



国城矿业 (000688.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

A 股钼资源新贵，川矿锂资源新星

投资逻辑：

国城矿业：民营铅锌资源企业，发力锂等多金属。公司并表业务以铅锌为主（主力矿山为东升庙矿业，100%持股），以参股金鑫矿业48%股权的形式布局川矿锂资源业务。公司为民营企业，股权结构较为集中。大股东擅长资产重组，上市公司控制权、大苏计钼矿以及金鑫矿业控制权均由大股东国城集团资产重组获得。2024年12月，公司拟出售所持宇邦矿业65%股权和收购国城实业（主业为钼矿开采销售）不低于60%股权，2025H1均有望实现项目交割。

A 股全新钼标的，公司基本面显著夯实。公司本轮重启对国城实业股权（不低于60%）收购、对价55亿元，对应23年PE仅4x、且收购方式为现金和承担债务。国城实业掌控的大苏计钼矿2023年产量约0.8万吨，品位0.13%，且公司拟将采矿证从500万吨扩大到800万吨/年，目前正在办理扩大矿区范围的采矿权变更手续；对比业内在产矿山规模和品位，大苏计钼矿可谓主流钼矿。

钼：去库+顺价逻辑有望逐步兑现。2024年国内钢招量增幅超过25%，需求景气下钼精矿价格稳步上涨，年度+13.18%至3605元/吨度。目前钼原料库存已去化至低于去年同期水平。钢铁行业供需优化下，钼顺价逻辑有望逐步兑现叠加钢材合金化趋势（钼等元素含量提升），钼“有量无价”的僵局有望打破；我们预计2025-2026年全球钼供需格局持续向好，价格上涨通道进一步明确。

川矿锂资源新星，上量与降本共振。金鑫矿业（公司参股48%）旗下的党坝矿区Li₂O储量增加至112万吨；平均品位1.33%，生产规模达100万吨/年；考虑公司在过去不到两年的时间即将金鑫矿业采矿证从5万吨扩大至100万吨，我们认为后续金鑫矿业正在办理的500万吨/年的采矿证亦有望如期推进；且大股东手中仍有超过20%剩余股权。公司将通过扩大采矿、匹配选厂规模等方式来降低成本。碳酸锂目前价格为7万元/吨；据生意社预计碳酸锂价格波动重心会逐步抬升，将在7-12万元/吨区间震荡。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司2024-2026年收入分别为17/48/57亿元，预计实现归母净利润分别为0.6/13.9/14.6亿元，EPS分别为0.05/1.24/1.30元，对应PE分别为204/9/9倍。考虑大股东资产注入和公司锂矿逐步上量，且钼和锂价均处上行周期，公司有望迎量价双升局面；公司2025/2026年PE低于可比公司均值。目标价24.80元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

钼、锂价波动；项目进度不及预期；项目交割风险等。

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）：11.12元

目标价（人民币）：24.80元



公司基本情况（人民币）

| 项目 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|--------|----------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,547 | 1,196 | 1,673 | 4,784 | 5,672 |
| 营业收入增长率 | -9.50% | -22.70% | 39.92% | 185.91% | 18.57% |
| 归母净利润(百万元) | 185 | 63 | 61 | 1,389 | 1,455 |
| 归母净利润增长率 | -10.68% | -66.17% | -3.02% | 2183.16% | 4.80% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.166 | 0.056 | 0.054 | 1.242 | 1.302 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.63 | 0.52 | 0.46 | 1.30 | 2.21 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 6.50% | 2.13% | 2.05% | 36.60% | 31.19% |
| P/E | 67.04 | 198.18 | 204.35 | 8.95 | 8.54 |
| P/B | 4.35 | 4.23 | 4.20 | 3.28 | 2.66 |

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 一、国城矿业：民营铅锌资源企业，发力锂等多金属业务..... | 5 |
| 1.1 铅锌老兵，陆续发力银、锂等业务..... | 5 |
| 1.2 民营有色资源企业，股权结构集中..... | 5 |
| 1.3 铅锌构建利润基石，银矿有所起色..... | 6 |
| 二、A股全新钼标的，公司基本面显著夯实..... | 7 |
| 2.1 重启收购大股东在手优质钼矿，志在并表..... | 7 |
| 2.2 收购对价相对较低，彰显大股东诚意..... | 8 |
| 2.3 基本面显著夯实、PE水平有望降低，投资价值有望增厚..... | 8 |
| 2.4 大苏计钼矿：资源禀赋优异、仍有增长空间，主流钼矿当之无愧..... | 8 |
| 三、钼：能源与高端制造关键元素，去库+顺价逻辑有望逐步兑现..... | 10 |
| 3.1 钢招量超预期，行业去库加速，供给瓶颈已现..... | 10 |
| 3.2 能源与高端制造关键材料，持续供不应求..... | 10 |
| 四、川矿锂资源新星，上量与降本共振..... | 12 |
| 4.1 坐拥川西地区储量最大的锂辉石矿山，资源禀赋优厚..... | 12 |
| 4.2 金鑫矿业：重整众和股份获得，大股东手里仍拥有剩余股权..... | 13 |
| 4.3 权证获得较快，目标采矿证合计500万吨..... | 14 |
| 4.4 配套选厂、锂盐同步推进，上量降本有望共振..... | 14 |
| 4.5 锂价有望触底回升..... | 15 |
| 五、贵金属：手握江山金矿，战略性出售宇邦矿业..... | 15 |
| 5.1 手握江山金铅锌多金属矿，金储量超过10吨..... | 15 |
| 5.2 出售宇邦矿业股权，战略重大调整..... | 16 |
| 六、其他业务：东升庙铅锌矿盈利稳定器，钛白粉业务放量后扭亏..... | 17 |
| 6.1 东升庙矿业：铅锌业务主要实体，盈利稳定器..... | 17 |
| 6.2 国城资源：钛白粉业务短期或承压，静待放量后扭亏..... | 18 |
| 七、量价双升可期，业绩弹性较大..... | 19 |
| 八、盈利预测与投资建议..... | 20 |
| 8.1 核心假设..... | 20 |
| 8.2 盈利预测..... | 21 |
| 8.3 投资建议及估值..... | 22 |
| 九、风险提示..... | 22 |

图表目录

| | |
|--------------------|---|
| 图表 1：国城矿业发展历程..... | 5 |
|--------------------|---|



| | |
|--|----|
| 图表 2: 国城矿业股权结构较为集中 | 6 |
| 图表 3: 公司营业总收入较为稳定 (单位: 亿元) | 6 |
| 图表 4: 公司归母净利润近期回落 (单位: 亿元) | 6 |
| 图表 5: 锌精矿毛利占比最高 (2024H1) | 7 |
| 图表 6: 公司主要产品毛利率情况 | 7 |
| 图表 7: 国城实业近年财务表现 (单位: 亿元) | 7 |
| 图表 8: 国城矿业收购大苏计钼矿情况 | 8 |
| 图表 9: 国城矿业 PE-band | 8 |
| 图表 10: 完成收购后公司 PE 有望显著下降 | 8 |
| 图表 11: 大苏计钼矿矿区地质图 | 9 |
| 图表 12: 大苏计钼矿历年采矿情况 | 9 |
| 图表 13: 大苏计钼矿位列主流钼矿梯队 | 9 |
| 图表 14: 钢招数量持续超预期 (吨) | 10 |
| 图表 15: 钼库存 (精矿+钼铁) 加速去化 (折金属吨) | 10 |
| 图表 16: 钼精矿开工率 (%) 处于历史较高水平 | 10 |
| 图表 17: 4Q24 以来钼铁开工率 (%) 处于历史最高水平 | 10 |
| 图表 18: 预计海外矿产量增长缓慢 | 11 |
| 图表 19: 国内钼矿产量 2023-2026 年 CAGR 为 5% | 11 |
| 图表 20: 全球钼供应缺口有望持续扩大 (单位: 万吨) | 11 |
| 图表 21: 2021 年开始钼价中枢逐步上行 | 12 |
| 图表 22: 金鑫矿业近年财务表现 (单位: 亿元) | 12 |
| 图表 23: 党坝矿区地质简图 | 13 |
| 图表 24: 党坝矿区矿石 | 13 |
| 图表 25: 金鑫矿区股权结构图 | 14 |
| 图表 26: 金鑫矿业采矿量、产量情况 | 14 |
| 图表 27: 碳酸锂价格逐步见底 | 15 |
| 图表 28: 黄金价格持续上涨 | 16 |
| 图表 29: 双尖子山银铅锌矿床地质图 | 16 |
| 图表 30: 公司银精矿产销量情况 | 17 |
| 图表 31: 公司宇邦矿业收入利润情况 | 17 |
| 图表 32: 东升庙矿区 14 勘探线剖面 | 18 |
| 图表 33: 东升庙矿业为公司营收稳定器 | 18 |
| 图表 34: 钛白粉价格下行 | 19 |
| 图表 35: 公司钼和锂权益产量有望显著增长 | 19 |
| 图表 36: 不同钼价、锂价对应公司 PE (由扣非归母净利计算得出) 情况 | 19 |



图表 37: 营业收入及毛利预测 21

图表 38: 可比公司估值 (收盘价: 元/股; EPS: 元; PE: 倍; 截至 2025 年 1 月 4 日收盘) 22



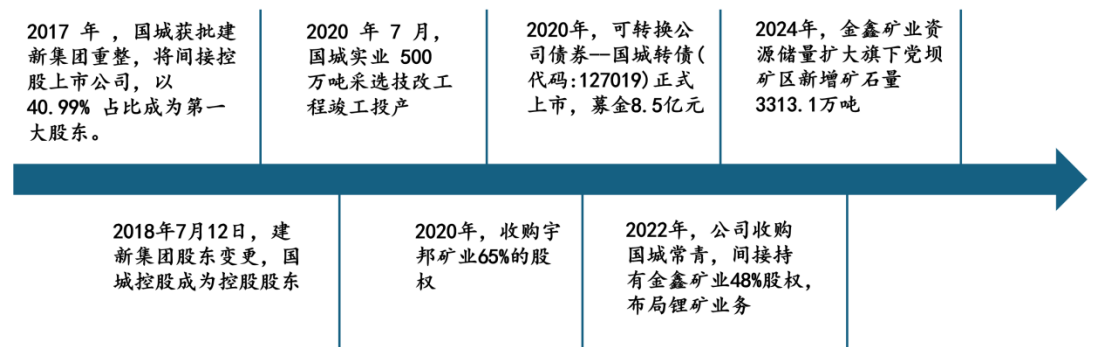
一、国城矿业：民营铅锌资源企业，发力锂等多金属业务

1.1 铅锌老兵，陆续发力银、锂等业务

国城矿业股份有限公司（简称“国城矿业”）为深交所主板上市公司，主营业务为有色金属采选、工业硫酸生产及相关产品贸易，主要产品包括铅精矿、锌精矿、铜精矿、硫精矿、硫酸、次铁精粉、硫铁粉等。

