



# 钨业一体化龙头，矿山注入开启新篇章

## —— 中钨高新（000657）深度报告

分析师：华立 分析师：阎予露

# 钨业一体化龙头，矿山注入开启新篇章

## —— 中钨高新（000657）深度报告

2025 年 12 月 26 日

### 核心观点

- 钨产业“国家队”，全球钨业一体化龙头：**公司背靠五矿集团，为矿山、冶炼、合金的钨全产业链公司。管理范围内(含托管)钨矿保有钨资源量 123 万吨，占全国查明钨资源量的 11%。公司硬质合金产量长期稳居全球第一，旗下“株硬公司”被誉为“中国硬质合金工业摇篮”，“金洲公司”是 PCB 微钻行业龙头，“株钻公司”在数控刀具行业领先。
- 矿山注入稳步推进，钨资源自给率有望持续提升：**2024 年注入柿竹园，2025 年注入远景钨业，两者合计钨精矿权益产量达 1.06 万吨/年。柿竹园万吨技改项目预计 2027 年完工投产，届时钨精矿权益产量再增 2000 吨/年，达到 1.26 万吨/年。公司还受托管五矿集团旗下 3 座钨矿，正在积极推进注入，估算钨精矿产量合计 1.4 万吨，随着托管矿山持续注入体内，公司钨资源自给率有望进一步提升。
- PCB 微钻行业龙头，产能扩张顺应需求爆发：**公司旗下“金洲公司”是 PCB 微钻行业龙头，估算当前月均产能达 8000 多万只。PCB 行业快速发展，以 AI 服务器为代表的智算基础设施需求增长有望成为 PCB 新成长引擎，Prismark 预测未来五年全球 PCB 产值复合增长率约为 5.2%。公司顺应需求增长积极扩产，规划项目投产后年产能有望达到 10.13 亿支。
- 供给缺口或将长期持续，钨价中枢有望抬升。**原钨供给相对刚性，国内钨矿配额收紧，矿山资源品位降低成本上升，海外矿山开发进展缓慢，全球钨矿供给增量有限。航空航天、电子信息、军工等领域需求持续提升，光伏与可控核聚变打开钨需求成长空间。钨供给紧张格局预计长期持续，钨价中枢将显著抬升。
- 投资建议：**公司是全球钨行业一体化龙头，钨矿注入持续推进，PCB 微钻生产规模全球领先且稳步扩产，业绩有望充分受益钨价上行和 PCB 行业高景气。原钨供给相对刚性，全球原钨供给增量有限，需求稳步增长而供给紧张的长期局面有望支撑钨价中枢中长期抬升。公司持续推进钨矿资源注入，钨自给率不断提升，估值有望抬升。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 15.62/22.60/28.26 亿元，对应 EPS 为 0.69/0.99/1.24 元，对应 PE 各为 42/29/23x，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**钨价波动超预期的风险；下游制造业需求不及预期的风险；PCB 微钻景气回落或扩产不及预期的风险；矿山注入与政策监管不及预期的风险。

### 主要财务指标预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14742.77	20190.22	26293.73	32091.49
收入增长率	15.76%	36.95%	30.23%	22.05%
归母净利润(百万元)	939.45	1561.54	2260.36	2826.31
利润增长率	93.87%	66.22%	44.75%	25.04%
毛利率	22.07%	25.92%	27.12%	27.39%

### 中钨高新（股票代码：000657）

**推荐** 首次评级

### 分析师

**华立**

☎：021-20252629

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

**阎予露**

☎：010-80927659

✉：yanyulu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522040004

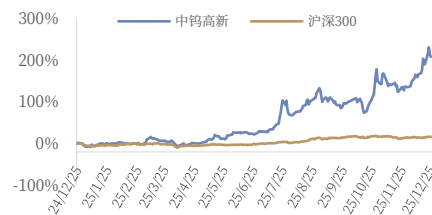
### 市场数据

2025 年 12 月 25 日

股票代码	000657
A 股收盘价(元)	28.82
上证指数	3,959.62
总股本(万股)	227,860
实际流通 A 股(万股)	144,438
流通 A 股市值(亿元)	416

### 相对沪深 300 表现图

2025 年 12 月 25 日



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

摊薄 EPS(元)	0.412	0.685	0.992	1.240
PE	69.90	42.05	29.05	23.24
PB	8.70	7.54	6.32	5.25
PS	4.45	3.25	2.50	2.05

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 目录

## Catalog

一、全球钨业与高端硬质合金制造龙头.....	4
（一）五矿集团旗下钨产业运营管理平台 .....	4
（二）实控人五矿集团，公司是钨产业“国家队” .....	6
（三）注入上游钨矿，盈利能力大幅提升 .....	8
二、从钨矿到深加工一体化钨产业链.....	10
（一）柿竹园、远景钨业——上游钨资源持续注入 .....	10
（二）金洲公司——PCB 微钻行业龙头 .....	15
（三）株钻公司——数控刀具行业领先 .....	18
三、行业：供需长期紧平衡，钨价中枢抬升.....	21
（一）供给：国内指标收紧，全球增量有限 .....	21
（二）需求：传统领域托底，新兴领域打开成长空间.....	25
（三）供给紧张价格中枢抬升，战略价值凸显 .....	28
四、盈利预测与估值 .....	30
（一）盈利预测 .....	30
（二）估值与投资建议 .....	31
五、风险提示 .....	33

