矿、黄铜矿、辉铜矿、铜蓝、磁黄铁矿、辉铋矿等，通过沙坪沟整装勘查项目的实施，在沙坪沟钼矿床外围，相继发现了银冲、石门寨、冬瓜山等多处构造蚀变岩型银铅锌矿，矿体呈脉状或透镜状，沿走向、倾向延伸大，品位高，找矿前景十分广阔。



图表38: 安徽金寨县沙坪沟地区地质简图



来源:《安徽金寨县沙坪沟铜铅锌矿田两期成岩成矿作用》, 国金证券研究所

该钼矿处于筹建阶段。根据安徽省金寨县沙坪沟钼矿勘探地质报告, 探矿权内沙坪沟钼矿估算的资源量为矿石量 16.30 亿吨, 钼金属量 233.78 万吨, 平均品位 0.143%, 达超大型矿床的规模。

图表39: 沙坪沟资源量、钼品位均属上乘

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	22206.44	0.265	58.87
	控制	32906.32	0.182	59.96
	推断	56930.34	0.16	91.18
	小计	112043.1	0.187	210.02
低品位矿	探明	1618.39	0.044	0.7
	控制	7710.42	0.047	3.64
	推断	41659.99	0.047	19.42
	小计	50988.8	0.047	23.76
合计 (工业+低品位矿)		163031.9	0.143	233.78

来源:《紫金矿业集团股份有限公司关于收购安徽沙坪沟钼矿的公告》, 国金证券研究所

沙坪沟钼矿项目建设期 4.5 年, 建成达产后采选矿石生产能力为 1000 万吨/年, 年均产钼精矿含钼 2.72 万吨。考虑公司持股沙坪沟钼矿 10%, 因此完全达产后我们预计将为公司贡献超过 0.2 万吨的权益产量, 进而增厚公司收入。

根据前文梳理, 基于现有矿山开发状态, 我们预测公司并表钼产量将维持在 2.3 万金属吨的水平; 随着季德钼矿逐步爬产和沙坪沟钼矿未来投产, 我们预计 2028 年公司权益产量有望增加至 2.25 万吨, 将显著增厚公司盈利空间。

图表40: 金钼股份权益产量仍有增长空间

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
金堆城	产量 (万吨)	1.13	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12
	权益比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
汝阳东沟	产量 (万吨)	1.04	1.17	1.17	1.17	1.17	1.17	1.17
	权益比例	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%



		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
季德钼矿	产量(万吨)	0.07	0.29	0.56	0.79	0.84	0.84	0.84
	权益比例	18.30%	18.30%	18.30%	18.30%	18.30%	18.30%	18.30%
沙坪沟钼矿	产量(万吨)						0.54	2.16
	权益比例	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
产量合计(并表,万吨)		2.17	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29
权益产量(万吨)		1.82	1.94	1.98	2.02	2.03	2.09	2.25

来源:公司公告,国金证券研究所整理测算

## 六、最纯、最稀缺、弹性最大的钼资源标的

### 6.1 A股最纯、产量最大钼资源标的

我们选取金钼股份、中国中铁、洛阳钼业、紫金矿业四家经营钼矿业务的标的,其中除了金钼股份单独披露钼业务,且钼业务毛利占比近100%以外:

中国中铁:钼矿山业务属于旗下全资子公司中铁资源,该公司2023年净利润为51.89亿元,当年利润占比为15%;考虑该部分利润还包含铜、钴等业务,因此钼业务对应利润占比应小于中铁资源利润占比,即中国中铁钼业务利润占比小于15%。

洛阳钼业:2023年公司钼业务收入为71.3亿元,毛利率为40%,钼业务毛利为28.5亿元,测算毛利占比为16%。

紫金矿业:公司钼业务毛利和白银、铁、钨等一同披露,该部分毛利占比为24%,因此我们假设紫金矿业2023年钼业务利润占比小于24%。

图表41:经营钼矿业务的上市公司一览(2024年4月15日)