公司前身为建新矿业，2009年建新集团收购上市公司28.87%的股份，成为公司实控人；2013年注入矿山资源（东升庙矿业）；2016年10月，由于建新矿业控股股东建新集团因无法清偿到期债务，申请破产重组；此后国城控股被确定为重整方，取得建新集团100%股权，直接和间接合计持有上市公司73.98%的股份，成为实控人，上市公司自此更名为国城矿业（股票代码：000688.SZ）。

图表1：国城矿业发展历程



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

国城矿业为有色金属采选领域头部企业，旗下业务丰富。公司有色金属采选业务的主要产品锌精矿、铅精矿、银精矿均为有色金属冶炼企业冶炼金属的原材料；公司参股公司金鑫矿业的主要产品锂辉石矿多为基础锂盐产品（工业级/电池级碳酸锂、工业级/电池级氢氧化锂等）的原材料；公司资源循环综合利用项目主要产品为金红石型钛白粉，硫酸业务的主要产品为工业硫酸。

公司同时注重自身生产规模优势，2024年东矿继续开展350万吨/年的技改扩建项目，金鑫矿业现有100万吨/年生产规模的采矿许可证，目前正在开展选矿厂5,000吨/日技改扩建工程，规模效应的加强将有效提升公司经营表现。

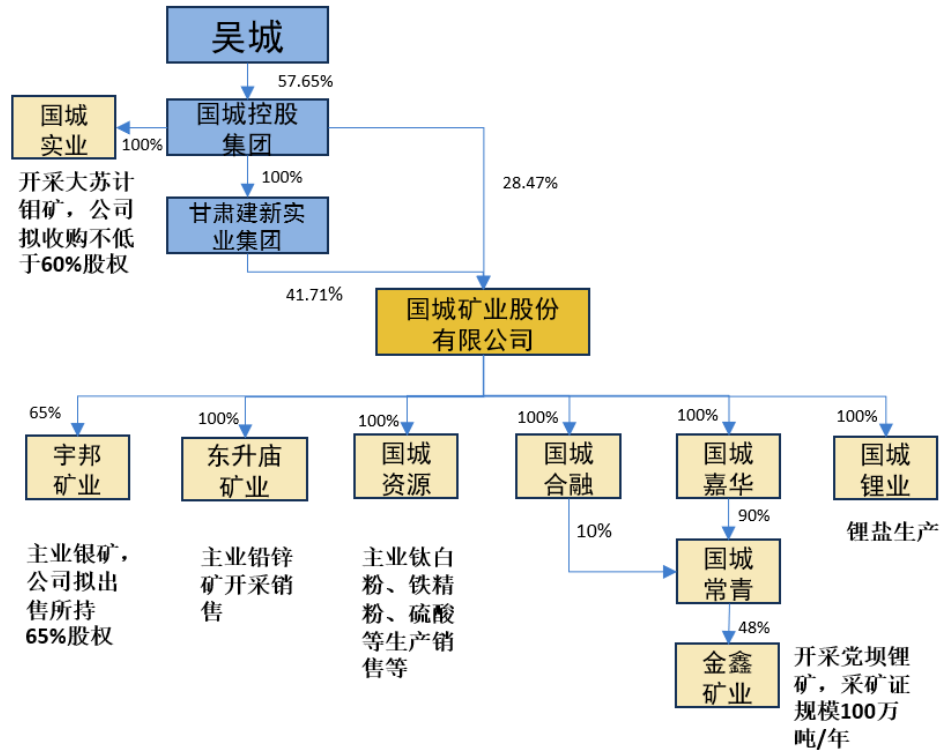
1.2 民营有色资源企业，股权结构集中

公司股权结构集中，控股股东为国城集团，直接持股比例28.47%，通过全资子公司建新集团间接持股比例为41.71%；实际控制人为吴城，吴城先生现任浙江国城控股有限公司董事长，甘肃建新实业集团有限公司董事长、总经理。

其下属子公司及参股公司包括宇邦矿业，主要业务范围涉及银金属；东升庙矿业，旗下涉及优质铅锌矿；国城资源，主要业务为钛白粉。公司持有金鑫矿业48%股权，旗下有锂矿业务。



图表2：国城矿业股权结构较为集中



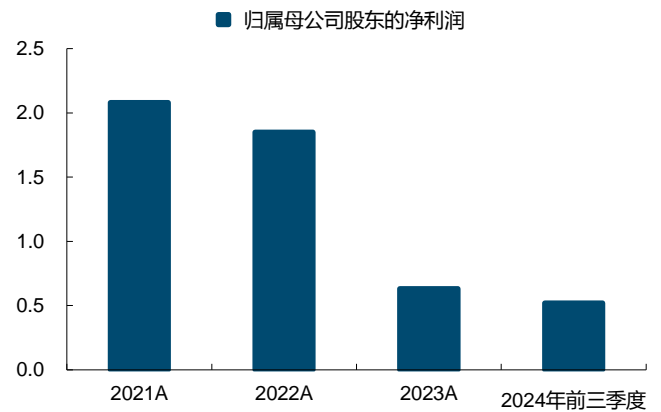
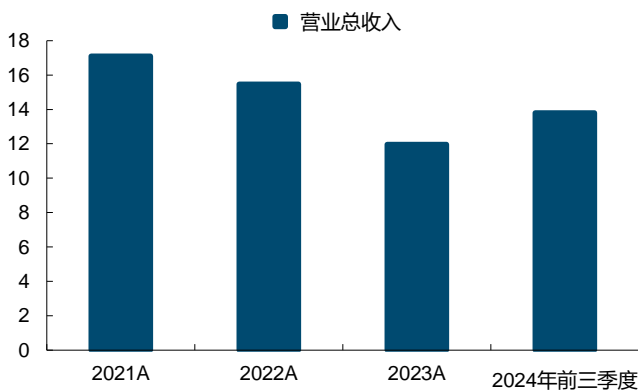
来源：ifind，国金证券研究所

1.3 铅锌构建利润基石，银矿有所起色

得益于公司主营产品铅、锌和银价格上涨，银矿开始部分放量，2024年前三季度公司实现营业收入13.79亿元，同比+68.42%；归母净利润为0.52亿元，同比扭亏。

图表3：公司营业总收入较为稳定（单位：亿元）

图表4：公司归母净利润近期回落（单位：亿元）



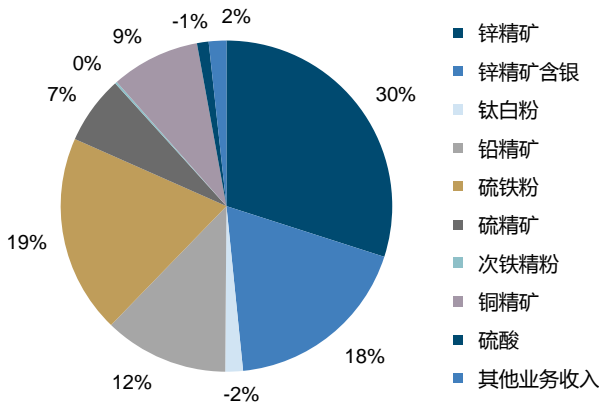
来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

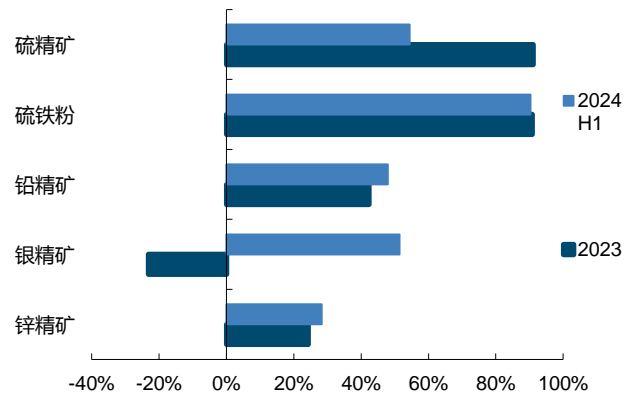
毛利构成上（2024H1），锌精矿贡献30%的毛利润，除此之外，锌精矿含银（18%）、硫铁矿（19%）、铅精矿（12%）对毛利润贡献较大。产品毛利率角度，公司硫精矿和硫铁矿毛利率较高。公司控股宇邦矿业旗下银多金属矿为目前国内备案储量最大的银矿，生产规模目前高达825万吨；国城矿业旗下东矿公司硫矿和铅锌矿储量在国内同样名列前茅，公司强健的矿产资源禀赋是公司产品毛利率表现较好的原因之一。



图表5: 锌精矿毛利占比最高 (2024H1)



图表6: 公司主要产品毛利率情况



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

二、A 股全新钼标的，公司基本面显著夯实

2.1 重启收购大股东在手优质钼矿，志在并表

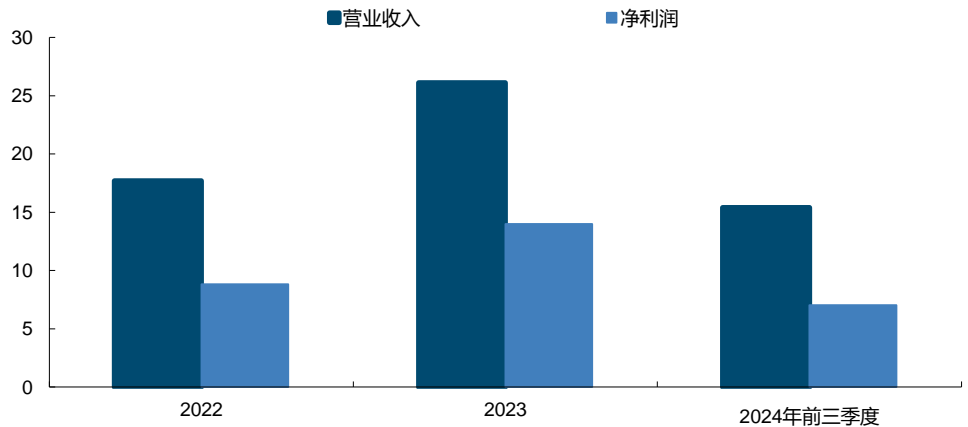
大苏计钼矿始建于 2005 年，为国城实业（原名“中西矿业”，2020 年更名为内蒙古国城实业有限公司）下属矿山资产，矿区位于内蒙古自治区乌兰察布市卓资县南。

2018 年 2 月，中西矿业以不能清偿到期债务、缺乏清偿能力，为摆脱企业财务困境、重获经营能力和偿债能力为由，向卓资县人民法院申请破产重整，同年 9 月，国城集团与中西矿业原股东万星实业签订股权转让合同，获得国城实业 100% 股权；同月，国城矿业发布公告，拟收购集团旗下国城实业 92% 股权，及五矿信托持有的 8% 股权，然而 2022 年 5 月，深交所下发重组问询函，由于银行风控要求，国城实业股权质押无法在股东大会通知发出前解除等原因，本次交易被迫终止。

2024 年 12 月，国城矿业发布公告，拟通过现金收购和承担债务的方式购买集团旗下国城实业不低于 60% 的股权，从而国城实业将成为上市公司旗下子公司。对于本次交易，股东及实控人已承诺在审议本次交易正式方案的董事会会议召开前，签署解除上述对外担保及股权质押的协议。