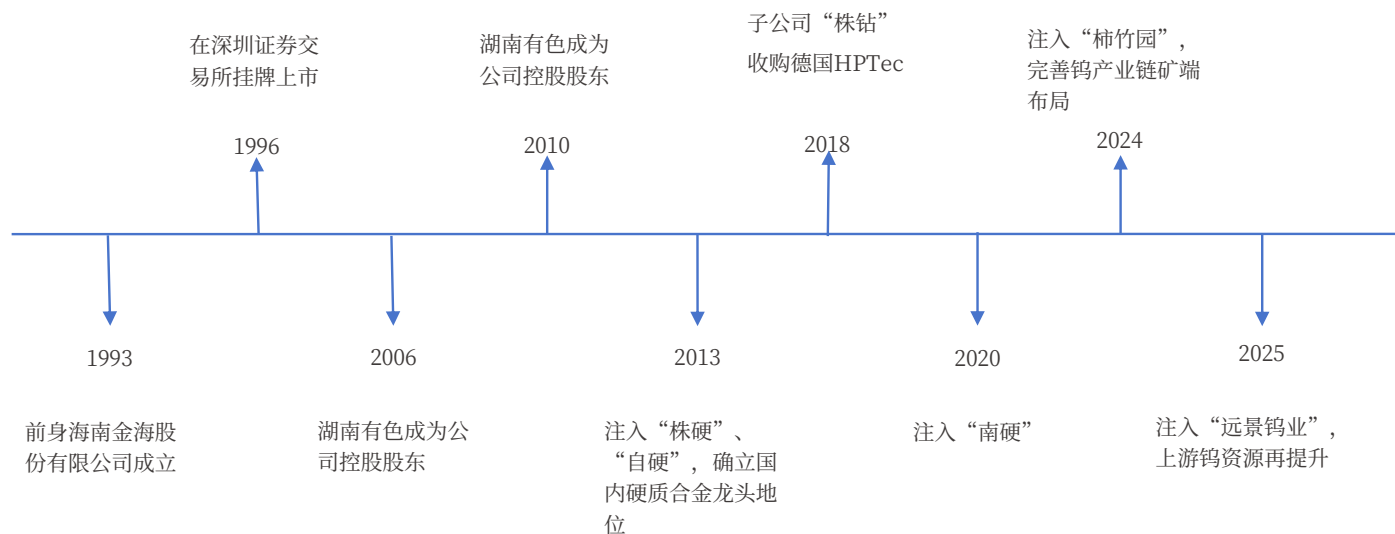
## 一、全球钨业与高端硬质合金制造龙头

### （一）五矿集团旗下钨产业运营管理平台

中钨高新材料股份有限公司是中国五矿旗下钨产业的运营管理平台，管理运营着集矿山、冶炼、加工、贸易于一体的完整钨产业链。公司前身为海南金海股份有限公司，1996年12月在深圳证券交易所挂牌上市，2000年6月更名为中钨高新材料股份有限公司；2013-2020年间，公司先后注入“株硬”、“自硬”、“南硬”，硬质合金相关业务逐渐壮大；2024年开启钨矿山端资源注入，2024年注入“柿竹园”、2025年注入“远景钨业”，钨资源权益自给率持续提升。公司主要产品包括钨精矿、仲钨酸铵、硬质合金和钨、钼、钽、铌等有色金属及其深加工产品和装备的研制、开发、生产、销售及贸易业务等，公司为矿山、冶炼、合金钨全产业链公司。

公司产品终端主要应用于汽车制造、轨道交通、能源装备、矿山开采、基础建设及钢铁冶金等传统工业领域，以及航空航天、新能源、人工智能、半导体与电子信息等新兴高端领域。公司管理范围内(含托管矿山)钨矿山保有钨资源量123万吨，占全国查明钨资源量的11%。钼资源量10.9万吨，铋资源量20.9万吨，萤石资源量4700万吨。公司受托管理范围内的钨储量、钨冶炼生产能力均居行业前列，硬质合金占国内市场的25%以上份额。

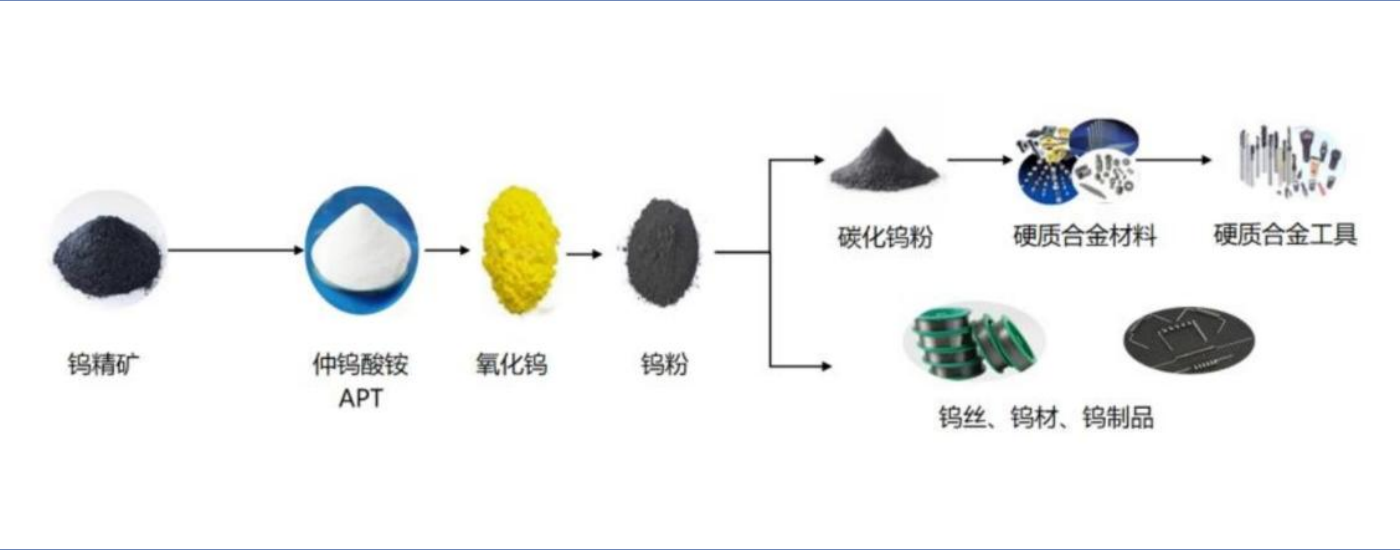
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院





