



瑶族自治县栗木矿产品循环产业园总体规划(2023—2035年)》，产业园按照“5年打基础、10年上台、15年实现新跨越”的发展目标，预计到2030年，栗木矿产品循环产业园有望实现工业总产值23亿元以上。

**高纯石英砂产品开始销售。**公司2023年建设高纯石英砂新材料项目，可用于半导体等高端领域，目前已有少量销售。2024年全球4N8及以上石英砂产量达7.98万吨，平均售价为10200美元/吨，根据SMM，进口高纯石英砂在10月份长单价格或为7万元/吨。

**投资建议：**考虑到公司旗下栗木矿业如期推进，多元化战略有望平滑周期波动，预计公司2025/2026/2027年实现营业收入17.67/18.84/27.03亿元，分别同比变化-13.24%/6.62%/43.45%；归属净利润分别为-1.17/0.62/4.06亿元，对应EPS分别为-0.18/0.10/0.63元。

以2025年12月4日收盘价为基准，2025-2027年对应PE分别为-55.46/104.19/16.04倍。首次覆盖给予公司“增持”评级。

#### ● 风险提示：

价格波动风险；项目进度不及预期风险；下游需求不及预期风险；模型假设与实际不符；政策超预期风险等。

#### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2037	1767	1884	2703
增长率(%)	-21.33	-13.24	6.62	43.45
EBITDA(百万元)	79.15	-34.94	181.25	646.62
归属母公司净利润(百万元)	-62.54	-117.30	62.43	405.60
增长率(%)	64.59	-87.55	153.23	549.65
EPS(元/股)	-0.10	-0.18	0.10	0.63
市盈率(P/E)	-104.01	-55.46	104.19	16.04
市净率(P/B)	4.96	5.44	5.17	3.91
EV/EBITDA	31.11	-189.47	35.81	9.18

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1 立足氯碱化工主业，介入矿产资源开发业务

公司主营业务为氯碱化工，配套仓储、物流、矿产资源开发等经营业务，公司主导产品为聚氯乙烯树脂（PVC）、碱产品及电石。公司在夯实氯碱主业的基础上，积极拓展多元化发展战略，2023年3月17日通过参与栗木矿业破产和解的方式介入矿产资源开发业务新领域，广西栗木纳入公司报表合并范围。

栗木矿业主要从事钽、铌、锡、钨等有色金属及非金属（包括高岭土及其他非金属矿）采矿、选矿、冶炼业务。

**背景：**栗木矿业最早开采于20世纪30年代，解放后，中南有色金属工业总局广西分局接管了栗木矿区，并在分析锡精矿时发现了铌钽元素，开始生产铌钽产品。1978年冶金部批准建设1500吨/日采选工程，第一期500吨/日工程1988年建成。

2000年前后，主要矿脉开采殆尽，栗木矿业于2002年按照国家政策实施政策性关闭破产。

2005年东方钽业组建桂林新源钽业有限责任公司接管栗木矿业。

2009年9月，广西有色金属集团有限公司通过旗下桂北投资有限公司以1700万元现金收购东方钽业持有的桂林新源钽业51.2%股权。

2011年，广西有色计划投资4.8亿元建设钽铌冶炼和钨锡冶炼生产线，第一期工程建设钽铌冶炼系统，计划2011年底竣工投产。第二期工程建设钨锡冶炼系统，计划2012年底竣工。项目建成后，年产钽铌产品氟钽酸钾、氧化钽、氧化铌分别为500吨、50吨、200吨；钨产品仲钨酸铵、氧化钨共5000吨，副产品粗锡3000吨。

2016年广西有色因债务危机破产重整，旗下广西有色栗木矿业有限公司（广西有色金属集团桂北投资有限公司）因此停产。

2020年8月10日恭城瑶族自治县人民法院裁定广西有色栗木矿业有限公司进行破产重整，2021年4月7日面向社会公开招募重整投资人。

2022年11月17日，公司召开了2022年第六次临时董事局会议，审议通过了《关于全资子公司对外合作投资设立新公司参与广西有色栗木矿业有限公司破产重整的议案》，同意公司全资子公司金路资管参与栗木矿业的破产重整。

2022年12月13日，公司披露了《关于全资子公司对外合作投资设立新公司参与广西有色栗木矿业有限公司破产重整的进展公告》，经评审委员会投票，最终确定由广西普凯矿业科技有限公司为重整投资人，金路资管为备选重整投资人。

2023年1月4日，公司旗下金路资管拟同意参与栗木矿业的破产和解，和解投资金额为2.4亿元，用于破产债权及费用清偿资金，以全部破产债权、破产费用等100%清偿为标准（和解协议根据清算债权和费用情况多退少补，后期如需要公司进一步追加投资，公司将根据具体情况履行相应决策程序）。