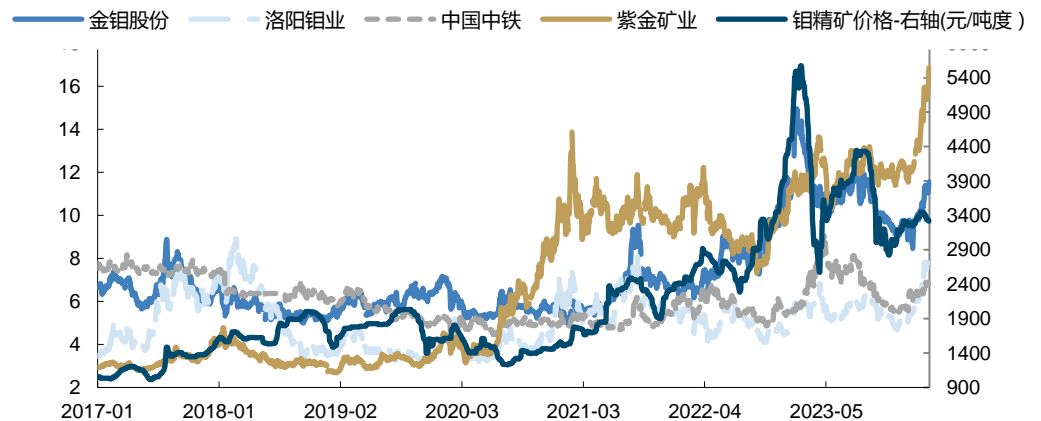
	钼业务利润占比	市值(亿元)	储量(万吨)	产量(万吨)		
				2023A	2024E	2025E
金钼股份	100%	389	60	2.3	2.3	2.3
中国中铁	<15%	1817	62	1.6	1.6	1.6
洛阳钼业	16%	1978	33	1.5	1.5	1.5
紫金矿业	<24%	4860	160	0.8	0.9	1.6

来源:中国中铁、洛阳钼业、紫金矿业、金钼股份2023年报,国金证券研究所整理

### 6.2 股价-商品价格弹性最大的标的

我们仍然选取金钼股份、中国中铁、洛阳钼业、紫金矿业四家经营钼矿的标的和钼精矿价格进行走势分析。

图表42:钼相关标的股价(元/股)走势与钼精矿价格关联度



来源:wind,国金证券研究所



我们分析可得除却大宗商品普涨的时期，在钼呈现单边上涨的时期（2022.09-2023.02）中，金钼股份股价表现较强；其余呈现铜、钼普涨时期，紫金矿业股价表现亦不错。

图43：主流钼标的的股价-商品价格联动性

区间	钼价格波动	股价涨幅			
		金钼股份	洛阳钼业	中国中铁	紫金矿业
2020.06-2021.09	90%	88%	91%	26%	122%
2021.11-2022.04	54%	24%	2%	29%	17%
2022.09-2023.02	127%	97%	19%	4%	34%
2023.04-2023.08	45%	20%	18%	-10%	22%

来源：wind，国金证券研究所

### 6.3 钼价-业绩弹性仍然可观

基于2023年公司的成本和费用水平，我们在钼价不同涨幅下对公司的归母净利润进行测算：钼精矿价格上涨幅度50%情况下、价格为5783元/吨度（根据钨钼云商，我国钼精矿最高价格为6250元/吨度），公司归母净利润将达到60亿元，增幅为92%，对应PE为7倍；即使在钼精矿和公司盈利水平处于历史较高水平的情况下，公司盈利弹性仍然可观。

图44：不同价格涨幅下公司盈利弹性（价格、成本和费用基准均为2023年）

钼价涨幅	钼价（元/吨度）	归母净利润(亿元)	利润增幅	对应PE(倍)
0%	3855	31	0%	13
5%	4048	33	7%	12
10%	4241	38	24%	10
20%	4626	44	41%	9
30%	5012	49	58%	8
50%	5783	60	92%	7

来源：wind，国金证券研究所测算

## 七、高分红延续，增厚投资价值

2023年公司拟分红12.9亿元，分红比例为42%，每股派发现金红利0.40元（含税）；考虑这次分红，公司上市以来分红15次，2008-2023年公司累计实现归母净利润120亿元，累计分红90.5亿元，累计分红比例高达75%。股息率方面，2019-2023年公司股息率分别为6.3%、4.2%、1.1%、2.8%、4.2%。