图2：钨产业链示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表1：公司主要产品及业务

类型	产品	部分产品示意图
切削刀具及工具	整体刀具、数控刀具、切削刀片（数控刀片，传统刀片）、IT 工具	
其他硬质合金	棒材、矿用合金、轧辊（含顶锤）、异型、精密零件、传统合金、钻掘工具、成品工具。	
难熔金属	钨钼制品、钽铌制品、硬面材料（铸造碳化钨，热喷涂产品等）、钨丝。	

精矿及粉末产品	钨精矿、萤石精矿、钼精矿、铋精矿、碳化钨粉、蓝钨、黄钨、仲钨酸铵、混合料、钴粉等	     
贸易及装备业务	智能装备、合金装备、粉末装备等	  

资料来源：公司公告、公司官网，中国银河证券研究院

表2：公司产品终端应用领域

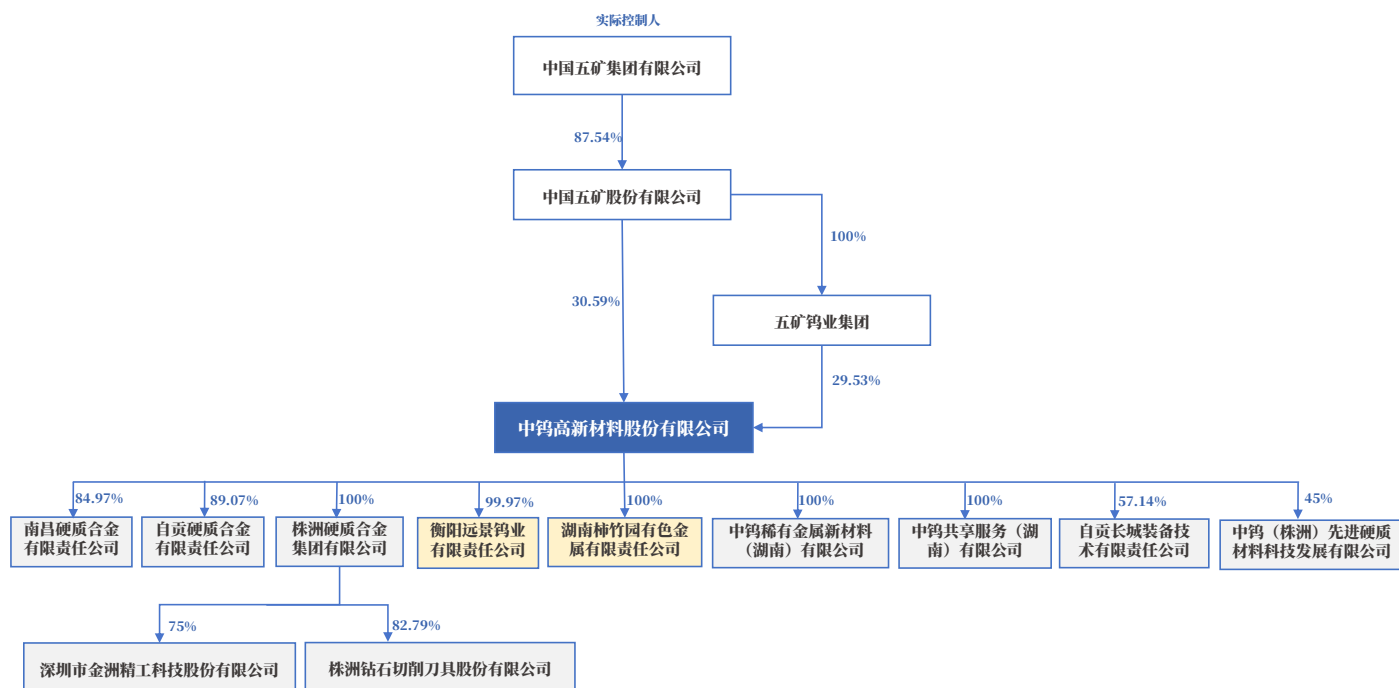
终端领域	产品的具体应用
航空航天	切削刀具广泛应用于航空结构件的高精度铣削
	耐磨工具用于制造火箭发动机喷嘴、燃气轮机叶片等高温高压部件
新能源汽车	切削刀具用于锂电池极耳切割、壳体精密加工等
	硬质合金双极板涂层材料是提升燃料电池性能的关键
人工智能	硬质合金可用于制造机器人的关节、手臂等关键零部件；在一些高精度传感器的生产中，硬质合金用于制造传感器的外壳或关键部件，确保传感器的精度和可靠性；硬质合金模具在芯片制造的光刻、蚀刻等工艺中有着重要应用；硬质合金可用于制造数据存储设备中的关键零部件，如硬盘的读写头支架等。
半导体与电子信息	硬质合金微钻用于印刷电路板钻孔，超薄硬质合金刀片用于硅晶圆切割，减少崩边和材料损耗；硬质合金精密模具用于手机中框 CNC 加工、折叠屏铰链加工，满足高精度和高效率的需求。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）实控人五矿集团，公司是钨产业“国家队”

公司实际控制人为中国五矿集团有限公司，截至 2025 年三季度末，公司控股股东为中国五矿股份有限公司，持股占比 60.12%，其中通过五矿钨业集团有限公司持股 29.53%。公司旗下拥有全资子公司湖南柿竹园有色金属有限责任公司（下称“柿竹园公司”）、株洲硬质合金集团有限公司（下称“株硬公司”）、中钨稀有金属新材料(湖南)有限公司（下称“稀有新材”），控股子公司衡阳远景钨业有限责任公司（下称“远景钨业”，持股比例 99.97%）、自贡硬质合金有限责任公司（下称“自硬公司”，持股比例 89.07%）、南昌硬质合金有限责任公司（下称“南硬公司”，持股比例 84.97%）等。此外，公司还受托管理中国五矿集团旗下的香炉山、新田岭和瑶岗仙三家钨矿山。