根据公司公告披露，得益于大苏计钼矿这一优质资产的加持，国城实业近年来财务表现可观，2023 年实现营业收入 26.1 亿元，净利润 14 亿元，预计国城实业注入体内后将显著提升上市公司实力。

图表7: 国城实业近年财务表现 (单位: 亿元)



来源: 公司 2022-2023 年报, 2024 年三季度报, 国金证券研究所

2024 年 1-2 月，受严寒天气影响，选厂生产用水受限，国城实业主要生产线存在停产情况，从事生产的时间较短，导致上述期间标的公司净利润远低于正常水平；目前标的公司已采取供水系统改造、增加中水供应等措施解决严寒天气下生产用水受限问题，保障选厂



生产用水稳定供应。

2.2 收购对价相对较低，彰显大股东诚意

本次收购对价（按 100%股权）为 55 亿元；对应国城实业 2023 年净利润为 14 亿元，此次 PE 仅为 4x；公司收购对价相对较低、且收购方式为现金和承债，足见大股东诚意。

图表8：国城矿业收购大苏计钼矿情况

| 标的名称 | 国城实业 |
|---------------|--|
| 主营业务 | 钼精矿开采、销售 |
| 2023 年收入（亿元） | 26.19 |
| 2023 年利润（亿元） | 13.98 |
| 对价（亿元，100%股权） | 55 |
| 对应 PE（倍） | 4 |
| 收购方式 | 拟通过支付现金和承担债务方式购买国城集团持有的国城实业不低于 60.00%的股权 |

来源：《国城矿业：重大资产购买暨关联交易预案》，国金证券研究所整理

2.3 基本面显著夯实、PE 水平有望降低，投资价值有望增厚

由于过去公司盈利基数较低，因而公司估值水平处于较高水平。分析公司近 5 年 PE 水平，均值在 100x 以上。

图表9：国城矿业 PE-band



来源：ifind，国金证券研究所

假设公司完成收购 60%国城实业股权，追溯调整后，公司 2023 年净利润有望达到 9.02 亿元，对应 PE 有望显著下降至 14x。

图表10：完成收购后公司 PE 有望显著下降

| | 追溯调整前 | 追溯调整后 |
|----------------|-------|-------|
| 2023 年归母净利（亿元） | 0.63 | 9.02 |
| 对应 2023 年 PE | 198 | 14 |

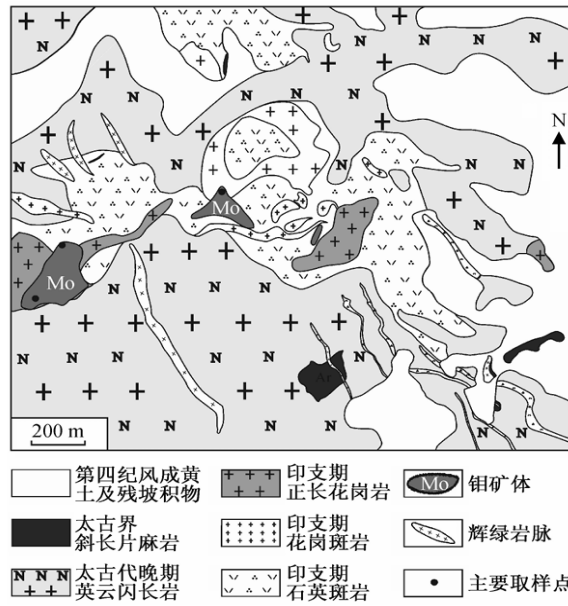
来源：ifind，国金证券研究所

2.4 大苏计钼矿：资源禀赋优异、仍有增长空间，主流钼矿当之无愧

大苏计钼矿位于内蒙古自治区乌兰察布市卓资县城南东 26km 处，矿区北侧以东西向乌拉特前旗—集宁深大断裂与阴山断隆为界，南邻岱海—黄旗海北北东向断陷带，特殊的地质构造形成独特的多金属成矿域。



图表11: 大苏计钼矿矿区地质图



来源:《内蒙古大苏计斑岩型钼矿赋矿岩体的锆石 U-Pb 年龄与地球化学特征研究》, 国金证券研究所

2019年5月,由浙江国城控股集团有限公司接手进行大苏计钼矿500万吨/年采选项目挖潜扩能技改升级项目建设,2019年6月项目开工建设,至2020年6月采选扩建工程已基本完成。

矿山技改主体工程于2020年完工后,大苏计钼矿近年来每年保持500万吨以上的矿石开采,经测算,2023年约产钼0.73万吨。截止2023年8月31日,大苏计钼矿标高890m以浅保有资源量硫化钼矿石量1.24亿吨,钼金属量14.48万吨,平均品位0.117%,此外,《内蒙古国城实业有限公司内蒙古卓资县大苏计钼矿矿产资源开发利用方案》已提交自然资源部评审,拟将生产规模扩大到800万吨/年(目前证载规模500万吨/年),目前正在办理扩大矿区范围的采矿权变更手续。

图表12: 大苏计钼矿历年采矿情况

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 矿石量(万吨) | 300 | 150 | 0 | 0 | 500 | 530 | 576 | 624 |
| 品位(%) | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.13 |
| 测算产量(万金属吨) | 0.35 | 0.18 | 0.00 | 0.00 | 0.59 | 0.62 | 0.67 | 0.79 |

来源:全国矿业权人系统,国金证券研究所整理

考虑大苏计钼矿目前生产体量和未来扩产空间,对标国内其他在产规模较大或扩产幅度较大,大苏计钼矿可跻身主流钼矿序列。

图表13: 大苏计钼矿位列主流钼矿梯队

| 矿山名称 | 所属公司 | 产量(万吨) | | 品位 | 储量(万吨) |
|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| | | 2023A | 2027E | | |
| 伊春鹿鸣 | 中国中铁 | 1.52 | 1.52 | 0.09% | 62.16 |
| 汝阳东沟钼矿 | 金钼股份 | 1.17 | 1.17 | 0.12% | 56.34 |
| 金堆城钼矿 | 金钼股份 | 1.12 | 1.12 | 0.08% | 37.44 |
| 大苏计钼矿 | 国城矿业 | 0.75 | 0.94 | 0.12% | 14.48 |
| 三道庄 | 洛阳钼业 | 0.80 | 0.80 | 0.09% | 24.46 |
| 季德钼矿 | 大黑山钼业 | 0.29 | 0.84 | 0.11% | 35.00 |
| 上房沟 | 洛阳钼业 | 0.76 | 0.76 | 0.14% | 60.97 |

来源:中国中铁、金钼股份、国城矿业、洛阳钼业2023年公告,吉林政府网,国金证券研究所整理测算

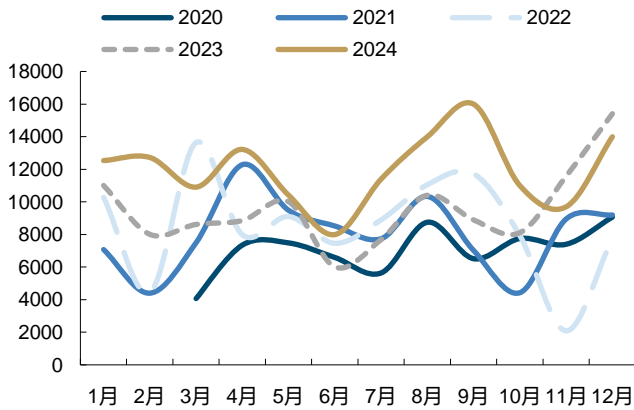


三、钼：能源与高端制造关键元素，去库+顺价逻辑有望逐步兑现

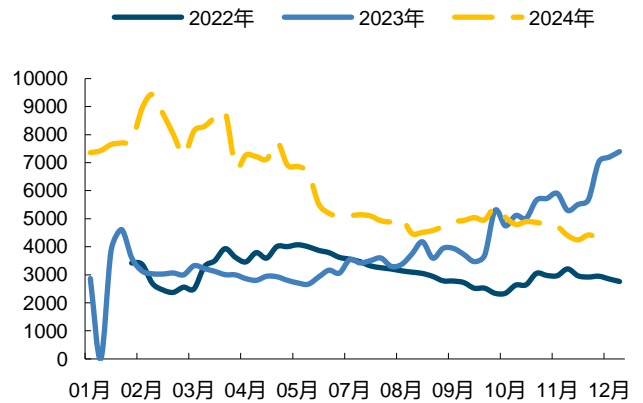
3.1 钢招量超预期，行业去库加速，供给瓶颈已现

2024年1-12月钢招量近14.4万吨，同比增超过25%；折算钼金属消耗量增加1.8万吨。高需求下，钼产业链库存自2024年初加速去库，目前已低于去年同期水平。