图45：公司现金分红比例维持较高水平（2017-2023年）

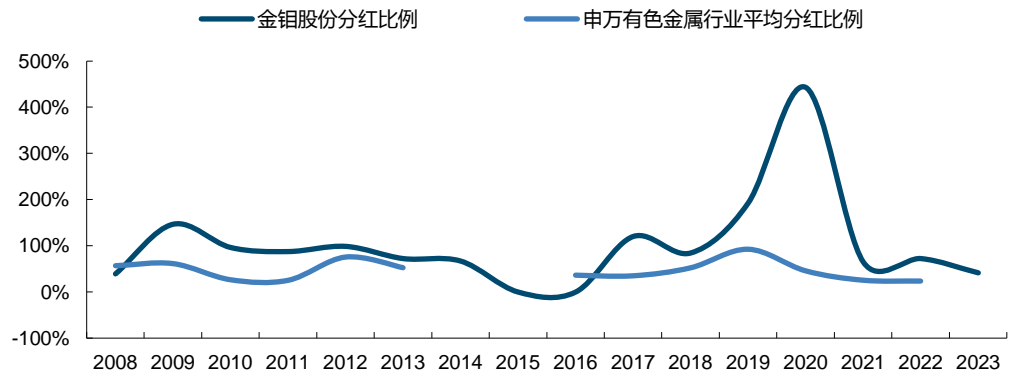


来源：wind，国金证券研究所

我们将金钼股份上市以来分红比例与申万有色金属行业平均水平进行对比，金钼股份分红比例显著高于行业平均水平；2020-2022年有色金属行业平均分红比例为46%、26%、24%；金钼股份分红比例分别为443%、65%、73%。强盈利与大比例分红共振，公司股票投资价值彰显。



图表46: 金钼股份分红比例显著高于行业平均水平



来源: wind, 国金证券研究所

## 八、盈利预测与投资建议

### 8.1 核心假设

#### (1) 价格假设

钼价假设: 由于能化、造船、风电和钢结构需求持续景气, 海外矿增长缓慢、国内矿有序释放, 钼全球供需将持续偏紧, 钼精矿价格将持续上涨; 我们预计 2024-2026 年钼精矿价格分别为 4000/4100/4200 元/吨度。因此对应中下游加工产品价格亦将逐步上涨, 我们预计 2024-2026 年钼铁不含税价格分别为 44.9/45.4/45.9 万元/吨钼、钼粉不含税价格分别为 44.2/45.4/46.5 万元/吨, 钼酸铵不含税价格分别为 23.7/24.3/24.9 万元/吨。

#### (2) 成本假设

由于人工成本、电力成本和原辅料价格逐年上涨, 我们假设 2024-2026 年钼铁成本分别为 22.0/22.5/22.8 万元/吨钼; 钼粉成本分别为 23.5/24.1/24.8 万元/吨, 钼酸铵成本分别为 9.9/10.2/10.5 万元/吨。

#### (3) 销量假设

由于公司主力矿山已成熟运营多年, 产量增量空间有限。考虑钼产业链价格持续上涨, 假设公司对应产量销量小幅上涨, 因此 2024-2026 年钼粉销量分别为 2263/2331/2401 吨, 钼酸铵销量分别为 1066/1098/1131 吨, 钼铁销量分别为 16534/17030/17540 吨。

#### (4) 其他假设

营业税金及附加/销售收入: 该比率在 2021-2023 年分别为 4.7%/5.8%/6.8%, 假设 2024-2026 年该比率分别为 6.8%、6.7%、5.7%。

销售费用率: 2021-2023 年该比率分别为 0.33%/0.32%/0.30%, 假设 2024-2026 年该比率维持 0.30%。

管理费用率: 2021-2023 年该比率分别为 4.5%/4.7%/4.1%, 我们预计 2024-2026 年该比例维持在 4.1%。

研发费用率: 2021-2023 年该比率分别为 2.42%/2.11%/2.91%, 假设 2024-2026 年该比例分别为 2.85%、2.78%、2.60%。