2023年3月17日，公司完成了栗木矿业相关股权、工商过户手续，栗木矿业成为公司全资子公司金路资产管理有限公司下属控股公司。

**图表1：栗木矿业历史沿革**


资料来源：公司公告，百度，中国有色网，中邮证券研究所

**锡钨钽铌多金属矿，资源储量丰富。**根据2014年北部湾产权交易所公告，栗木矿田是我国大型的钽铌矿床，虽经多年开采，矿区仍保有矿产资源储量：矿石量5289万吨，金属量锡90717吨、钨22012吨、钽4602吨、铌4968吨，以目前价格测算，资源开发利用价值巨大。

**尾矿库潜力较大。**根据《共伴生矿产和尾矿综合利用是危机矿山解困的途径之一——部分危机矿山调查研究记述》(丁其光等, 2009), 栗木锡矿水溪庙新尾矿库在当时堆存尾矿650万t以上, 四选厂尾矿坝堆放尾矿300多万t, 尾矿中钽铌钨锡含量均属可再回收的范围, 还有镓、钪、金、银等有价金属, 最终尾砂硅、钾、钠含量较高。考虑到广西有色对栗木矿业开发时间有限, 预计尾矿挖潜潜力巨大。

**60万吨采选改建项目如期推进。**公司以“破产和解”方式取得栗木矿业股权后, 投入了大量人力、物力, 积极推进栗木矿业的复工复产工作, 目前, 已完成了井下清淤等工作及矿区道路的修建, 巷道的排水工作持续进行之中, 洗选、冶炼等项目已经完成了可行性论证, 正在进行施工建设方案编制和项目开工前置审批手续办理。根据四川新金路集团公众号, 规划60万t/a采矿改建项目于11月25日完成副井井架吊装, 完成项目复产的重要一环。

根据2014年北部湾产权交易所披露的栗木公司规划, 栗木公司预计利用一年时间建成60万吨/年采选生产规模, 选矿产品规模达到: 年产锡精矿1109吨、钨精矿89吨、钽铌精矿75吨, 综合回收非金属产品33万吨, 有色金属产品年收入有望达4.20亿元。

**图表2：栗木矿业60万吨采矿改建项目规模测算**

	矿石量(吨)	品位	回收率	产量(吨)	单价(元/吨)	收入(亿元)
五氧化二铌	600000	0.0158%	40.00%	38	330000	0.13
五氧化二钽	600000	0.0153%	40.00%	37	1925000	0.71
锡	600000	0.1800%	80.00%	1109	280000	3.11
钨	600000	0.1300%	80.00%	89	300000	0.27
合计						4.20

资料来源：北部湾产权交易所，中邮证券研究所

**增储扩产前景广阔。**近些年来, 广西壮族自治区自然资源厅“新区突破、老区增储”的思路实现了相应的找矿目标。2023年6月, 广西厅相关领导带队到广西二七一地质队开展新一轮找矿突破战略行动调研, 栗木锡矿重点勘查区被重点介绍。2025年11月广西厅全面推进矿业权整合, 将恭城栗木锡矿列为重点矿区。

**远期看,**公司计划恢复生产并建设栗木循环产业园, 根据《恭城瑶族自治县栗木矿产品循环产业园总体规划(2023—2035年)》, 产业园按照“5年打基础、10年上台、15年实现新跨越”的发展目标, 预计到2030年, 栗木矿产品循环产业园有望实现工业总产值23亿元以上。

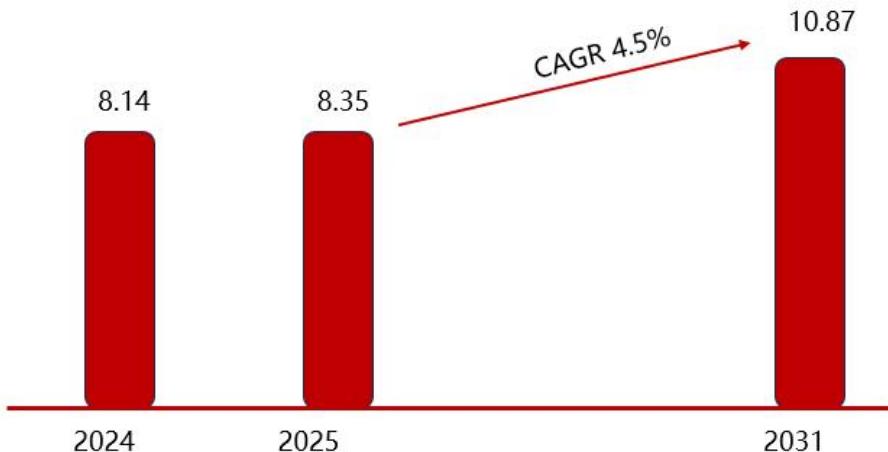
在产业发展路径上，栗木产业园区将深耕锡钨采选及精深加工业，根据开采能力申请配额，建立从上游选矿，中游冶炼至下游精深加工的完整一体化生产体系。针对钽铌稀有金属采选及冶炼加工业，园区将重点围绕钽铌及铷两类矿产资源进行上、中游产业组织。

## 2 高纯石英砂产品开始销售

4N8 及以上石英砂是指纯度达到 99.998%（杂质总含量小于 20ppm）以上的高纯二氧化硅材料，通常采用高纯天然石英或化学合成法制备。此类石英砂对金属杂质、碱金属和放射性元素的控制极为严格，粒度分布均匀，热稳定性和光学均匀性优异。主要用于半导体、光伏硅片、光纤预制棒及高端光学玻璃等领域，是超高纯石英产品体系中的关键等级之一。