图3：公司股权结构图（截至 2025 年 12 月 12 日）

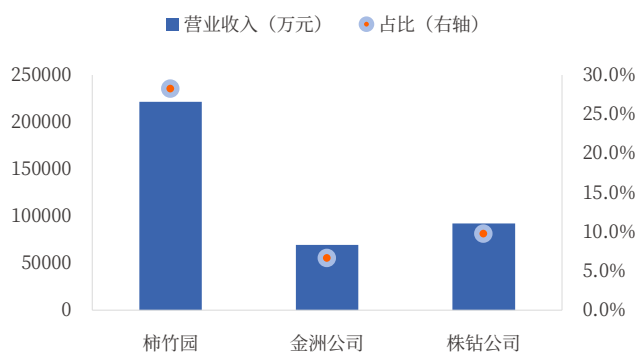


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

根据 2025 年半年报，公司净利润主要来源于柿竹园公司、金洲公司、株钻公司。2025 上半年，公司净利润 80% 来源于柿竹园公司，21.8% 来源于金洲公司、7.5% 来源于株钻公司（按持股比例折算）。柿竹园公司拥有目前全球在产的最大单体钨矿山，截至 2025 年上半年，钨精矿产量 0.42 万吨，APT 产量 0.85 万吨，硬质合金产量超 0.75 万吨，稳居全球第一。2024 年公司生产钨精矿 0.78 万吨，郴州钨分公司年产 APT 1.53 万吨，钨精矿产量约占国内钨总产量的 6%，占世界钨总产量 4% 以上，钨资源金属量 56 万吨，占全国钨资源储量的比例超 30%；年产萤石超 30 万吨，萤石产量位居国内行业前列。株硬公司被誉为“我国硬质合金工业的摇篮”，建厂于 1954 年，是国家“一五”期间建设的 156 项重点工程之一。株硬公司旗下控股子公司深圳市金洲精工科技股份有限公司（下称“金洲公司”）是全球领先的设计和和生产印制板用硬质合金微型钻头、铣刀、特殊精密刀具的国家级高新技术企业之一；控股子公司株洲钻石切削刀具股份有限公司（下称“株钻公司”）是国内领先的硬质合金切削刀具综合供应商，于 2018 年收购德国 HPTec 公司。自硬公司是我国自主设计建设的第一家大型硬质合金生产企业。南硬公司是国内大型钨粉末制品、硬质合金及精密工具生产、经营、出口基地之一。

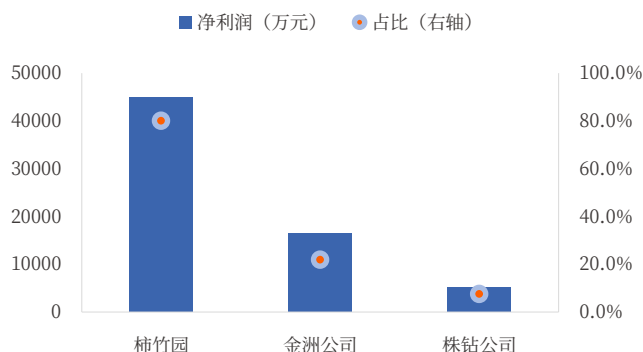


图4：2025H1 柿竹园、金洲公司、株钻公司营业收入贡献度



资料来源：公司公告、Wind，中国银河证券研究院

图5：2025H1 柿竹园、金洲公司、株钻公司净利润贡献度

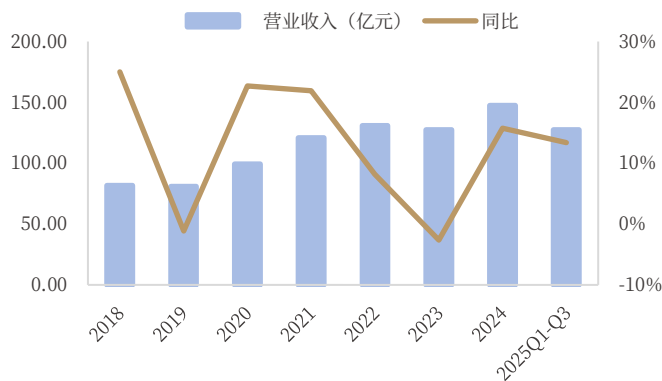


资料来源：公司公告、Wind，中国银河证券研究院

### （三）注入上游钨矿，盈利能力大幅提升

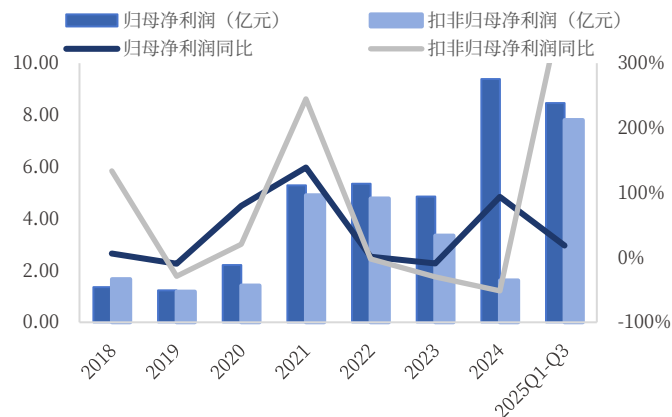
受益于 2024 年底并表柿竹园为公司新增精矿及仲钨酸铵等产品，叠加钨精矿及仲钨酸铵等产品价格同比大幅上涨，带动公司 2025 年前三季度营业收入同比增长 13.4%，归母净利润同比增长 18.3%（追溯重述后）。精矿方面，柿竹园公司钨精矿产量与指标配额相匹配，近几年获批配额稳定，2024 年钨精矿产量 0.78 万吨；APT 方面，近三年产量保持稳定增长，2024 年 APT 产量 1.53 万吨；下游合金产品方面，公司硬质合金和数控刀片近几年产量保持稳定。