### 8.2 盈利预测

根据上述核心假设, 我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 120/125/134 亿元, 预计实现归母净利润分别为 33/35/37 亿元, EPS 分别为 1.01/1.08/1.14 元, 对应 PE 分别为 11.9/11.3/10.6 倍。


**图表47：营业收入及毛利预测**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入				
钨化工	1428	1474	1522	1574
钨金属	2447	2523	2604	2689
钨炉料	7076	7418	7732	8045
其他	581	600	600	1080
<b>合计</b>	<b>11531</b>	<b>12016</b>	<b>12457</b>	<b>13389</b>
营业成本				
钨化工	600	618	638	663
钨金属	1297	1340	1384	1433
钨炉料	3461	3637	3832	3999
其他	642	570	570	1026
<b>合计</b>	<b>6001</b>	<b>6165</b>	<b>6424</b>	<b>7121</b>
毛利				
钨化工	828	856	884	912
钨金属	1149	1184	1219	1256
钨炉料	3615	3781	3900	4046
其他	-61	30	30	54
<b>合计</b>	<b>5531</b>	<b>5850</b>	<b>6033</b>	<b>6267</b>
毛利率				
钨化工	58%	58%	58%	58%
钨金属	47%	47%	47%	47%
钨炉料	51%	51%	50%	50%
其他	-11%	5%	5%	5%
<b>合计毛利率</b>	<b>48%</b>	<b>49%</b>	<b>48%</b>	<b>47%</b>
营业税金及附加/销售收入	6.76%	6.80%	6.70%	5.70%
销售费用率	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
管理费用率	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%
研发费用率	2.91%	2.85%	2.78%	2.60%

来源：金钨股份 2023 年报，国金证券研究所测算

### 8.3 估值及投资建议

我们选取拥有钨业务的其他公司紫金矿业、洛阳钨业作为可比公司。参考可比公司 2024 年 19 倍 PE 估值，考虑公司历史估值在行业中水平及与可比公司成长性对比，给予公司 2024 年 17 倍 PE，目标价 17.17 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**图表48：可比公司估值（收盘价：元/股；EPS：元；PE：倍；截至 2024 年 4 月 15 日收盘）**

公司简称	股票代码	股价（元/股）	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
洛阳钨业	603993.SH	9.16	0.28	0.38	0.48	0.54	0.57	33	24	19	17	16
紫金矿业	601899.SH	18.46	0.76	0.80	1.00	1.24	1.41	24	23	18	15	13
平均								29	24	19	16	15
金钨股份	601958.SH	12.06	0.41	0.96	1.01	1.08	1.14	29	13	12	11	11

来源：wind，国金证券研究所

注：洛阳钨业、紫金矿业 EPS 为 wind 一致预期

## 九、风险提示

产品价格波动风险。公司主要业务为钨系产品，影响产品价格的因素包括全球钨矿释放进度，能化、造船和钢结构需求增长幅度，若供给超预期或者需求增长不及预期，将显





著影响公司产品价格。

安全环保管理风险。安全环保外部监管日趋严格，虽然公司安全环保形势较为稳定，但生产经营过程中，内外部条件仍存在一定的不确定性，给公司安全环保生产带来一定风险隐患。若因内外部原因导致公司主要生产矿山停产，将对公司业绩产生不利影响。