图表14：钢招数量持续超预期（吨）



图表15：钼库存（精矿+钼铁）加速去化（折金属吨）

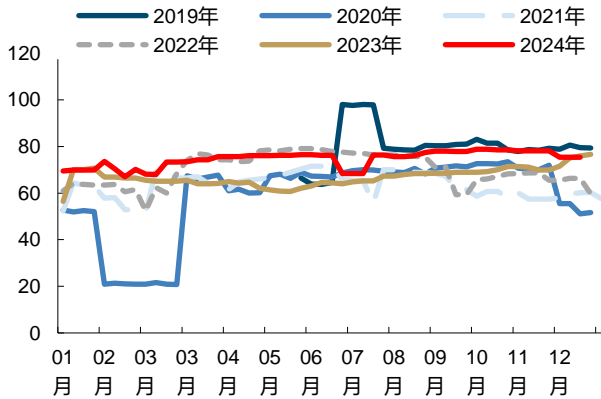


来源：铁合金在线，国金证券研究所

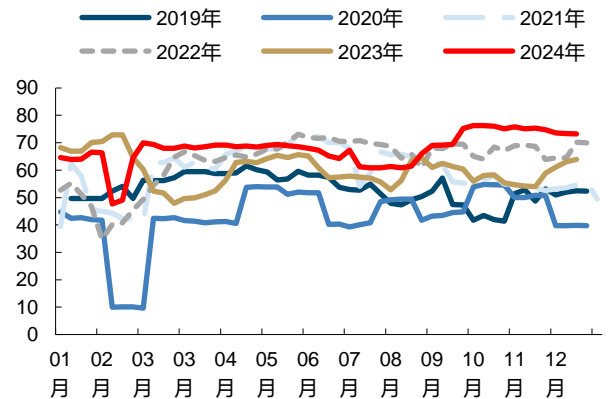
来源：百川盈孚，国金证券研究所

开工率方面，我们看到钼精矿、钼铁开工率均处于历史较高水平；高开工水平意味着存量供给已面临瓶颈，向上弹性空间较小。

图表16：钼精矿开工率（%）处于历史较高水平



图表17：4Q24以来钼铁开工率（%）处于历史最高水平



来源：百川盈孚，国金证券研究所

来源：百川盈孚，国金证券研究所

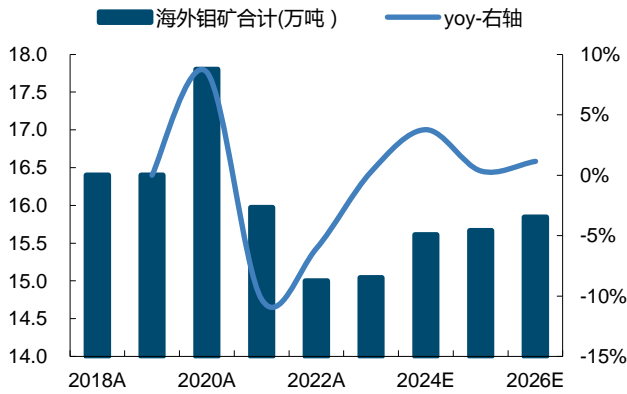
3.2 能源与高端制造关键材料，持续供不应求

海外供给：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%。

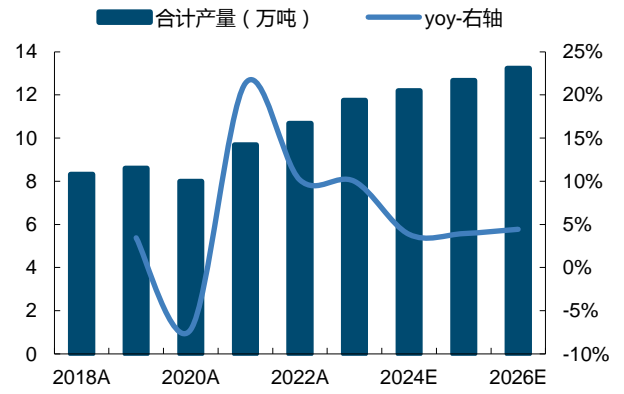
国内供给：国内钼矿主要增量项目为紫金矿业所属的巨龙铜矿二期、三期扩产项目和金寨沙坪沟钼矿以及大黑山钼业扩产项目。紫金矿业下修 2025 年钼产量指引、沙坪沟钼矿进度仍需关注。我们测算 2026 年国内钼矿产量为 13.5 万金属吨，3 年 CAGR 为 5%，主要贡献增量项目为巨龙铜矿二期；考虑沙坪沟钼矿和大黑山改扩建项目的建设周期，我们预计集中释放期在 2026 年以后。



图表18: 预计海外矿产量增长缓慢



图表19: 国内钼矿产量 2023-2026 年 CAGR 为 5%



来源: USGS, 国金证券研究所

来源: 铁合金在线, 国金证券研究所测算

我们对钼的终端需求进行拆分和测算, 我们假设造船行业迎来景气周期、从而拉动造船板需求增长; 风电领域钼消费量跟随风电装机稳步增长; 316、双相不锈钢以及锅炉板等钼重要消费场景随能化投资高水平延续而保持高景气, 因而测算可得, 2026 年全球钼金属需求量有望达到 33.3 万吨, 3 年 CAGR 为 4.5%。

我们测算 2024-2026 年全球钼供应为 28.1/28.6/29.4 万金属吨, 3 年 CAGR 为 3.1%; 我们此前测算 2024-2026 年需求 CAGR 为 4.5%, 需求强于供给, 钼全球供应缺口有望持续扩大。

图表20: 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 | 28.1 | 28.6 | 29.4 |
| YOY | 1.2% | 3.1% | -0.5% | 0.1% | 4.3% | 4.9% | 1.9% | 2.6% |
| 其中: 中国 | 8.6 | 8.0 | 9.7 | 10.7 | 11.7 | 12.49 | 12.97 | 13.54 |
| yoy | 3.4% | -7.2% | 21.3% | 10.2% | 10.0% | 6.4% | 3.8% | 4.3% |
| 海外 | 16.4 | 17.8 | 16.0 | 15.0 | 15.0 | 15.6 | 15.7 | 15.8 |
| yoy | 0.0% | 8.5% | -10.3% | -6.1% | 0.3% | 3.8% | 0.4% | 1.1% |
| 钼需求 | 25.4 | 24.7 | 27.8 | 28.4 | 29.2 | 30.6 | 31.9 | 33.3 |
| YOY | -1% | -3% | 12% | 2% | 3% | 5% | 4% | 4% |
| 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 | 9.5 | 9.9 | 10.3 | 10.7 |
| yoy | 1% | 9% | 10% | 16% | 3% | 4% | 4% | 4% |
| 其他 | 4.5 | 3.5 | 4.9 | 4.8 | 4.2 | 4.4 | 4.4 | 4.4 |
| 供需平衡(-紧缺/+过剩) | -0.4 | 1.0 | -2.1 | -2.7 | -2.4 | -2.5 | -3.3 | -3.9 |
| 平衡偏向(-紧缺加剧/+过剩加剧) | 0.4 | 1.4 | -3.2 | -0.6 | 0.3 | -0.1 | -0.7 | -0.6 |

来源: 铁合金在线, USGS, IMO, 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21: 2021 年开始钼价中枢逐步上行



来源: ifind, 国金证券研究所

四、川矿锂资源新星，上量与降本共振

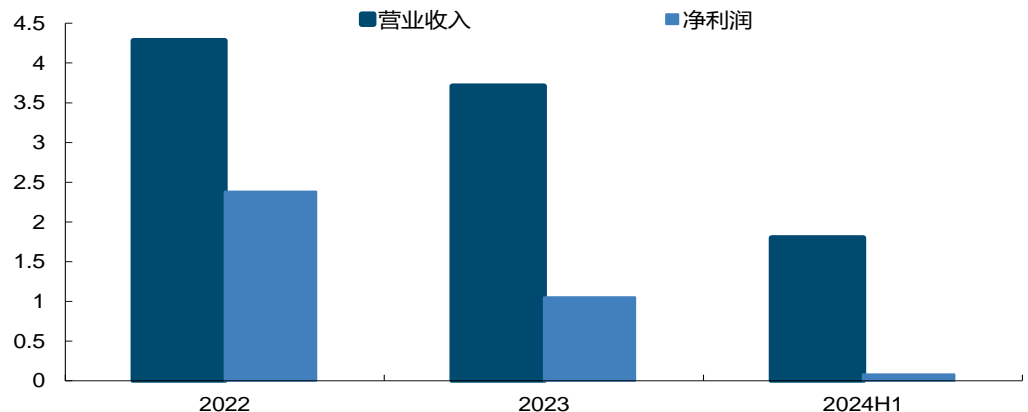
4.1 坐拥川西地区储量最大的锂辉石矿山，资源禀赋优厚

马尔康金鑫矿业有限公司为国城矿业重要参股子公司（持有 48%的股权），该公司盈利能力较强，2023 年/2024 年上半年分别实现营业收入 3.71/1.80 亿元，净利润 1.05/0.08 亿元。

2024 年 12 月，根据公司公告披露，自然资源部对金鑫矿业的矿产资源储量审核通过，党坝矿区新增矿石量 3,313.1 万吨，含 Li_2O 440,013 吨。本次备案完成后，党坝矿区累计查明矿石量 8,425.5 万吨， Li_2O 11.2 万吨，平均品位 1.33%，生产规模达 100 万吨/年。此外，金鑫矿业探矿权范围内尚有较大区域未进行勘查找矿工作，金鑫矿业将继续开展党坝矿区边深部勘查找矿工作，资源储量有望进一步扩大。

此外公司拥有另一宗探矿权勘查面积为 9.61 平方公里。目前，金鑫矿业正在办理 500 万吨/年的采矿许可证批复手续。

图表22: 金鑫矿业近年财务表现 (单位: 亿元)

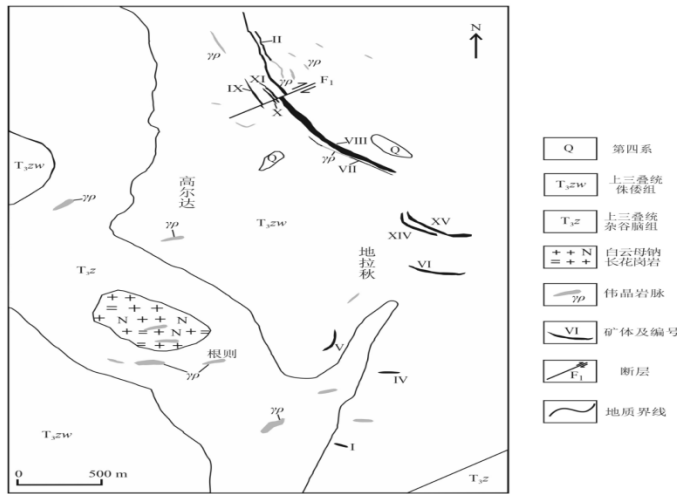


来源: 同花顺 ifind, 国金证券研究所

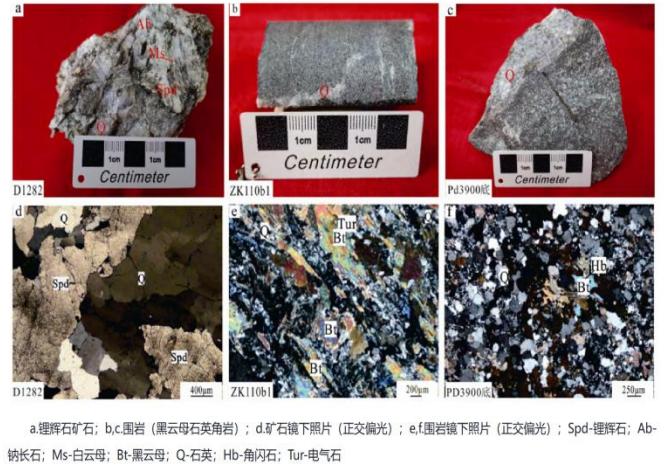
金鑫矿业旗下党坝矿区位于青藏高原东缘可尔因矿田，区域内酸性岩浆活动强烈，是寻找稀有金属矿床的有利地区。矿区位于根扎背斜北东翼，主体为单斜构造。矿区内仅见一条断层，在地层中发育的张节理、剪张节理是区内以花岗伟晶岩为主的脉岩充填就位场所，也是锂矿体的赋存空间。



图表23: 党坝矿区地质简图



图表24: 党坝矿区矿石



a. 锂辉石矿石; b, c. 围岩 (黑云母石英角岩); d. 矿石镜下照片 (正交偏光); e, f. 围岩镜下照片 (正交偏光); Spd-锂辉石; Ab-钠长石; Ms-白云母; Bt-黑云母; Q-石英; Hb-角闪石; Tur-电气石

来源:《四川党坝锂辉石矿VI号脉工艺矿物学及锂的赋存状态研究》, 国金证券研究所

来源:《TIMA 分析在四川西部党坝锂辉石矿床岩矿鉴定中的应用》, 国金证券研究所

金鑫矿业归入国城集团后, 近年来保持一定的开采量, 该矿山资源储量丰富, 矿石品位高且可选性较好, 具有可观的开发价值和良好的发展前景。

4.2 金鑫矿业: 重整众和股份获得, 大股东手里仍拥有剩余股权

马尔康金鑫矿业有限公司于 2004 年 1 月首次取得经四川省国土资源厅颁发的马尔康党坝锂辉石矿探矿权证, 2008 年 12 月 16 日由阿坝州国土资源局对查明的部分资源颁发了开采许可证, 开采矿种为锂辉石矿, 许可开采规模: 5 万吨/年 (原矿石量)。