2024 年全球 4N8 及以上石英砂产量达 7.98 万吨，平均售价为 10200 美元/吨，根据 SMM，进口高纯石英砂在 10 月份长单价格或为 7 万元/吨。市场规模方面，根据 QY Research 预测，2024 年全球 4N8 及以上石英砂市场销售额达到了 8.14 亿美元，预计 2031 年将达到 10.87 亿美元，年复合增长率（CAGR）为 4.5%。

图表3：4N8 及以上石英砂市场规模（亿美元）



资料来源：QY Research, 中邮证券研究所

全球 4N8 及以上石英砂的生产主要集中在矽比科（Sibelco）（原尤尼明）和天阔石（The Quartz Corp）两家公司，高端石英砂市场仍由国外企业垄断，国内生产商主要是石英股份、安徽威克特瑞新材料等公司。

公司 2023 年建设高纯石英砂新材料项目，可用于半导体等高端领域，目前已有少量销售。

根据粉体网，公司高纯石英砂高端产品生产线以成都理工大学汪灵教授团队 7 项高纯石英国家发明专利组合为核心技术，采用国产矿石，通过自主创新研发、自主生产制造的关键设备，解决了原料遴选、提纯工艺、生产装备、质量检测等四大技术难题，实现了接近 5N 高纯半导体级石英砂的技术水平。截止到 2025 年 4 月，生产线已稳定运行，产品进入批量生产阶段，规划年产能从 5000 吨扩至 2 万吨。

### 3 风险提示

价格波动风险；项目进度不及预期风险；下游需求不及预期风险；模型假设与实际不符；政策超预期风险等。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>									
营业收入	2037	1767	1884	2703	营业收入	-21.3%	-13.2%	6.6%	43.5%
营业成本	1779	1710	1614	1887	营业利润	65.9%	-158.9%	155.6%	596.1%
税金及附加	13	11	12	17	归属于母公司净利润	64.6%	-87.6%	153.2%	549.7%
销售费用	11	10	10	15	毛利率	12.7%	3.2%	14.4%	30.2%
管理费用	248	177	170	243	净利率	-3.1%	-6.6%	3.3%	15.0%
研发费用	9	8	9	12	ROE	-4.8%	-9.8%	5.0%	24.4%
财务费用	21	7	8	7	ROIC	-2.1%	-6.3%	3.5%	17.7%
资产减值损失	-19	0	0	0	偿债能力				
营业利润	-54	-141	78	544	资产负债率	46.7%	51.3%	51.9%	48.3%
营业外收入	1	1	1	1	流动比率	0.97	1.07	1.32	1.86
营业外支出	3	3	3	3	营运能力				
利润总额	-57	-143	76	542	应收账款周转率	29.70	30.01	33.34	38.07
所得税	4	-21	11	81	存货周转率	5.45	5.22	5.17	5.74
净利润	-60	-121	65	461	总资产周转率	0.78	0.67	0.70	0.86
归母净利润	-63	-117	62	406	每股指标(元)				
每股收益(元)	-0.10	-0.18	0.10	0.63	每股收益	-0.10	-0.18	0.10	0.63
<b>资产负债表</b>									
货币资金	299	454	713	1400	每股净资产	2.02	1.84	1.94	2.57
交易性金融资产	20	20	20	20	估值比率				
应收票据及应收账款	106	92	98	92	PE	-104.01	-55.46	104.19	16.04
预付款项	88	85	80	94	PB	4.96	5.44	5.17	3.91
存货	334	321	303	355	现金流量表				
流动资产合计	926	1043	1289	2059	净利润	-60	-121	65	461
固定资产	1066	986	906	826	折旧和摊销	115	101	97	98
在建工程	123	130	147	164	营运资本变动	-203	11	-12	19
无形资产	174	160	146	132	其他	42	6	11	12
非流动资产合计	1695	1578	1501	1424	经营活动现金流净额	-106	-3	161	589
资产总计	2621	2621	2790	3482	资本开支	-23	-12	-22	-22
短期借款	269	299	329	359	其他	46	36	8	12
应付票据及应付账款	395	380	358	419	投资活动现金流净额	23	24	-14	-11
其他流动负债	296	296	292	332	股权融资	156	0	0	0
流动负债合计	959	974	978	1110	债务融资	7	147	130	130
其他	264	371	471	571	其他	-52	-12	-17	-21
非流动负债合计	264	371	471	571	筹资活动现金流净额	110	135	113	109
负债合计	1223	1345	1449	1680	现金及现金等价物净增加额	28	155	260	687
股本	649	649	649	649					
资本公积金	191	191	191	191					
未分配利润	388	271	324	669					
少数股东权益	85	81	83	138					
其他	84	85	94	155					
所有者权益合计	1397	1276	1341	1802					
负债和所有者权益总计	2621	2621	2790	3482					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3

楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048