图6：公司营业收入及增速（追溯重述后）



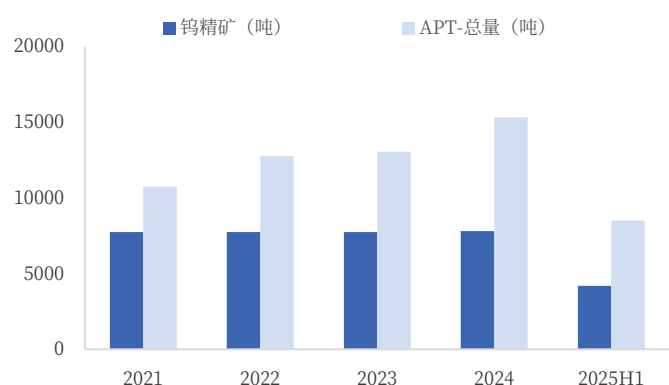
资料来源：公司公告、Wind，中国银河证券研究院

图7：公司扣非/归母净利润及增速（追溯重述后）



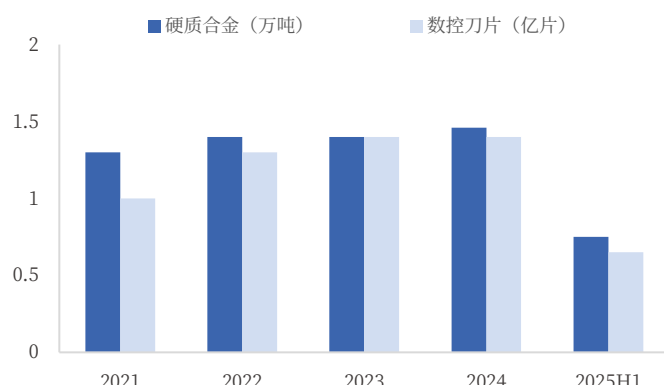
资料来源：公司公告、Wind，中国银河证券研究院

图8：柿竹园钨精矿和 APT 产量



资料来源：公司公告、Wind，中国银河证券研究院（注：2021 年为测算数据）

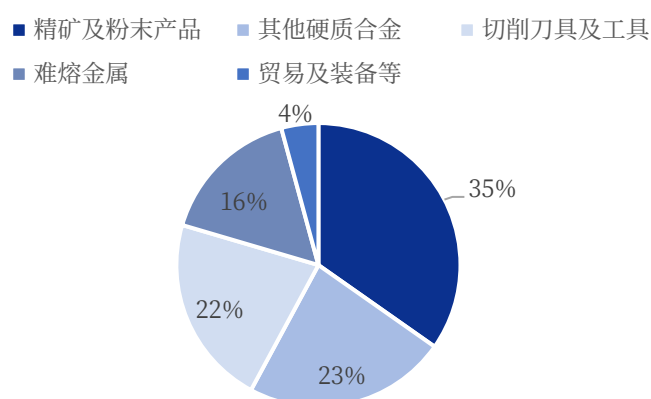
图9：公司硬质合金和数控刀片产量



资料来源：公司公告、Wind，中国银河证券研究院

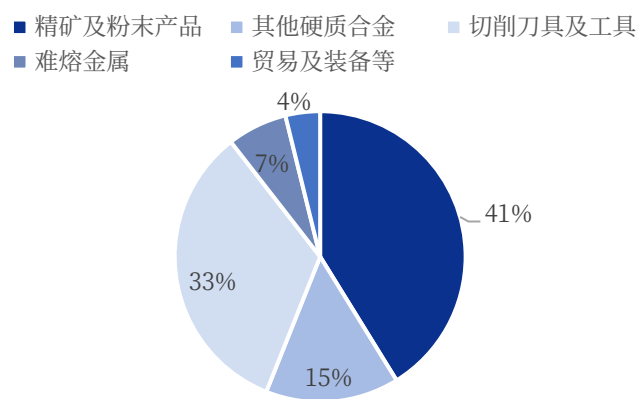
注入柿竹园后，公司产品的收入结构有所变化，主要是此前的粉末制品变为精矿及粉末产品，新增了钨产业链上游的钨精矿、萤石精矿、钼精矿、铋精矿、仲钨酸铵等产品。根据 2025 年半年报，柿竹园并表后公司营业收入主要来自精矿及粉末产品（35%）、其他硬质合金（23%）、切削刀具及工具（22%）、难熔金属（16%）以及贸易及装备（4%）；毛利主要来自精矿及粉末产品（41%）、其他硬质合金（15%）、切削刀具及工具（33%）、难熔金属（7%）以及贸易及装备（4%）。

图10：2025H1 公司营业收入构成占比



资料来源：公司公告、Wind，中国银河证券研究院

图11：2025H1 公司毛利构成占比



资料来源：公司公告、Wind，中国银河证券研究院

## 二、从钨矿到深加工一体化钨产业链

### （一）柿竹园、远景钨业——上游钨资源持续注入

“世界有色金属博物馆”柿竹园，钨资源工业可采储量全球第一。柿竹园公司是国内最大钨精矿和铋金属矿山生产基地之一，是全国首批矿产资源综合利用示范基地、湖南省级绿色矿山单位。其矿产资源丰富，矿物品种多达百余种，保有资源储量 1.9 亿吨，钨资源金属量 56 万吨，占全国钨资源储量的比例超 30%，工业可开采储量全球第一。柿竹园公司前身为湖南柿竹园有色金属矿，系 1986 年 7 月由原东波有色金属矿、柿竹园多金属矿合并组建的国家大型二档采、选、冶联合企业，采矿权面积 30.669 平方公里，拥有钨钼铋多金属矿床、铜锡矿床、铅锌矿床以及柴山钼铋钨多金属矿床，其中钨钼铋多金属矿床为世界罕见的特大型矿床。柿竹园矿山历史悠久，其矿业发展始自宋朝，清朝时期主要出产砂锡矿，民国时期主要出产硫铁矿，目前已探明钨、钼、铋、萤石等 143 种矿物，被中外地质专家誉为“世界有色金属博物馆”。