2012 年, 众和股份接手金鑫矿业。其通过股权转让、增资等方式持有厦门帛石 66.67% 股权, 进而间接控股金鑫矿业。

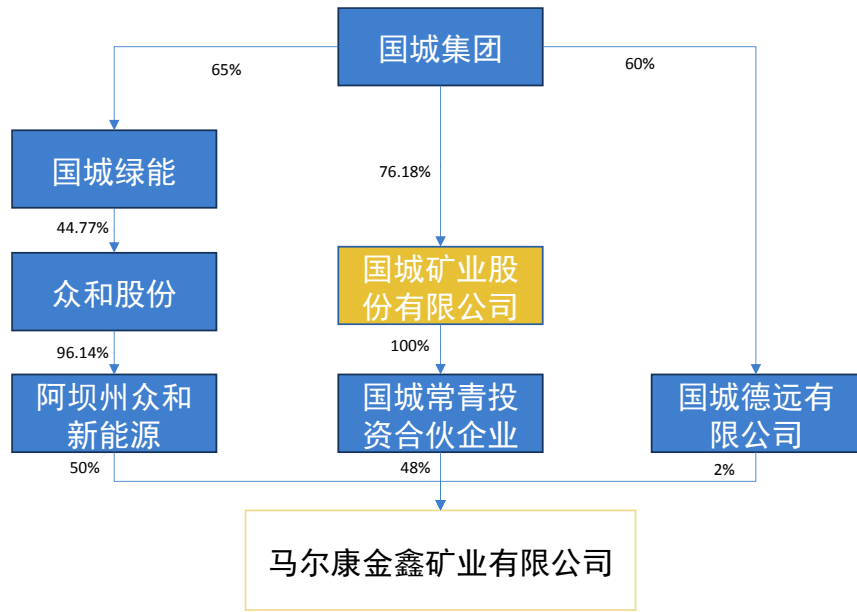
2015 年, 众和股份通过建设金鑫矿业锂辉石矿 160 万 t/a 采选工程扩建项目议案, 项目建设投产后金鑫矿业年采选锂辉石矿规模达到 160 万吨。同年金鑫矿业向中融国际信托贷款 2 亿元, 2016 年金鑫矿业流动性紧张局面改善有限, 众和股份向金鑫矿业提供 2.5 亿元用于增资及借款。

然而由于债务违约, 2017 年金鑫矿业采矿权面临被拍卖风险, 2019 年众和股份退市。

2022 年, 莆田市中级人民法院裁定受理众和股份破产重整案。比预定日期延迟半年后, 2024 年 4 月, 国城绿能将重整投资款 26.50 亿元支付完毕。于是, 国城绿能持有众和股份 44.77% 股份, 成为众和股份第一大股东, 众和股份的实际控制人也由许金和、许建成变更为吴城。



图表25: 金鑫矿业股权结构图



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

2022年2月，国城集团旗下国城常青、国城德远向金鑫矿业增资约4.3亿元，从而持有其48.98%的股份。同年9月，国城矿业收购国城常青100%股权，从而间接参股金鑫矿业。

4.3 权证获得较快，目标采矿证合计500万吨

2022年2月，国城控股集团有限公司（以下简称“国城集团”）下属企业海南国城常青投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“国城常青”）、广州国城德远有限公司（以下简称“国城德远”）与阿坝州众和新能源有限公司（以下简称“阿坝新能源”）、马尔康金鑫矿业有限公司（以下简称“金鑫矿业”）签署《增资扩股协议书》，国城常青、国城德远（以下合称“增资方”）向金鑫矿业增资42,880.42万元，增资后阿坝众和、国城常青和国城德远持股比例分别为50%、48%、2%。

2022年9月，国城矿业股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”或“国城矿业”）全资子公司四川国城合融新能源技术开发有限责任公司、北京国城嘉华科技有限公司分别以44,727.55万元、4,969.73万元现金收购国城德远、国城集团合计持有的国城常青100%份额，从而间接持有金鑫矿业48%股权。至此上市公司实现对于金鑫矿业参股48%。

2024年1月，公司公告金鑫矿业已取得了自然资源部核发的生产规模为100万吨/年的《中华人民共和国采矿许可证》。

从大股东国城集团获取金鑫矿业控制权，到实现采矿证5万吨扩大至100万吨，仅花费不到两年时间，推进速度已属行业领先。考虑公司目前正在办理500万吨/年的采矿许可证批复手续，与之配套的基建工程正在同步推进中。我们认为，相较于其他川西锂资源项目，公司500万吨采矿证的获取亦有望稳步推进。

4.4 配套选厂、锂盐同步推进，上量降本有望共振

2022年9月，公司获取金鑫矿业48%股权时，金鑫矿业证载规模为5万吨采矿证。

2023年3月，金鑫矿业有限公司马尔康党坝锂辉石矿发生事故，因而被阿坝州应急管理局作出暂扣安全生产许可证6个月的行政处罚；2023年9月复产；因而2023年采矿量同比显著下降。

2024年9月，公司表示5000t/d（折150万吨/年）选厂技改建设项目将于2024年底左右完工，尾矿库及500万吨选厂新建项目已纳入建设规划，相关准备工作正在有序开展。

考虑公司目前采选厂匹配进度，我们认为2024年开始采选量有望显著增长，我们预计金鑫矿业2024-2026年产量折LCE分别有望达到1.3/2.9/5.6万吨。

图表26: 金鑫矿业采矿量、产量情况

| | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 采矿量（万吨） | 0 | 1.69 | 9.1 | 4.2 | 60 | 130 | 250 |



| | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 氧化锂品位 (%) | 1.29 | 1.29 | 1.29 | 1.29 | 1.29 | 1.29 | 1.29 |
| 折碳酸锂 (万吨) | 0.00 | 0.05 | 0.20 | 0.09 | 1.34 | 2.90 | 5.58 |

来源：矿业权系统，国金证券研究所测算

除了采选、运输环节以外，公司在下游加工环节亦有布局。2024年11月，四川国城锂业有限公司年产20万吨锂盐项目一期工程开工。

金鑫矿业锂精矿成本主要由采矿成本、选矿成本、运输费、管理费用等构成，2024年上半年受选矿厂改扩建影响，运输费占比较高。未来，金鑫矿业自有选矿厂建设完成并投入使用后，可从原来的原矿下山转化为精矿下山，可大幅降低运输成本；同时，金鑫矿业将通过提升实际产能，充分发挥规模效应，使采选成本得到有效降低。经初步测算，未来金鑫矿业锂精矿折合碳酸锂单吨生产成本预计在5万元以内。量增叠加降本同时推进，金鑫矿业有望为上市公司贡献显著业绩增量。

4.5 锂价有望触底回升

碳酸锂价格历经连跌两年，由最高近60万元/吨水平下降至如今7万元/吨。根据生意社，2025年碳酸锂难改过剩格局，但供给侧大规模减产，过剩量将有所收窄，需求量增速提升，超过供给同比增速，预计波动重心会逐步抬升，将在7-12万元/吨区间震荡。

图表27：碳酸锂价格逐步见底



来源：ifind，国金证券研究所

五、贵金属：手握江山金矿，战略性出售宇邦矿业

5.1 手握江山金铅锌多金属矿，金储量超过10吨

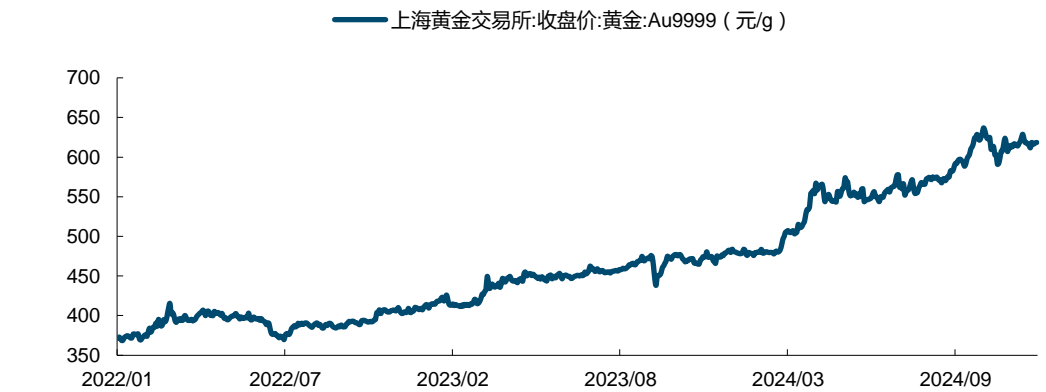
中都公司现有江山金铅锌多金属矿探矿权1处，面积10.63平方公里。探矿权范围内设有大王府铅锌矿采矿权1处，面积0.18平方公里。为了充分合理开发利用江山-大王府金铅锌矿资源，经省国土资源厅批复同意，对大王府铅锌矿采矿权和江山铅锌多金属矿探矿权进行整合。现已探明金矿矿石量562.59万吨，铅锌矿矿石量440.05万吨，含金金属量13.58吨，铅金属量4.1万吨，锌金属量3.3万吨。

凤阳县中都矿产开发服务有限公司在安徽省凤阳县江山-大王府整合区现拥有探矿和采矿证各一张。开采矿种：铅矿、锌矿，生产规模：5万吨/年，有效期限为2024年6月22日至2026年10月10日；该矿山始建于2001年底，由于各种原因2009年6月21日后矿山一直处于停产状态。

2024年11月安徽自然资源厅发布关于安徽省凤阳县江山-大王府整合区金铅锌矿矿产资源开发利用方案审查结果的公示，专家组经过审查认为，《方案》编制内容符合《矿产资源开发利用方案编制指南》（自然资办发〔2024〕33号）和自然资源部金、银、铌、钽、锂、锆、锑、稀土、锗矿产资源“三率”（DZ/T 046.5-2023）指标要求，同意通过审查。



