

# 钼周期上行，归母净利同比增 170%

华泰研究

2023 年 4 月 24 日 | 中国内地

年报点评

稀有金属

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

11.12

研究员

SAC No. S0570517050001  
SFC No. BPN269

李斌

libin@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

研究员

SAC No. S0570522030001

马晓晨

maxiaochen@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

联系人

SAC No. S0570122070092 wangxinyan020418@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

王鑫延

## 22 年归母净利润同比增 169.76%，维持“增持”评级

公司 22 年实现营收 95.31 亿元 (yoy+19.53%)，归母净利润 13.35 亿元 (yoy+169.76%)；23Q1 实现营收 26.44 亿元 (yoy+17.57%)，归母净利润 8.33 亿元 (yoy+202.90%)。我们上调钼产品价格假设，预期 23-25 年公司归母净利润分别为 27.86/32.39/20.34 亿元 (前值 8.77/9.44/-亿元)。考虑到钼行业景气度上升，公司 22 年及 23Q1 业绩兑现较佳且发展潜力较好，因此更换为 PE 估值法，可比公司 23 年 Wind 一致预期 PE 12.9X，给予公司 23 年 12.9XPE，对应目标价 11.12 元 (前值 7.35 元)，维持增持评级。

## 钼行业呈现周期上行，22 年、23Q1 公司业绩同比增长

22 年及 23Q1 在下游需求持续强劲和供应不畅等因素的综合交织下，钼行业呈现周期上行，钼价快速上升，据 Wind，22 年钼精矿 (45%) 均价 2815 元/吨度，同比+39.6%，23 年 2 月最高时达到 5570 元/吨度，创 07 年以来最高，钼铁、钼粉亦均大幅上涨。公司作为以钼为主的专业化供应商，22 年钼产品营收占比高达 90.57%，抓住市场机遇，充分享受价升，叠加成本费用管控有效，22 年及 23Q1 营收分别同比+19.53/17.57%至 95.31/26.44 亿元，毛利率同比+12.83/26.93pct 至 34.77/57.45%。

## 两座控股钼矿顺利生产，两座参股钼矿在建

据公司 22 年年报及 2023.3 投资者关系活动记录表，公司控股金堆城钼矿及东沟钼矿，资源储量分别为 26.72/33.05 万吨 (钼金属量)，可采年限 35/57 年，合计产能约 2.2 万吨 (钼金属量)，目前处于顺利生产中，因此 22 年公司生产钼产品 2.63 万吨，其中钼铁/钼酸铵/钼粉实现产量 1.51/0.62/0.49 万吨，同比+12.47/-0.06/+11.08%；此外，公司持有季德钼矿约 18% 的权益以及沙坪沟钼矿 10% 的权益，据吉林省人民政府 2020.9 公告，季德钼矿产后可年产钼精矿 1.7 万吨，据紫金矿业 22 年年报，沙坪沟钼矿规划 2.72 万吨钼产量，目前二者均处于建设状态，建成后或厚增公司利润。

## 坚持做大做强钼产业，目标建设具有全球竞争力的世界一流企业

公司持续加大加快产业升级改造步伐：22 年公司总体采矿升级改造项目已完成项目备案、安全预评价报告评审等，子项工程按期完工；总体选矿升级改造项目已完成项目备案、环评、节能审查等手续办理，项目初步设计通过审查、主要设备选型完成专项论证；钼焙烧低浓度烟气制酸升级改造项目进展顺利。公司还坚持创新驱动赋能：22 年投入研发费用约 2 亿元，实施项目 42 项。我们认为，钼行业长期供不应求的逻辑并未改变，钼价或继续处于高位区间，随着全球竞争力日益增强，公司或具较好的发展潜力。