图12：柿竹园公司示意图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图13：柿竹园公司示意图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

柿竹园采矿权大致划分为柿竹园钨多金属矿区、柴山钨多金属矿区、野鸡尾铜锡多金属矿区、蛇形坪~才观铅锌矿区、牛角垄铅锌矿区、妹子垄钨多金属矿区等六个矿区。其中，柿竹园钨多金属矿区为在产矿，是柿竹园公司的主力矿区，正在进行万吨采选技改项目，预计 2027 年完工；柴山钨多金属矿为建设完毕的待产矿山；野鸡尾矿区为拟建矿区，拟作为柿竹园矿区露天开采完毕后的资源接续。剩余三个矿区因保有资源量较少、距离其他矿区较远、品味较低等原因暂不具备开发价值或开发条件。

表3：柿竹园公司采矿权证下各个矿区的情况

矿区	矿区开采情况介绍
柿竹园多金属矿区	柿竹园公司的主力矿区，此前一直进行地下开采，目前正在开展 1 万 t/d 采选技改项目，技改完成后采矿方式将由地下开采转为露天开采。
柴山多金属矿区	2013 年开始建设，在建成后进行实验性生产，但由于矿山品位较低，后续未进行开采；在 2024 年年中完成开采前工作，开始试生产运营。

野鸡尾铜锡矿区	2016 年开始建设，在建成后进行实验性生产，后续未进行生产。作为后备接续矿区，计划在柿竹园多金属矿和柴山多金属矿主要资源开采完毕后再进行该矿区开采。
蛇形坪—才观铅锌矿区	历史上曾作为柿竹园公司此前主要开采的铅锌资源矿进行开采，后由于可开采资源量较少，报告期内未进行开采，目前暂无复采计划。
牛角垄铅锌银矿区	历史上曾经进行过开采，后由于资源量少，报告期内未进行开采，目前暂无复采计划。
妹子垄矿区钨多金属矿区	历史上未有过开采，目前处于资源普查阶段，目前暂无开采计划。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表4：柿竹园钨多金属矿区保有资源储量表（截至 2022 年底）

资源储量 类型	矿石量 (万吨)	保有资源储量							
		WO3		Mo		Bi		CaF2	
		金属量 (吨)	平均品位 (%)	金属量 (吨)	平均品位 (%)	金属量 (吨)	平均品位 (%)	矿物量 (万吨)	品位 (%)
TM	3042.4	132586	0.44	34639	0.11	39277	0.129		
KZ	10028.7	258160	0.26	27455	0.03	99314	0.099		
TD	3860.1	106374	0.28	26655	0.07	41261	0.107		
小计 KZ <sub>4</sub> +TD <sub>2</sub>	16931.2	497120	0.29	88749	0.05	179852	0.106	3522	20.5
KZ <sub>24</sub> +TD <sub>2</sub>	1460.6	16404	0.11	23833	0.16	1796	0.012		
合计	18391.8	513524	0.28	112582	0.06	181648	0.099	3522	19.15

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表5：柴山钨多金属矿区保有资源储量表（截至 2022 年底）

资源储量 类型	矿石量 (万吨)	金属量(吨)、矿物量(万吨)				品位 (%)			
		WO3	Mo	Bi	CaF2	WO3	Mo	Bi	CaF2
KZ	1531.9	37570	9723	10869		0.245	0.063	0.071	
TD	955.2	26224	6012	7216	436	0.275	0.063	0.076	17.53
小计	2487.1	63794	15735	18085	436	0.26	0.06	0.073	17.53
(TD 低)	103.3	1250	383	438		0.121	0.037	0.042	
合计	2590.4	65044	16118	18523	436	0.251	0.062	0.072	17.53

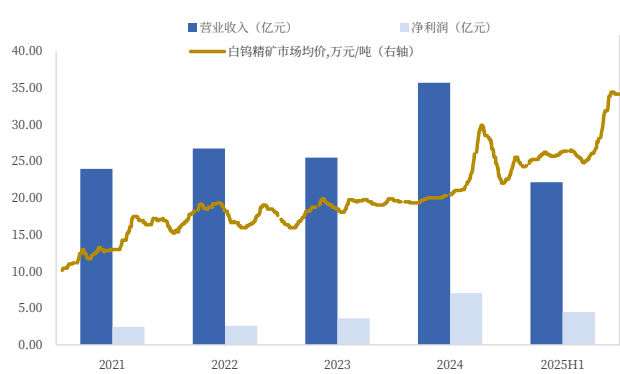
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**2024 年底完成注入，开启钨产业布局向上游资源端延伸步伐。**中钨高新于 2024 年 12 月完成柿竹园公司 100%股权注入，实现钨产业布局向上游资源端延伸，公司在原有钨产业链下游业务的基础上，新增钨产业链上、中游的钨矿采选及冶炼业务，形成集钨矿山、钨冶炼、硬质合金及深加工的完整钨产业链。柿竹园公司的注入也是公司实控人中国五矿集团对其此前承诺将钨矿山、钨冶炼企业在达到资产注入条件后注入上市公司、以完善钨产业链的兑现。

柿竹园公司的主要产品包括括钨精矿、钼精矿、铋精矿、萤石精矿等采选产品以及氧化钨、仲钨酸铵等冶炼产品，公司盈利能力与所售精矿产品价格及产销量密切相关。柿竹园公司年产钨精矿近 8000 吨（标吨），年产萤石超 30 万吨，所生产钨精矿主要用于自用冶炼生产及下游合金生产，少部分用于对外销售。根据公司在 2025 年 5 月 6 日披露的投资者调研纪要，柿竹园公司目前生产