图表28: 黄金价格持续上涨



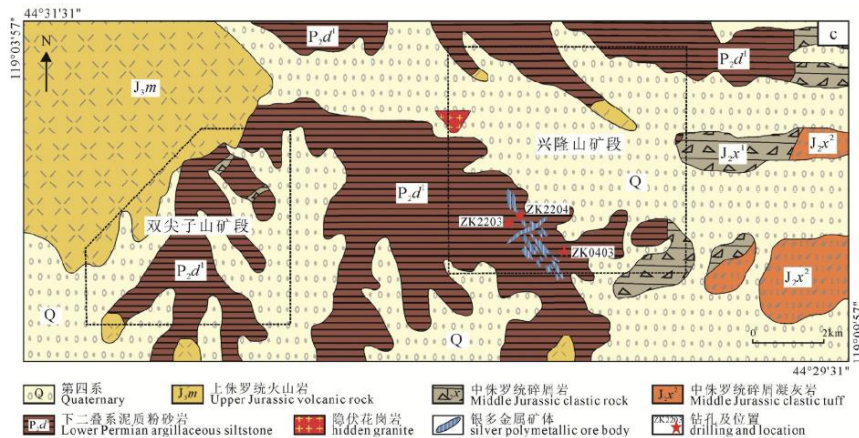
来源: ifind, 国金证券研究所

5.2 出售宇邦矿业股权, 战略重大调整

赤峰宇邦矿业有限公司位于内蒙古自治区赤峰市巴林左旗, 成立于 2009 年, 注册资本 1.316 亿元。宇邦矿业主要从事银铅锌矿的采选和销售。

2020 年 1 月 20 日国城矿业与宇邦矿业股东签署了《股权转让协议》, 约定以 3.6 亿元交易对价收购宇邦矿业 34% 股权, 随着交易的进展, 国城矿业与宇邦矿业股东签署了《股权转让协议之补充协议》, 将约定收购的宇邦矿业股权比例由 34% 增加至 65%, 最终交易对价为 9.8 亿元。2021 年 3 月 12 日, 国城矿业已完成宇邦矿业 65% 股权的交割过户, 宇邦矿业正式成为公司控股子公司。

图表29: 双尖子山银铅锌矿床地质图

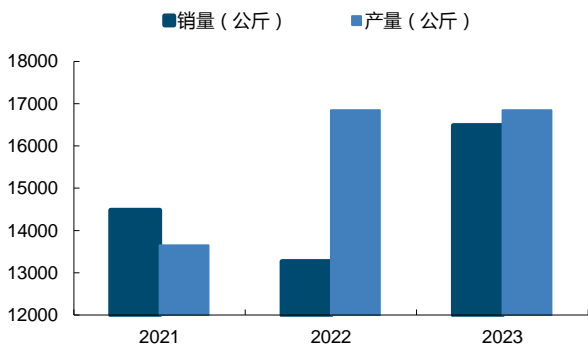


来源: 《内蒙古双尖子山银多金属矿床大规模铜矿化的发现及意义》, 国金证券研究所

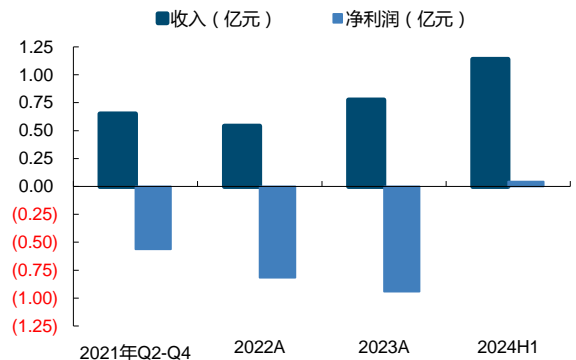
宇邦矿业依法拥有内蒙古自治区巴林左旗双尖子山矿区银铅矿采矿许可证, 采矿权面积 10.9456 平方公里, 拥有内蒙古自治区巴林左旗双尖子山铅锌多金属勘探权证。宇邦矿业探矿权面积 14.16 平方公里, 公司双尖子山矿区银铅矿主、共生矿产保有资源储量矿石量 15,717.4 吨, 其中锌金属量 1,866,355 吨, 铅金属量 841,477 吨, 银金属量 17,965 吨。双尖子山矿区为超大型银矿, 银储量位居世界第七, 亚洲第一。



图表30：公司银精矿产销量情况



图表31：公司宇邦矿业收入利润情况



来源：公司 2021-2023 年公告，国金证券研究所

来源：公司 2022-2023 年公告、2024 半年报，国金证券研究所

目前宇邦矿业采矿许可证生产规模为 825 万吨/年，正在逐步通过技改扩建释放产能，提高实际生产规模，同时建成了 6000t/d 光电干选抛废系统，提高了选矿处理能力，实现了低品位矿石的有效综合利用。

国城矿业自 2021 年 3 月完成对双尖子矿山收购以后，双尖子矿山接连出现安全事故，进行全面停业整顿后产量出现了大幅萎缩，对其“未批先建”等系列违规操作进行整改后，近两年宇邦银铅矿的产量又出现了复苏的趋势，有望尽早转亏为盈。

2024 年 12 月，为优化公司资产结构并结合公司发展战略，公司拟将持有的控股子公司宇邦矿业 65% 股权出售给兴业银锡，转让价格为人民币 16 亿元。本次交易完成后，公司不再持有宇邦矿业股权，宇邦矿业将不再纳入公司合并报表范围。

六、其他业务：东升庙铅锌矿盈利稳定器，钛白粉业务放量后扭亏

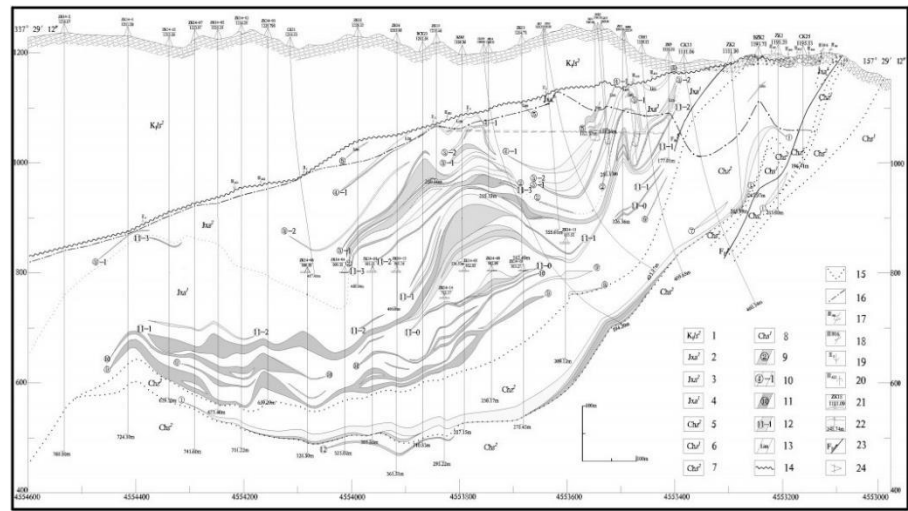
6.1 东升庙矿业：铅锌业务主要实体，盈利稳定器

内蒙古东升庙矿业有限责任公司位于乌拉特后旗巴音镇，2000 年 7 月成立，注册资本 3.6 亿元，主要承担有色金属采选职能。东升庙硫铁矿位于著名的狼山有色金属成矿带上。东升庙硫铁矿采矿权及深部探矿权均系大型铜锌硫矿床，矿区硫储量、锌储量居全国前列。截止 2020 年 6 月 30 日采矿权+探矿权内总矿石量为 1.38 亿吨。矿山生产规模为年入选锌铅铜硫多金属矿石 130 万吨，主要产品有铅精矿、锌精矿、硫精矿、铜精矿和硫铁粉等。

东升庙多金属硫铁矿床自 1958 年被冶金华北地质分局 524 队发现，截止到 1993 年，完成了 1:10000 地面物化探、地质填图等工作，并提交了《东升庙多金属硫铁矿地质勘探报告》。2005 年，紫金矿业公司在三贵口南矿段又发现了以铅锌为主的工业矿体。由于该矿床早期发现的是硫铁矿并用于硫酸的制造，因此，矿床名称定为多金属硫铁矿床，虽然后期发现了大型铅锌矿体，但仍沿用“东升庙多金属硫铁矿”的名称。东矿采矿权内保有硫铁铅锌铜矿石量 12,297.51 万吨，锌金属量 1,229,270 吨，铅金属量 250,080 吨，铜金属量 11,012 吨，金金属量 7,702 公斤，银金属量 1,552 吨。



图表32: 东升庙矿区 14 勘探线剖面



平面位置见图 1

图 2 东升庙矿区 14 勘探线剖面

Fig.2 Section of exploration line 14 Dongshengmiao mining area

1-白垩系下统李三沟组上段 2~8-中元古界渣尔泰山群地层代号 9-转硫型矿体及编号 10-单硫型矿体及编号 11-单转型矿体及编号 12-铜转硫型矿体及编号
13-褐铁型矿体 14-不整合界线 15-地层界线 16-氧化带界线 17-倒转向斜构造及编号 18-倒转背斜构造及编号 19-向斜构造及编号 20-背斜构造及编号
21-钻孔编号及孔口标高 22-钻孔终孔深度 23-逆断层及编号 24-可采边界线

来源:《内蒙古东升庙锌多金属硫铁矿床地质特征及成因探讨》, 国金证券研究所

东升庙矿业继续开展 350 万吨/年的技改扩建项目, 通过扩产进一步释放产能并增强盈利能力, 在采矿方面积极探索创新, “复杂空区灾害隐患环境下倾斜厚矿体安全高效连续回采关键技术” 荣获中国有色金属工业科学技术奖三等奖; 安全方面也取得了阶段性成果, 采钢厂、尾矿库获得安全生产标准化二级企业证书。同时, 东矿公司、自 2011 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日可以享受 15% 的企业所得税优惠税率; 开采伴生矿减征 20% 的资源税。

东升庙矿山作为主力矿山, 为国城矿业的全资子公司。全年采矿量在 180 万吨波动, 近两年出现上涨趋势。多年来收入净利润情况稳定, 在正常范围内波动, 对母公司净利润影响达 10% 以上。

图表33: 东升庙矿业为公司营收稳定器

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------|------|------|-------|------|------|------|-------|--------|
| 采矿量 (万吨) | 180 | 180 | 180 | 180 | 180 | 180 | 269.9 | 225.43 |
| 收入 (亿元) | | | 10.97 | 8.76 | 8.08 | 9.17 | 11.01 | 9.99 |
| 净利润 (亿元) | | | 4.03 | 1.83 | 2.26 | 3.28 | 4.01 | 2.2 |
| 持股比例 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

来源: ifind, 矿业权系统, 国金证券研究所整理

6.2 国城资源: 钛白粉业务短期或承压, 静待放量后扭亏

内蒙古国城资源综合利用有限公司是内蒙古东升庙矿业有限责任公司的全资子公司, 位于内蒙古乌拉特后旗呼和温都尔镇, 2016 年 12 月成立, 注册资本 6 亿元, 主要职能为矿山的综合利用。