风险提示：下游需求不及预期、钼产量增长超预期。

## 经营预测指标与估值

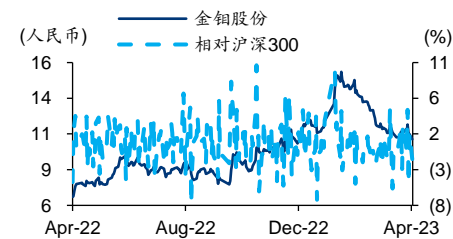
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	7,974	9,531	13,728	15,221	12,236
+/-%	5.24	19.53	44.04	10.87	(19.61)
归属母公司净利润 (人民币百万)	494.79	1,335	2,786	3,239	2,034
+/-%	171.85	169.76	108.74	16.27	(37.22)
EPS (人民币，最新摊薄)	0.15	0.41	0.86	1.00	0.63
ROE (%)	4.83	11.61	20.91	21.02	12.63
PE (倍)	69.39	25.72	12.32	10.60	16.88
PB (倍)	2.85	2.61	2.29	2.04	1.99
EV EBITDA (倍)	25.99	12.96	7.23	5.62	8.45

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价 (人民币)	11.12
收盘价 (人民币 截至 4 月 24 日)	10.64
市值 (人民币百万)	34,331
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	523.16
52 周价格范围 (人民币)	6.59-15.35
BVPS (人民币)	4.34

## 股价走势图



资料来源：Wind

图表1: 盈利预测调整表

	原值 (2022.4.26)		现值 (2023.4.24)			变动原因
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E	
钼精矿, 含税价, 元/吨度	2400	2300	-	-	-	22年钼精矿假设原值为2500元/吨度, 实际均价为2815元/吨度, 23年2月最高达5570元/吨度。
60%钼铁, 含税价, 万元/基吨	-	-	28.00	31.11	24.89	22年/23Q1在下游需求持续强劲和供应不畅等因素的综合交织下, 钼行业周期上行, 钼价快速上升, 我们根据23.1.1至今钼价上调23-25年钼价假设。
钼酸铵, 含税价, 万元/吨	-	-	21.30	23.67	18.93	
钼金属, 含税价, 万元/吨	-	-	45.00	50.00	40.00	
收入, 百万元	12535	13732	13728	15221	12236	
成本, 百万元	9608	10527	7668	8283	7595	公司成本费用管控有效, 22年公司营收同比+19.53%, 但营业成本同比-0.11%, 我们根据22年成本下调成本假设。
毛利, 百万元	2927	3206	6061	6937	4641	
归母净利润, 百万元	877	944	2786	3239	2034	

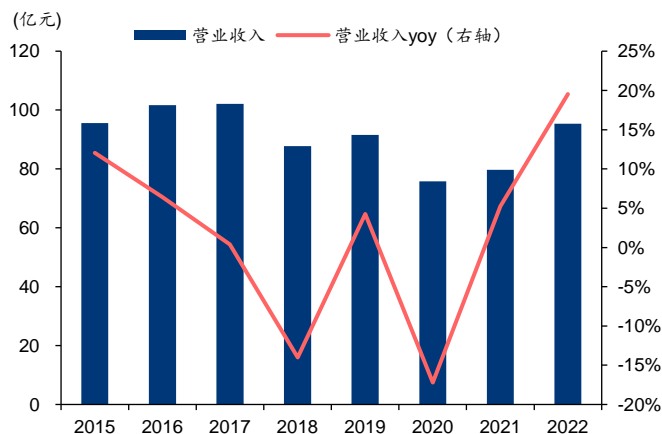
注: 价格假设口径优化, 原本价格假设以钼精矿价格为基准, 现在根据产品, 价格假设拆分成钼铁、钼酸铵及钼金属假设  
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表2: 可比公司 Wind 一致预期估值情况

代码	市值/亿元	2023年EPS预测值/元	2023年BPS预测值/元	PE (2023E)	PB (2023E)
厦门钨业 (600549 CH)	278.87	1.58	8.48	12.4	2.32
洛阳钼业 (603993 CH)	1352.11	0.49	3.01	12.7	2.08
盛和资源 (600392 CH)	243.12	1.03	6.22	13.5	1.95
平均值	-	-	-	12.9	2.1