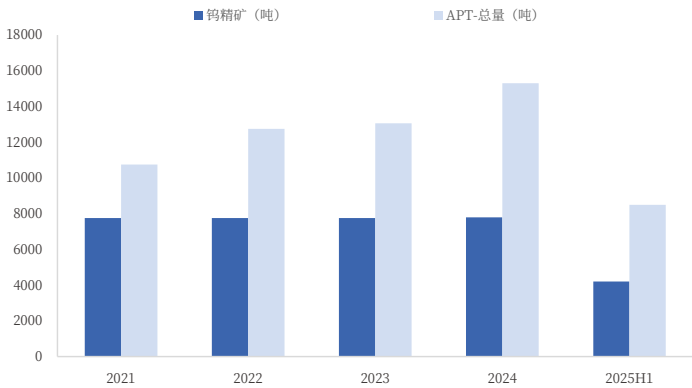
的钨精矿对中钨高新硬质合金所需钨原材料的供给率约 20%。

图14：柿竹园公司 2021-2024 年营业收入、净利润与钨精矿价格



资料来源：公司公告、百川盈孚、Wind，中国银河证券研究院

图15：柿竹园公司 2021-2024 年钨精矿及 APT 产量





资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：2021 年为测算数据）

表6：柿竹园公司 2022-2024 年 3 月钨精矿产量（标吨）及用途




项目		2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
钨精矿	产量	1,891.75	7,749.46	7,749.83
	其中：用于进一步冶炼生产	1,846.55	6,515.99	5,544.19
	用于进一步冶炼生产数量占产量比例	97.61%	84.08%	71.54%
	对外销售数量	63.45	1,095.23	3,073.94

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：用于对外销售的钨精矿包含自产的钨精矿和对外采购的钨精矿）

表7：柿竹园公司主要产品

产品类型	产品图片	产品介绍及用途
钨精矿		钨精矿主要用于生产钨化合物，如钨酸钠、仲钨酸铵（APT）、偏钨酸铵（AMT）等，并可进一步生成三氧化钨、蓝色氧化钨、钨粉、碳化钨、硬质合金等。
钼精矿		钼主要用于炼钢和电子器件等领域。炼钢方面，掺入钼的合金钢具有高强度、高韧性、突出的耐热强度和抗腐蚀性能，此外还可用于特种合金、电极和催化剂等；电子器件方面，钼具有高强度、高硬度、机械性能优异的特点，在高温下仍能保持高强度和高硬度，因此被广泛应用于电子管、晶体管、整流器等。
铋精矿		铋主要用于合金制造、化学试剂、医药化工、电子材料等领域。铋合金具有较低的熔点和较高的膨胀系数，可用于制造液压设备、导热材料、自动喷涂合金等。
萤石精矿		萤石粉广泛应用于钢铁冶炼及铁合金生产、化学工艺和有色金属冶炼。在冶金工业中，萤石粉主要作为助熔剂，可降低难熔物质的熔点，促进炉渣流动，使渣和金属很好分离；在化学工业中，萤石粉是制造氢氟酸的主要原料，用于生产一系列有机氟化物，这些化合物被广泛用作冷冻剂、空气溶胶促进剂；在建筑行业中，萤石粉通常被用作水泥熟料的矿化剂，它能降低炉料的烧结温度并减少燃料的消耗。此外，萤石也可应用于玻璃工业和陶瓷工业。



仲钨酸铵			仲钨酸铵由钨精矿经压煮、萃取、蒸发结晶而制得，主要用于制造三氧化钨或蓝色氧化钨，还用于制造含钨催化剂、钨化合物等，在石油化工行业中可作为添加剂使用。
氧化钨	黄色氧化钨		黄色氧化钨由仲钨酸铵经高温煅烧制成，因温度不同而呈黄色，主要用于生产金属钨粉、碳化钨及用于硬质合金、刀具和模具的制造，同时也可以用于生产化工产品，还用于石油化工的主催化或辅助催化剂。
	蓝色氧化钨		蓝色氧化钨由仲钨酸铵经高温煅烧制成，因温度不同而呈蓝色，主要用于生产金属钨粉、碳化钨及用于硬质合金、刀具和模具的制造，同时也可以用于光电子学领域，还用于电化学储能器件等。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**万吨技改项目有望于 2027 年完工，钨精矿产能预计提升 25%。**柿竹园公司证载生产规模为 350 万吨/年，柿竹园钨多金属矿区由于地采多年，适合井下开采资源逐步减少，目前正在实施采选尾万吨技改项目。本技改项目由“金钽垄尾矿库工程项目”、“1 万 t/d 采选技改项目”和“新型清洁钨冶炼生产线技改工程项目”三个项目构成，技改后采矿由地下开采转为露天开采，技改规模为处理原矿量 10000 吨/日；选矿由原来 6500 吨/日改造成 10000 吨 1 天并新建金钽垄尾矿库。本次技改有利于提高矿石入选品位和精矿产率，技改完成后柿竹园公司采选矿石规模将得以提升，钨精矿年产能将由目前的 8000 吨提升至 1 万吨，提升幅度达 25%。根据公司官网信息，2025 年 12 月 18 日，柿竹园采矿工程项目正式开工。

**注入远景钨业，持续提升钨资源自给率。**2025 年 12 月 12 日，公司完成收购远景钨业 99.97% 股权，远景钨业保有钨金属量约 15.45 万吨，年产量约 2,600 吨，注入远景钨业后公司钨资源自给率有望进一步提升。远景钨业拥有 1 处采矿权，位于大皂工区，大皂工区由两个彼此相邻的杨林坳矿段和窑木岭矿段所组成，位于湖南省衡南县川口办事处川口村。截至 2025 年 5 月 31 日保有资源量合计 4,035.90 万吨，钨金属量 154,462.70 吨，平均品位 0.383%。其中杨林坳矿区保有钨矿矿石量 3,335.80 万吨，金属量 131,072.60 吨，品位 0.393%；窑木岭矿区保有钨矿矿石量 700.10 万吨（其中界外 130.90 万吨），金属量 23,390.10 吨（其中界外 4,206.30 吨），品位 0.334%。

