



国城矿业 (000688.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

钛白粉拖累整体业绩，关注钼矿交割和锂矿放量事件

3 月 22 日公司发布 2024 年报，实现收入 19.18 亿元，同比+60.37%；归母净利润-1.13 亿元，同比-279.51%。4Q24 收入为 5.39 亿元，环比-10.58%，同比+42.88%；归母净利润为-1.65 亿元，环比、同比均亏损。

点评

钛白粉业务拖累毛利表现，2025 年放量后有望改善。根据公司年报，2024 年公司钛白粉业务实现产销量分别为 4.07/3.18 万吨，对应公司 20 万吨产能处于较低负荷，产量爬坡期各项生产成本较高；叠加钛白粉价格承压，因而影响公司毛利表现。4Q24 公司毛利/毛利率分别环比-53.89%/-13.46pct 至 0.77 亿元/14.29%。公司 2025 年计划将钛白粉产量提升至 18 万吨，产能利用率达到 90%，或将改善钛白粉业务总体表现。

财务费用显著增加。4Q24 公司期间费用、期间费率分别环比+19.79%、+5.39pct 至 1.15 亿元、21.34%，主要原因系财务费用显著增加，4Q24 公司财务费用、财务费率分别环比+204%、+9.95pct 至 0.76 亿元、14.10%。销售费率、管理费费率保持较低水位，4Q24 环比分别+0.04pct/-4.60pct。

关注钼矿交割和锂矿放量。1) 钼矿交割：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。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。钼矿交割将显著夯实公司基本面，为公司提供利润稳定器。2) 锂矿放量：2025 年公司金鑫矿业计划采选锂辉石原矿 100 万吨，且公司正在办理 500 万吨/年的采矿许可证批复等相关手续。且大股东手中仍有部分剩余股权。公司将通过扩大采矿、匹配选厂规模等方式来降低成本。

盈利预测、估值与评级

预计公司 24-26 年营收分别为 45.95/53.22/62.40 亿元，归母净利润分别为 13.49/12.34/15.81 亿元，EPS 分别为 1.20/1.10/1.41 元，对应 PE 分别为 10.50/11.48/8.96 倍。维持“买入”评级。

风险提示

产品价格波动风险，项目建设不及预期，安全环保管理风险。

金属材料组

分析师：王钦扬（执业 S1130523120001）

wangqinyang@gjzq.com.cn

市价（人民币）：12.59 元

相关报告：

1. 《国城矿业公司深度研究：A 股钼资源新贵，川矿锂资源新星》，2025.1.5



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,196	1,918	4,595	5,322	6,240
营业收入增长率	-22.70%	60.37%	139.62%	15.82%	17.25%
归母净利润(百万元)	63	-113	1,349	1,234	1,581
归母净利润增长率	-66.17%	-279.51%	N/A	-8.54%	28.12%
摊薄每股收益(元)	0.056	-0.100	1.199	1.096	1.405
每股经营性现金流净额	0.52	0.20	6.15	-2.43	2.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.13%	-3.76%	35.68%	27.29%	28.90%
P/E	224.38	-125.86	10.50	11.48	8.96
P/B	4.78	4.74	3.75	3.13	2.59

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,547	1,196	1,918	4,595	5,322	6,240
增长率		-22.7%	60.4%	139.6%	15.8%	17.2%
主营业务成本	-981	-760	-1,382	-2,223	-2,640	-3,260
%销售收入	63.4%	63.6%	72.1%	48.4%	49.6%	52.2%
毛利	566	435	535	2,372	2,683	2,980
%销售收入	36.6%	36.4%	27.9%	51.6%	50.4%	47.8%
营业税金及附加	-96	-87	-109	-312	-319	-343
%销售收入	6.2%	7.2%	5.7%	6.8%	6.0%	5.5%
销售费用	-4	-5	-8	-23	-27	-31
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-274	-260	-248	-460	-506	-530
%销售收入	17.7%	21.7%	13.0%	10.0%	9.5%	8.5%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	192	84	170	1,577	1,831	2,076
%销售收入	12.4%	7.0%	8.8%	34.3%	34.4%	33.3%
财务费用	-27	-40	-123	-7	7	-6
%销售收入	1.8%	3.4%	6.4%	0.1%	-0.1%	0.1%
资产减值损失	-3	-12	-82	-6	-1	-2
公允价值变动收益	1	-20	-15	-34	-80	-60
投资收益	21	56	34	678	380	634
%税前利润	12.6%	90.7%	-60.9%	30.8%	18.0%	24.4%
营业利润	187	75	-19	2,208	2,137	2,643
营业利润率	12.1%	6.3%	n.a	48.1%	40.1%	42.4%
营业外收支	-17	-14	-36	-5	-30	-45
税前利润	170	61	-55	2,203	2,107	2,598
利润率	11.0%	5.1%	n.a	48.0%	39.6%	41.6%
所得税	-15	-32	-62	-397	-379	-468
所得税率	8.7%	51.7%	n.a	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	155	30	-117	1,807	1,728	2,130
少数股东损益	-30	-33	-4	458	494	550
归属于母公司的净利润	185	63	-113	1,349	1,234	1,581
净利率	12.0%	5.2%	n.a	29.4%	23.2%	25.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	155	30	-117	1,807	1,728	2,130
少数股东损益	-30	-33	-4	458	494	550
非现金支出	186	210	401	501	544	590
非经营收益	-37	-21	146	-520	-228	-489
营运资金变动	405	362	-204	5,136	-4,784	503
经营活动现金净流	708	581	226	6,924	-2,740	2,735
资本开支	-1,100	-571	-579	-633	-810	-825
投资	-497	0	0	-34	-80	-60
其他	0	-46	347	678	380	634
投资活动现金净流	-1,597	-617	-232	12	-510	-251
股权募资	0	0	0	1	0	0
债权募资	572	319	16	-1,200	0	0
其他	283	-214	-73	-607	-536	-673
筹资活动现金净流	855	106	-57	-1,806	-536	-673
现金净流量	-33	69	-63	5,131	-3,786	1,811