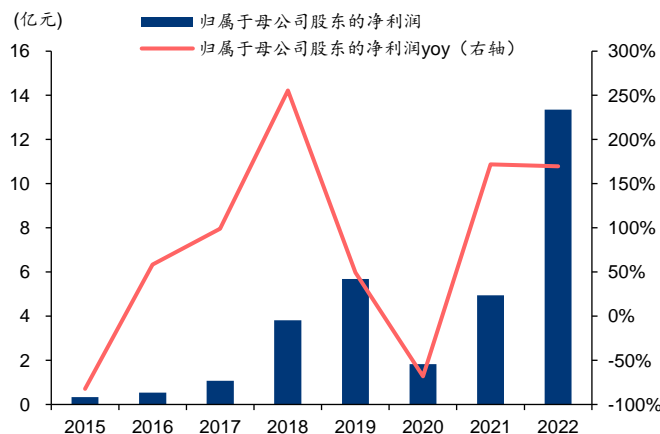
注: 数据截至2023.4.24; EPS、BPS单位为元; 盈利预测来自Wind一致预测  
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 公司营业总收入和同比增速



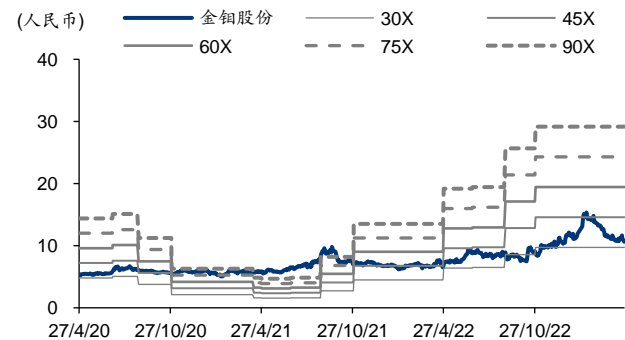
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 公司归母净利润和同比增速



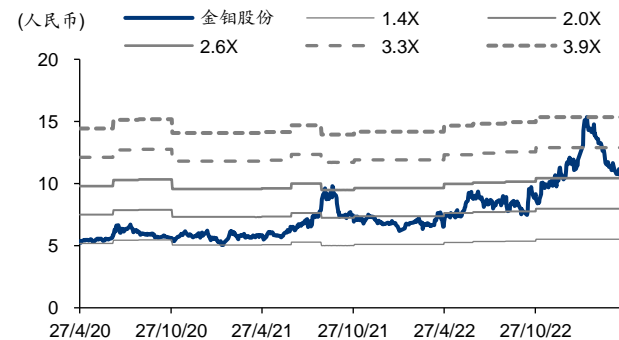
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 金钼股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 金钼股份 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4,482	6,042	8,609	10,673	12,267
现金	1,749	3,037	3,995	7,385	8,464
应收账款	263.91	140.12	775.11	239.59	576.17
其他应收账款	8.41	62.42	39.61	73.51	17.43
预付账款	77.17	41.99	129.64	60.64	92.33
存货	819.76	504.29	1,413	658.12	860.94
其他流动资产	1,563	2,257	2,257	2,257	2,257
<b>非流动资产</b>	9,978	9,763	10,220	10,195	9,222
长期投资	1,078	1,004	1,042	1,090	1,086
固定投资	4,749	4,510	4,896	4,809	4,012
无形资产	2,184	2,093	2,120	2,180	2,121
其他非流动资产	1,966	2,156	2,163	2,116	2,004
<b>资产总计</b>	14,460	15,806	18,829	20,868	21,489
<b>流动负债</b>	1,176	1,484	2,119	1,648	1,439
短期借款	0.00	0.00	458.59	0.00	0.00
应付账款	759.66	809.92	1,107	963.76	935.07
其他流动负债	415.98	674.47	553.13	684.67	503.72
<b>非流动负债</b>	695.15	655.60	655.60	655.60	655.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	695.15	655.60	655.60	655.60	655.60
<b>负债合计</b>	1,871	2,140	2,774	2,304	2,094
少数股东权益	547.32	510.82	1,081	1,745	2,162
股本	3,227	3,227	3,227	3,227	3,227
资本公积	6,753	6,754	6,754	6,754	6,754
留存公积	1,970	2,982	4,660	6,612	5,386
归属母公司股东权益	12,042	13,155	14,973	16,819	17,233
<b>负债和股东权益</b>	14,460	15,806	18,829	20,868	21,489