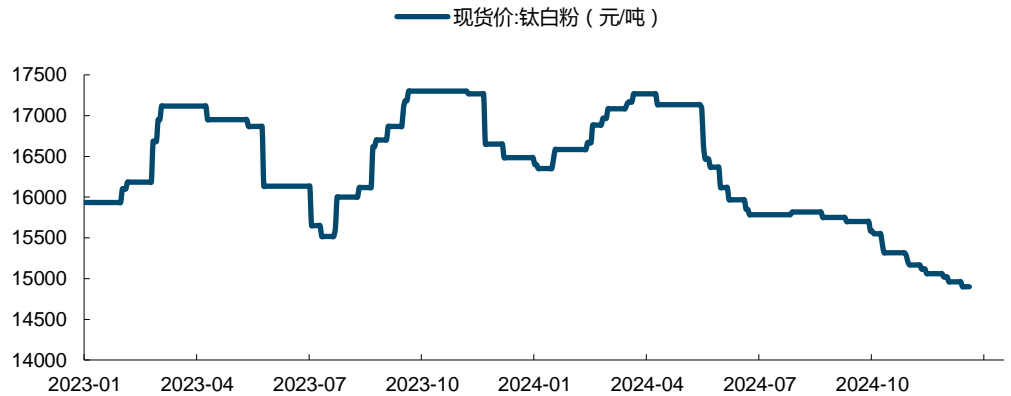
公司全资子公司国城资源硫钛铁资源循环综合利用项目已进入试生产阶段, 项目达产后将实现年产 20 万吨钛白粉。

国城资源钛白粉项目是公司资源循环利用及下游产业链延伸的代表, 该项目以东矿尾矿为原料生产硫酸并提取有价成分次铁精粉, 再利用硫酸生产钛白粉及其他副产品, 通过探索“硫钛铁联产”循环模式发展循环经济。该项目具有一定的生产成本优势, 由于该项目所需的原材料硫酸基本来源于公司自制, 相较于外购, 原料成本较低, 且尾矿运输距离较短、运费低廉, 具备地缘优势。此外, 磷酸铁锂是新能源锂电领域的核心材料之一, 制备钛白粉过程中产出的副产品——硫酸亚铁, 是制备磷酸铁锂的重要原材料, 具有较高经济



价值。充分利用该副产品将有效降低磷酸铁锂的生产成本，节省环保处理费用，实现资源充分利用。公司于 2024 年 8 月的机构调研中表示，钛白粉项目已处于试运行阶段，项目达产后将实现年产 20 万吨钛白粉。未来，公司将根据市场情况适时调整投产计划并做好相应安排，保障项目平稳顺利投产，努力完成年度经营目标。

图表34：钛白粉价格下行



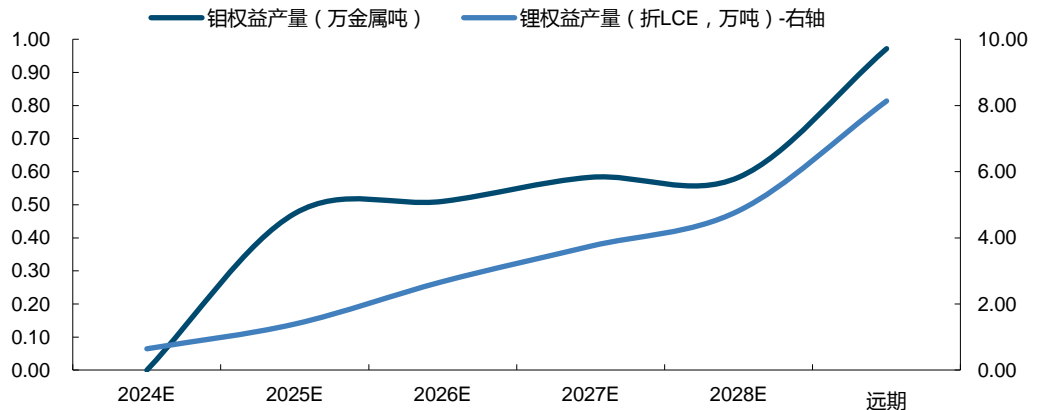
来源：ifind，国金证券研究所

1H24 公司钛白粉业务实现收入 1.1 亿元，毛利率-4.84%；由于钛白粉价格承压，公司钛白粉业务刚开始起量、尚未体现规模效应，盈利承压。考虑公司钛白粉生产线开工率上行，叠加公司具备一定成本优势，盈利水平有望好转。

七、量价双升可期，业绩弹性较大

我们预计，2028 年公司钼矿（折金属）权益产量和锂矿（折碳酸锂）权益产量有望分别达到 0.6/4.8 万吨。考虑远期公司控股股东国城集团有望将所持金鑫矿业和国城实业剩余股权完成注入，且金鑫矿业和国城实业分别实现目标年产能 500 万吨/800 万吨完全达产，则公司钼矿（折金属）权益产量和锂矿（折碳酸锂）权益产量有望分别达到 1.0/8.1 万吨。

图表35：公司钼和锂权益产量有望显著增长



来源：公司 2023 年报，全国采矿权人系统，国金证券研究所测算

注：假设 2025-2028 年公司金鑫矿业和国城实业股权比例分别维持在 48%/60%；远期假设金鑫矿业和国城实业完成大股东所持剩余股权注入，权益比例分别为 73%/100%。

我们对公司业绩弹性进行测算：假设钼价、锂价分别较 4Q24 均价小幅上涨至 3800 元/吨度、8 万元/吨，2025/2026 年公司扣非归母净利润有望达到 9.6/12.2 亿元，对应 PE 分别为 13/10x，公司估值水平有望快速下降至较低水平。

图表36：不同钼价、锂价对应公司 PE (由扣非归母净利润计算得出) 情况

| PE (根据扣非归母净利润) | 锂价 (万元/吨, 折 LCE) |
|----------------|------------------|
|----------------|------------------|



| 算得出) | | 7.00 | | 8.00 | | 9.00 | | 10.00 | |
|------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| 钼精矿价 (元/吨度, 45%) | 3000 | 21 | 17 | 19 | 14 | 16 | 12 | 15 | 11 |
| | 3300 | 18 | 15 | 16 | 12 | 14 | 11 | 13 | 10 |
| | 3600 | 15 | 13 | 14 | 11 | 13 | 10 | 12 | 9 |
| | 3800 | 14 | 12 | 13 | 10 | 12 | 9 | 11 | 8 |
| | 4000 | 13 | 11 | 13 | 10 | 11 | 9 | 11 | 8 |
| | 4300 | 12 | 10 | 11 | 9 | 10 | 8 | 10 | 7 |
| | 4500 | 11 | 10 | 11 | 9 | 10 | 8 | 9 | 7 |
| | 4800 | 10 | 9 | 10 | 8 | 9 | 7 | 9 | 7 |
| | 5000 | 10 | 8 | 9 | 8 | 9 | 7 | 8 | 6 |

来源：公司 2024 年半年报，《国城矿业：重大资产购买暨关联交易预案》，国金证券研究所测算

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 2025-2026 年钼精矿价格分别为 3800/4000 元/吨度。

锂价假设：我们预计 2024-2026 年碳酸锂价格分别为 9/8/9 万元/吨。

锌价假设：我们预计 2024-2026 年锌锭价格分别为 23000/25000/25000 元/吨。

铅价假设：我们预计 2024-2026 年铅锭价格分别为 17000/17000/17000 元/吨。

硫铁矿价格假设：我们预计 2024-2026 年铅锭价格分别为 1070/1070/1070 元/吨。

(2) 成本假设

我们假设 2025-2026 年钼精矿成本分别为 720/720 元/吨度；2024-2026 年锌精矿成本分别为 12000/12000/12000 元/吨；2024-2026 年铅精矿成本分别为 9900/9900/9900 元/吨；2024-2026 年硫铁矿成本分别为 30/30/30 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，因此 2024-2026 年钼精矿销量分别为 45000/45000/45000 吨，铅精矿销量分别为 9469/9469/9469 吨，硫铁矿销量为 40/40/40 万吨。假设国城实业于 2025H1 完成并表，公司 2025-2026 年产量销量小幅上涨，因此 2025-2026 年钼精矿销量分别为 7898/8505 吨。

(4) 其他假设

投资收益预测：我们预测 2024-2026 年公司投资收益分别为 0.5/6.8/3.8 亿元，其中金鑫矿业及公司其他业务所贡献投资收益分别为 0.5/0.8/3.8 亿元；假设 2025H1 完成宇邦矿业项目交割，当年形成投资收益 6 亿元。

项目交割：我们假设公司出售宇邦矿业股权和收购国城实业股权，1Q25 均有望实现项目交割；2Q25 有望实现国城实业并表。

营业税金及附加/销售收入：该比率在 2021-2023 年分别为 4.9%/6.2%/7.2%，假设 2024-2026 年该比率分别为 7%、6%、6%。

销售费用率：2021-2023 年该比率分别为 0.22%/0.26%/0.42%，假设 2024-2026 年该比率维持 0.50%。

管理费用率：2021-2023 年该比率分别为 10.62%/17.72%/21.72%，我们预计 2024-2026 年该比例分别为 16.50%、9.50%、8.50%。管理费下降原因为国城实业并表后整体费率相对下降。

研发费用率：2021-2023 年该比率为 0%，我们预计 2024-2026 年该比例仍保持为 0%。



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 17/48/57 亿元，预计实现归母净利润分别为 0.6/13.9/14.6 亿元，EPS 分别为 0.05/1.24/1.30 元，对应 PE 分别为 204/9/9 倍。

图表37：营业收入及毛利预测

| 单位：百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | | | | |
| 钼精矿 | | | 2656 | 3011 |
| 锌精矿 | 686 | 751 | 816 | 816 |
| 锌精矿含银 | 72 | 246 | 0 | 0 |
| 铅精矿 | 162 | 178 | 178 | 178 |
| 硫铁粉 | 85 | 133 | 133 | 133 |
| 其他 | 191 | 366 | 1001 | 1535 |
| 合计 | 1196 | 1673 | 4784 | 5672 |
| 营业成本 | | | | |
| 钼精矿 | | | 569 | 595 |
| 锌精矿 | 519 | 540 | 540 | 540 |
| 锌精矿含银 | 89 | 105 | 0 | 0 |
| 铅精矿 | 94 | 94 | 94 | 94 |
| 硫铁粉 | 8 | 12 | 12 | 12 |
| 其他 | 51 | 340 | 950 | 1399 |
| 合计 | 760 | 1091 | 2164 | 2640 |
| 毛利 | | | | |
| 钼精矿 | | | 2087 | 2415 |
| 锌精矿 | 167 | 211 | 276 | 276 |
| 锌精矿含银 | -17 | 141 | 0 | 0 |
| 铅精矿 | 69 | 84 | 84 | 84 |
| 硫铁粉 | 77 | 121 | 121 | 121 |
| 其他 | 140 | 26 | 51 | 136 |
| 合计 | 435 | 583 | 2619 | 3033 |
| 毛利率 | | | | |
| 钼精矿 | | | 79% | 80% |
| 锌精矿 | 24% | 28% | 34% | 34% |
| 锌精矿含银 | -23% | 57% | | |
| 铅精矿 | 42% | 47% | 47% | 47% |
| 硫铁粉 | 91% | 91% | 91% | 91% |
| 其他 | 73% | 7% | 5% | 9% |
| 合计毛利率 | 36% | 35% | 55% | 53% |
| 营业税金及附加/销售收入 | 7.24% | 6.80% | 6.00% | 5.50% |
| 销售费用率 | 0.42% | 0.50% | 0.50% | 0.50% |
| 管理费用率 | 21.72% | 16.50% | 9.50% | 8.50% |
| 研发费用率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