元素替代风险。钼价目前亦处于历史高位，若钢厂对于元素配方更换进度超预期，将显著拖累钼需求。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>7,974</b>	<b>9,531</b>	<b>11,531</b>	<b>12,016</b>	<b>12,457</b>	<b>13,389</b>	货币资金	1,749	3,037	3,756	5,725	8,233	10,861	
增长率	19.5%	21.0%	4.2%	3.7%	7.5%		应收款项	1,060	1,163	1,396	1,872	1,941	2,086	
<b>主营业务成本</b>	<b>-6,224</b>	<b>-6,217</b>	<b>-6,001</b>	<b>-6,165</b>	<b>-6,424</b>	<b>-7,121</b>	存货	820	504	424	507	528	585	
%销售收入	78.1%	65.2%	52.0%	51.3%	51.6%	53.2%	其他流动资产	853	1,338	2,826	2,862	2,864	2,871	
<b>毛利</b>	<b>1,750</b>	<b>3,314</b>	<b>5,531</b>	<b>5,850</b>	<b>6,033</b>	<b>6,267</b>	流动资产	4,482	6,042	8,401	10,966	13,566	16,403	
%销售收入	21.9%	34.8%	48.0%	48.7%	48.4%	46.8%	%总资产	31.0%	38.2%	45.9%	53.0%	58.2%	62.9%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-372</b>	<b>-554</b>	<b>-780</b>	<b>-817</b>	<b>-835</b>	<b>-763</b>	长期投资	1,079	1,005	1,025	1,025	1,025	1,025	
%销售收入	4.7%	5.8%	6.8%	6.8%	6.7%	5.7%	固定资产	5,478	5,140	4,943	4,761	4,569	4,347	
<b>销售费用</b>	<b>-26</b>	<b>-31</b>	<b>-35</b>	<b>-36</b>	<b>-37</b>	<b>-40</b>	%总资产	37.9%	32.5%	27.0%	23.0%	19.6%	16.7%	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	3,086	3,141	3,451	3,653	3,844	4,027	
<b>管理费用</b>	<b>-362</b>	<b>-451</b>	<b>-473</b>	<b>-493</b>	<b>-511</b>	<b>-549</b>	非流动资产	9,978	9,763	9,891	9,743	9,739	9,695	
%销售收入	4.5%	4.7%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	%总资产	69.0%	61.8%	54.1%	47.0%	41.8%	37.1%	
<b>研发费用</b>	<b>-193</b>	<b>-201</b>	<b>-336</b>	<b>-342</b>	<b>-346</b>	<b>-348</b>	<b>资产总计</b>	<b>14,460</b>	<b>15,806</b>	<b>18,292</b>	<b>20,709</b>	<b>23,305</b>	<b>26,098</b>	
%销售收入	2.4%	2.1%	2.9%	2.9%	2.8%	2.6%	短期借款	13	34	35	80	80	80	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>797</b>	<b>2,078</b>	<b>3,907</b>	<b>4,162</b>	<b>4,304</b>	<b>4,567</b>	应付款项	815	1,002	897	1,035	990	1,096	
%销售收入	10.0%	21.8%	33.9%	34.6%	34.6%	34.1%	其他流动负债	348	448	437	680	712	766	
<b>财务费用</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>23</b>	<b>20</b>	<b>32</b>	<b>46</b>	流动负债	1,176	1,484	1,370	1,795	1,782	1,942	
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-113</b>	<b>-262</b>	<b>12</b>	<b>-20</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>	其他长期负债	695	656	680	567	723	752	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	1,871	2,140	2,050	2,361	2,504	2,694	
<b>投资收益</b>	<b>-25</b>	<b>-2</b>	<b>68</b>	<b>125</b>	<b>222</b>	<b>243</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>12,042</b>	<b>13,155</b>	<b>15,315</b>	<b>16,997</b>	<b>19,000</b>	<b>21,134</b>	
%税前利润	n.a	n.a	1.6%	2.9%	4.8%	5.0%	其中：股本	3,227	3,227	3,227	3,227	3,227	3,227	
<b>营业利润</b>	<b>718</b>	<b>1,875</b>	<b>4,127</b>	<b>4,337</b>	<b>4,587</b>	<b>4,881</b>	未分配利润	1,092	1,952	3,845	5,739	7,741	9,875	
营业利润率	9.0%	19.7%	35.8%	36.1%	36.8%	36.5%	少数股东权益	547	511	927	1,350	1,800	2,270	
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>14,460</b>	<b>15,806</b>	<b>18,292</b>	<b>20,709</b>	<b>23,305</b>	<b>26,098</b>	