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	969.12	2,481	2,419	5,735	2,176
净利润	608.02	1,586	3,357	3,903	2,450
折旧摊销	607.99	630.32	555.97	624.21	643.20
财务费用	(23.70)	(30.70)	(114.81)	(125.43)	(212.31)
投资损失	24.79	2.07	22.98	23.80	23.39
营运资金变动	(509.31)	(45.50)	(1,189)	1,546	(537.91)
其他经营现金	261.33	338.66	(213.50)	(236.26)	(190.73)
<b>投资活动现金</b>	(874.04)	(716.00)	(1,031)	(619.36)	310.31
资本支出	(209.07)	(132.57)	(974.97)	(551.40)	325.79
长期投资	(10.00)	(582.39)	(37.32)	(48.17)	3.90
其他投资现金	(654.97)	(1.04)	(18.98)	(19.80)	(19.39)
<b>筹资活动现金</b>	(843.38)	(513.95)	(887.16)	(1,268)	(1,407)
短期借款	0.00	0.00	458.59	(458.59)	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.19	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(843.38)	(514.15)	(1,346)	(809.09)	(1,407)
现金净增加额	(751.02)	1,258	500.14	3,848	1,079

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	7,974	9,531	13,728	15,221	12,236
营业成本	6,224	6,217	7,668	8,283	7,595
营业税金及附加	371.97	553.83	768.80	852.35	685.24
营业费用	26.29	30.98	42.56	45.66	35.49
管理费用	361.80	451.13	649.79	720.41	579.17
财务费用	(23.70)	(30.70)	(114.81)	(125.43)	(212.31)
资产减值损失	(102.51)	(116.47)	(167.76)	(185.99)	(149.52)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(24.79)	(2.07)	(22.98)	(23.80)	(23.39)
<b>营业利润</b>	717.59	1,875	4,026	4,680	2,940
营业外收入	4.62	0.39	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.77	6.44	6.00	6.00	6.00
<b>利润总额</b>	719.44	1,869	4,020	4,674	2,934
所得税	111.42	282.66	663.34	771.23	484.19
<b>净利润</b>	608.02	1,586	3,357	3,903	2,450
少数股东损益	113.23	251.76	570.67	663.49	416.55
归属母公司净利润	494.79	1,335	2,786	3,239	2,034
EBITDA	1,283	2,470	4,434	5,142	3,341
EPS (人民币, 基本)	0.15	0.41	0.86	1.00	0.63

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.24	19.53	44.04	10.87	(19.61)
营业利润	125.36	161.32	114.71	16.24	(37.17)
归属母公司净利润	171.85	169.76	108.74	16.27	(37.22)
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	21.95	34.77	44.15	45.58	37.93
净利率	7.63	16.65	24.45	25.64	20.02
ROE	4.83	11.61	20.91	21.02	12.63
ROIC	6.13	17.09	31.17	45.24	29.34
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	12.94	13.54	14.73	11.04	9.75
净负债比率 (%)	(12.18)	(20.58)	(20.84)	(38.75)	(42.66)
流动比率	3.81	4.07	4.06	6.47	8.53
速动比率	2.39	2.83	2.72	5.25	6.96
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.55	0.63	0.79	0.77	0.58
应收账款周转率	28.15	47.18	30.00	30.00	30.00
应付账款周转率	8.85	7.92	8.00	8.00	8.00
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.41	0.86	1.00	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.77	0.75	1.78	0.67
每股净资产(最新摊薄)	3.73	4.08	4.64	5.21	5.34
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	69.39	25.72	12.32	10.60	16.88
PB (倍)	2.85	2.61	2.29	2.04	1.99
EV EBITDA (倍)	25.99	12.96	7.23	5.62	8.45

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 李斌、马晓晨, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师李斌、马晓晨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司