来源：公司 2023 年报，2024 年半年报，国金证券研究所测算



8.3 投资建议及估值

考虑公司未来主业由钨、锂驱动，因此我们选取钨资源标的金钨股份和涉及川西锂矿业务的融捷股份和盛新锂能进行对比；对比可得，2025/2026年可比公司PE均值分别为23/15x，公司2025/2026年PE分别为9/9x，显著低于可比公司均值。因此我们审慎给予公司2025年PE为20x，目标股价24.80元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表38：可比公司估值（收盘价：元/股；EPS：元；PE：倍；截至2025年1月4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 |
| 金钨股份 | 601958.SH | 10.08 | 0.41 | 0.96 | 0.97 | 1.19 | 1.30 | 25 | 11 | 10 | 8 | 8 |
| 融捷股份 | 002192.SZ | 31.20 | 9.40 | 1.46 | 1.34 | 1.40 | 1.68 | 3 | 21 | 23 | 22 | 19 |
| 盛新锂能 | 002240.SZ | 12.97 | 6.09 | 0.76 | 0.03 | 0.34 | 0.73 | 2 | 17 | 432 | 38 | 18 |
| 平均 | | | | | | | | 10 | 16 | 155 | 23 | 15 |
| 国城矿业 | 000688.SZ | 11.12 | 0.17 | 0.06 | 0.05 | 1.24 | 1.30 | 67 | 198 | 204 | 9 | 9 |

来源：wind，国金证券研究所

注：融捷股份、盛新锂能盈利预测来自wind一致预期

九、风险提示

钨价波动超预期。公司即将注入大股东持有的国城实业所持不低于60%股权；考虑国城实业收入利润水平，公司往后钨业务将为利润重要组成部分。若钨价波动超预期将对公司业绩产生显著影响。

锂价波动超预期。公司参股48%股权的金鑫矿业正逐步扩产，将成为公司未来利润增长的主要驱动力之一。若锂价波动超预期亦将对公司整体经营业绩产生显著影响。

项目进度不及预期。公司在手扩张项目较多，若项目进度不及预期，将显著影响公司主营产品产销量增加，进而影响上市公司经营业绩。

项目交割风险。公司于2024年末进行所持宇邦矿业65%股权出售和大股东旗下国城实业（不低于60%）股权收购；若以上两个项目交割进展低于预期，将显著影响公司业绩表现。

可转债转股带来股价波动。公司可转债简称“国城转债”，债券代码“127019”；2024年12月31日公司剩余可转债余额7.52亿元，转股价格12.58元/股。若后续触及转股价格，或造成股价波动。


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 |
| 主营业务收入 | 1,709 | 1,547 | 1,196 | 1,673 | 4,784 | 5,672 | 货币资金 | 179 | 146 | 215 | 187 | 463 | 1,386 |
| 增长率 | -9.5% | -22.7% | 39.9% | 185.9% | 18.6% | | 应收款项 | 77 | 53 | 117 | 76 | 218 | 259 |
| 主营业务成本 | -1,178 | -981 | -760 | -1,091 | -2,223 | -2,640 | 存货 | 52 | 49 | 93 | 146 | 298 | 354 |
| %销售收入 | 68.9% | 63.4% | 63.6% | 65.2% | 46.5% | 46.5% | 其他流动资产 | 100 | 105 | 34 | 94 | 139 | 156 |
| 毛利 | 532 | 566 | 435 | 583 | 2,561 | 3,033 | 流动资产 | 408 | 353 | 459 | 504 | 1,119 | 2,155 |
| %销售收入 | 31.1% | 36.6% | 36.4% | 34.8% | 53.5% | 53.5% | %总资产 | 7.5% | 4.5% | 5.2% | 5.5% | 11.0% | 18.6% |
| 营业税金及附加 | -83 | -96 | -87 | -114 | -287 | -312 | 长期投资 | 249 | 812 | 858 | 858 | 858 | 858 |
| %销售收入 | 4.9% | 6.2% | 7.2% | 6.8% | 6.0% | 5.5% | 固定资产 | 2,288 | 3,413 | 4,245 | 4,608 | 4,935 | 5,225 |
| 销售费用 | -4 | -4 | -5 | -8 | -24 | -28 | %总资产 | 41.8% | 44.0% | 48.5% | 50.7% | 48.6% | 45.0% |
| %销售收入 | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 无形资产 | 2,295 | 2,924 | 2,913 | 3,112 | 3,248 | 3,375 |
| 管理费用 | -181 | -274 | -260 | -276 | -454 | -482 | 非流动资产 | 5,060 | 7,404 | 8,293 | 8,578 | 9,041 | 9,458 |
| %销售收入 | 10.6% | 17.7% | 21.7% | 16.5% | 9.5% | 8.5% | %总资产 | 92.5% | 95.5% | 94.8% | 94.5% | 89.0% | 81.4% |
| 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产总计 | 5,468 | 7,757 | 8,752 | 9,081 | 10,160 | 11,613 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 短期借款 | 20 | 153 | 441 | 769 | 417 | 0 |
| 息税前利润 (EBIT) | 263 | 192 | 84 | 184 | 1,795 | 2,210 | 应付款项 | 914 | 2,054 | 2,066 | 2,577 | 2,312 | 2,407 |
| %销售收入 | 15.4% | 12.4% | 7.0% | 11.0% | 37.5% | 39.0% | 其他流动负债 | 180 | 355 | 621 | 627 | 987 | 1,335 |
| 财务费用 | -26 | -27 | -40 | -54 | -53 | -34 | 流动负债 | 1,114 | 2,562 | 3,128 | 3,974 | 3,716 | 3,743 |
| %销售收入 | 1.5% | 1.8% | 3.4% | 3.2% | 1.1% | 0.6% | 长期贷款 | 170 | 751 | 959 | 959 | 959 | 959 |
| 资产减值损失 | 6 | -3 | -12 | -3 | -3 | -1 | 其他长期负债 | 1,184 | 1,217 | 1,384 | 799 | 799 | 799 |
| 公允价值变动收益 | 21 | 1 | -20 | -34 | -80 | -60 | 负债 | 2,468 | 4,530 | 5,471 | 5,731 | 5,473 | 5,500 |
| 投资收益 | 0 | 21 | 56 | 50 | 678 | 380 | 普通股股东权益 | 2,597 | 2,854 | 2,941 | 2,960 | 3,794 | 4,667 |
| %税前利润 | 0.2% | 12.6% | 90.7% | 36.1% | 29.4% | 15.5% | 其中：股本 | 1,137 | 1,118 | 1,118 | 1,118 | 1,118 | 1,118 |
| 营业利润 | 268 | 187 | 75 | 144 | 2,337 | 2,495 | 未分配利润 | 1,318 | 1,112 | 1,132 | 1,169 | 2,002 | 2,875 |
| 营业利润率 | 15.7% | 12.1% | 6.3% | 8.6% | 48.8% | 44.0% | 少数股东权益 | 403 | 373 | 340 | 390 | 893 | 1,446 |
| 营业外收支 | -31 | -17 | -14 | -5 | -30 | -45 | 负债股东权益合计 | 5,468 | 7,757 | 8,752 | 9,081 | 10,160 | 11,613 |
| 税前利润 | 237 | 170 | 61 | 139 | 2,307 | 2,450 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 13.9% | 11.0% | 5.1% | 8.3% | 48.2% | 43.2% | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 所得税 | -49 | -15 | -32 | -28 | -415 | -441 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 20.8% | 8.7% | 51.7% | 20.0% | 18.0% | 18.0% | 每股收益 | 0.182 | 0.166 | 0.056 | 0.054 | 1.242 | 1.302 |
| 净利润 | 188 | 155 | 30 | 111 | 1,892 | 2,009 | 每股净资产 | 2.284 | 2.554 | 2.631 | 2.649 | 3.394 | 4.175 |
| 少数股东损益 | -20 | -30 | -33 | 50 | 503 | 553 | 每股经营现金净流 | 0.355 | 0.634 | 0.520 | 0.463 | 1.301 | 2.214 |
| 归属于母公司的净利润 | 208 | 185 | 63 | 61 | 1,389 | 1,455 | 每股股利 | 0.000 | 0.035 | 0.018 | 0.022 | 0.497 | 0.521 |
| 净利率 | 12.1% | 12.0% | 5.2% | 3.6% | 29.0% | 25.7% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 7.99% | 6.50% | 2.13% | 2.05% | 36.60% | 31.19% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 3.80% | 2.39% | 0.72% | 0.67% | 13.67% | 12.53% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 4.85% | 3.32% | 0.69% | 2.51% | 21.46% | 23.03% |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | |
| 净利润 | 188 | 155 | 30 | 111 | 1,892 | 2,009 | 主营业务收入增长率 | 88.36% | -9.50% | -22.70% | 39.92% | 185.91% | 18.57% |
| 少数股东损益 | -20 | -30 | -33 | 50 | 503 | 553 | EBIT增长率 | 44.00% | -27.05% | -56.17% | 119.14% | 874.23% | 23.11% |
| 非现金支出 | 151 | 186 | 210 | 272 | 320 | 364 | 净利润增长率 | 41.03% | -10.68% | -66.17% | -3.02% | 2183.16% | 4.80% |
| 非经营收益 | 23 | -37 | -21 | -229 | -510 | -227 | 总资产增长率 | 53.25% | 41.86% | 12.82% | 3.77% | 11.87% | 14.31% |
| 营运资金变动 | 43 | 405 | 362 | 364 | -247 | 329 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 经营活动现金净流 | 404 | 708 | 581 | 517 | 1,454 | 2,475 | 应收账款周转天数 | 12.6 | 8.5 | 9.6 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| 资本开支 | -682 | -1,100 | -571 | -660 | -810 | -825 | 存货周转天数 | 14.3 | 18.8 | 34.1 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| 投资 | -520 | -497 | 0 | -34 | -80 | -60 | 应付账款周转天数 | 66.5 | 191.3 | 423.6 | 400.0 | 200.0 | 200.0 |
| 其他 | -9 | 0 | -46 | 50 | 678 | 380 | 固定资产周转天数 | 213.7 | 221.6 | 558.1 | 412.5 | 146.3 | 122.8 |
| 投资活动现金净流 | -1,211 | -1,597 | -617 | -643 | -212 | -505 | 偿债能力 | | | | | | |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净负债/股东权益 | 24.97% | 47.33% | 60.48% | 69.85% | 36.51% | 6.07% |
| 债权募资 | 190 | 572 | 319 | 196 | -353 | -417 | EBIT利息保障倍数 | 10.3 | 7.0 | 2.1 | 3.4 | 33.8 | 64.3 |
| 其他 | -24 | 283 | -214 | -98 | -613 | -630 | 资产负债率 | 45.14% | 58.40% | 62.52% | 63.11% | 53.87% | 47.36% |
| 筹资活动现金净流 | 166 | 855 | 106 | 98 | -966 | -1,046 | | | | | | | |
| 现金净流量 | -641 | -33 | 69 | -28 | 276 | 923 | | | | | | | |

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 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

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 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|-----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 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