<b>税前利润</b>	<b>719</b>	<b>1,869</b>	<b>4,122</b>	<b>4,337</b>	<b>4,587</b>	<b>4,881</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	9.0%	19.6%	35.7%	36.1%	36.8%	36.5%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-111</b>	<b>-283</b>	<b>-614</b>	<b>-651</b>	<b>-683</b>	<b>-732</b>	每股收益	0.153	0.414	0.961	1.012	1.070	1.140	
所得税率	15.5%	15.1%	14.9%	15.0%	14.9%	15.0%	每股净资产	3.732	4.077	4.746	5.268	5.889	6.550	
<b>净利润</b>	<b>608</b>	<b>1,586</b>	<b>3,508</b>	<b>3,687</b>	<b>3,903</b>	<b>4,149</b>	每股经营现金净流	0.300	0.769	1.076	1.263	1.337	1.395	
少数股东损益	113	252	409	423	450	470	每股股利	0.100	0.300	0.400	0.425	0.449	0.479	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>495</b>	<b>1,335</b>	<b>3,099</b>	<b>3,264</b>	<b>3,453</b>	<b>3,679</b>	<b>回报率</b>							
净利率	6.2%	14.0%	26.9%	27.2%	27.7%	27.5%	净资产收益率	4.11%	10.15%	20.24%	19.20%	18.17%	17.41%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	3.42%	8.44%	16.94%	15.76%	14.82%	14.10%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	5.33%	12.84%	20.33%	19.20%	17.42%	16.43%	
<b>净利润</b>	<b>608</b>	<b>1,586</b>	<b>3,508</b>	<b>3,687</b>	<b>3,903</b>	<b>4,149</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	113	252	409	423	450	470	主营业务收入增长率	5.24%	19.53%	20.99%	4.20%	3.67%	7.48%	
<b>非现金支出</b>	<b>707</b>	<b>892</b>	<b>623</b>	<b>535</b>	<b>569</b>	<b>604</b>	EBIT增长率	160.89%	160.73%	88.08%	6.52%	3.41%	6.11%	
非经营收益	99	-47	-17	44	-69	-241	净利润增长率	171.85%	169.76%	132.19%	5.31%	5.80%	6.54%	
<b>营运资金变动</b>	<b>-445</b>	<b>49</b>	<b>-641</b>	<b>-189</b>	<b>-88</b>	<b>-11</b>	总资产增长率	1.12%	9.31%	15.73%	13.21%	12.53%	11.99%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>969</b>	<b>2,481</b>	<b>3,473</b>	<b>4,076</b>	<b>4,315</b>	<b>4,500</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-209</b>	<b>-125</b>	<b>-291</b>	<b>-631</b>	<b>-565</b>	<b>-560</b>	应收账款周转天数	13.0	7.7	3.8	18.0	18.0	18.0	
投资	-10	-582	-1,403	0	0	0	存货周转天数	39.0	38.9	28.2	30.0	30.0	30.0	
其他	-655	-8	34	125	222	243	应付账款周转天数	41.3	46.1	50.2	55.0	50.0	50.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-874</b>	<b>-716</b>	<b>-1,659</b>	<b>-506</b>	<b>-343</b>	<b>-317</b>	固定资产周转天数	217.4	172.7	137.5	127.3	117.7	104.1	
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-13.79%	-21.97%	-22.91%	-30.77%	-39.20%	-46.06%	
<b>其他</b>	<b>-843</b>	<b>-516</b>	<b>-1,075</b>	<b>-1,585</b>	<b>-1,453</b>	<b>-1,547</b>	EBIT利息保障倍数	-33.6	-67.7	-166.9	-205.8	-133.0	-99.5	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-843</b>	<b>-514</b>	<b>-1,075</b>	<b>-1,584</b>	<b>-1,453</b>	<b>-1,547</b>	资产负债率	12.94%	13.54%	11.21%	11.40%	10.75%	10.32%	
<b>现金净流量</b>	<b>-751</b>	<b>1,258</b>	<b>741</b>	<b>1,986</b>	<b>2,519</b>	<b>2,636</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	4	8	17
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.20</b>	<b>1.11</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
 3.01~4.0 = 减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 5 楼

**北京**  
电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建国内大街 26 号  
新闻大厦 8 层南侧

**深圳**  
电话：0755-86695353  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心  
18 楼 1806



**【小程序】  
国金证券研究服务**



**【公众号】  
国金证券研究**