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	146	215	174	5,297	1,505	3,313
应收款项	53	117	34	210	243	285
存货	49	93	286	298	354	438
其他流动资产	105	34	24	139	156	180
流动资产	353	459	519	5,944	2,258	4,215
%总资产	4.5%	5.2%	5.6%	40.3%	20.0%	31.4%
长期投资	812	858	1,338	1,338	1,338	1,338
固定资产	3,413	4,245	4,448	4,586	4,689	4,755
%总资产	44.0%	48.5%	48.0%	31.1%	41.5%	35.4%
无形资产	2,924	2,913	2,646	2,844	2,980	3,106
非流动资产	7,404	8,293	8,753	8,794	9,031	9,222
%总资产	95.5%	94.8%	94.4%	59.7%	80.0%	68.6%
资产总计	7,757	8,752	9,272	14,737	11,289	13,437
短期借款	153	441	670	0	0	0
应付款项	2,054	2,066	2,493	5,156	2,731	2,952
其他流动负债	355	621	396	3,259	1,007	1,440
流动负债	2,562	3,128	3,559	8,415	3,738	4,392
长期贷款	751	959	894	894	894	894
其他长期负债	1,217	1,384	1,388	750	744	740
负债	4,530	5,471	5,841	10,058	5,375	6,026
普通股股东权益	2,854	2,941	2,991	3,780	4,521	5,469
其中：股本	1,118	1,118	1,125	1,125	1,125	1,125
未分配利润	1,112	1,132	1,000	1,809	2,549	3,498
少数股东权益	373	340	441	899	1,392	1,942
负债股东权益合计	7,757	8,752	9,272	14,737	11,289	13,437

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.166	0.056	-0.100	1.199	1.096	1.405
每股净资产	2.554	2.631	2.657	3.359	4.017	4.860
每股经营现金净流	0.634	0.520	0.201	6.153	-2.435	2.430
每股股利	0.035	0.018	0.000	0.479	0.439	0.562
回报率						
净资产收益率	6.50%	2.13%	-3.76%	35.68%	27.29%	28.90%
总资产收益率	2.39%	0.72%	-1.21%	9.15%	10.93%	11.76%
投入资本收益率	3.32%	0.69%	6.26%	20.51%	19.92%	18.84%
增长率						
主营业务收入增长率	-9.50%	-22.70%	60.37%	139.62%	15.82%	17.25%
EBIT 增长率	-27.05%	-56.17%	101.66%	829.95%	16.11%	13.36%
净利润增长率	-10.68%	-66.17%	-279.51%	N/A	-8.54%	28.12%
总资产增长率	41.86%	12.82%	5.94%	58.95%	-23.40%	19.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.5	9.6	4.8	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	18.8	34.1	50.1	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	191.3	423.6	300.1	400.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	221.6	558.1	704.0	280.9	229.0	181.6
偿债能力						
净负债/股东权益	47.33%	60.48%	61.81%	-78.47%	2.03%	-22.77%
EBIT 利息保障倍数	7.0	2.1	1.4	229.4	-258.7	375.1
资产负债率	58.40%	62.52%	62.99%	68.25%	47.62%	44.85%

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	1	1
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	1.00	1.00

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：北京市东城区建国门内大街 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