表8：远景钨业采矿权信息

矿山名称	衡阳远景钨业有限责任公司大皂工区
开采矿种	钨矿
开采方式	地下开采
生产规模	75.90 万吨/年
矿区面积	5.1601 平方公里
有效期限	自 2022 年 01 月 06 日至 2032 年 01 月 06 日

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图16: 远景钨业示意图



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

图17: 远景钨业示意图



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

**剩余 3 座托管矿山注入正在推进，钨精矿自给率有望进一步提升。**据中钨高新与五矿钨业、湖南有色资产经营管理有限公司签署的《股权托管协议》，中钨高新还受托管理香炉山、新田岭和瑶岗仙 3 座钨矿山。根据公司在 2025 年 5 月 6 日披露的投资者调研纪要，目前中钨高新年产硬质合金超 1.4 万吨，对原材料的需求折合成钨精矿约为 4 万吨左右，柿竹园、远景钨业加上前述托管的 3 座待注入矿山合计年产钨精矿约 2.6 万-2.7 万吨，对中钨高新的钨自给率在 70% 以上。中国五矿集团和五矿股份已出具《关于避免同业竞争的承诺函》，后续公司将积极推进托管的其余钨矿山资产的注入。随着托管矿山的持续注入，公司自给率有望进一步提升。

表9: 公司受托管理的 3 座矿山

瑶岗仙矿业	新田岭钨业	香炉山钨业

资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

## （二）金洲公司——PCB 微钻行业龙头

深圳市金洲精工科技股份有限公司（金洲公司）是公司的二级子公司，中钨高新通过全资子公司“株硬公司”持有金洲公司 75% 股权。金洲公司成立于 1986 年，是全球领先的设计和和生产硬质合金微型钻头、铣刀以及 IT 用行业精密刀具和精密模具的高科技企业；是中国 PCB 用硬质合金钻头行业和中国汽车空调翅片级进模制造的领先企业，也是国际 PCB 用硬质合金钻头行业的先进企业。主要产品有线路板用刀具、涂层刀具、非标定制刀具、超硬刀具、金属饰品刀具、齿科旋转刀具、模具产品。产品广泛应用于通信设备、服务器、汽车电子等高多层、HDI 板领域。


















金洲公司目前拥有 500 多项发明和实用新型专利,具有全球先进的微钻自动化生产和质检设备,确保质量领先。公司产品销售全球覆盖面广,产品远销日本、韩国、欧美、东南亚和台湾等国家地区。随着 5G 时代来临,通信相关 PCB 板的需求量爆增,为了解决钻孔限低、速度慢所导致的 PCB 板产能增速难以匹配需求爆发速度,以及高频高速板材的大厚径比带来的对钻效率低及对位风险大等问题,金洲公司研发的针对性钻孔方案采用高频高速板材专用高速钻头,提升孔限 60% 以上,并提高加工效率,35 倍的超高长径比钻头从一面钻透、避免对钻的弊端。

金洲公司不断加强科技创新研发,针对 AI 服务器领域高多层高速板高厚径比微孔加工,加快推广“碳骑士”HL 新产品系列,占领高端市场,进一步巩固了在大长径比微钻领域的领先地位;针对高端芯片用 FC-BGA 厚芯封装基板微孔加工,加大新产品 PK 系列的测试推广,扩大市场占有率;针对汽车电子、HDI 等高可靠性电路板板增层提效加工,重点推广钻头 SU 和铣刀 HE 新产品系列;开发的 ND 型涂层微钻加工 EM390、EM526 等高磨损板材寿命提升 2 倍以上;完成阻生齿拔牙车针减振系列齿科工具开发,实现 TPU 牙套用车针工艺优化,推出修复科高效预备车针系列,满足口腔多科室多样化的需求(截止 2025 年上半年)。

表10：金洲公司主要产品

产品类别	具体产品	示意图
线路板用刀具	ST 型钻头、UC 型钻头、ID 型钻头、SD 型钻头、HD 型钻头、套齿型铣刀、断屑型铣刀、螺旋型铣刀、非标准刀具	
		ST型钻头
		
		UC型钻头
		
		ID型钻头
		
		SD型钻头
		
		HD型钻头
		
		套齿型铣刀

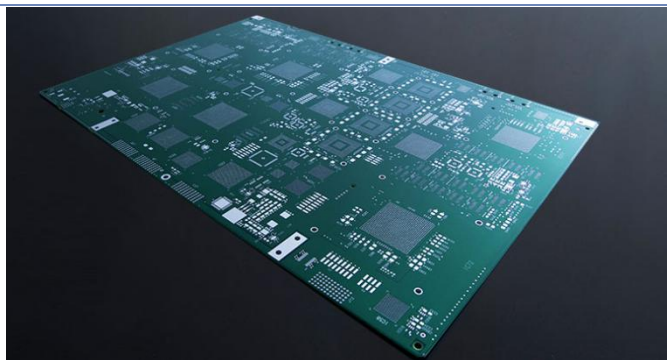


涂层刀具	MAC 涂层、HCN 涂层、SHC 涂层、SHD 涂层、NB 涂层			
		MAC涂层	HCN涂层	SHC涂层
非标定制刀具	铣刀、钻头、铰刀、成型铣刀			
		铣刀	钻头	铰刀
超硬刀具	PCD 刀具、MCD 刀具			
		PCD刀具	MCD刀具	
金属饰品刀具	波针、轮针、斜牙针、直牙针、斜柱针、圆柱针、伞针、钻针			
		波针	轮针	斜牙针
齿科旋转刀具	CAD/CAM 车针、低速技工车针、钨钢磨头	 CAM/CAD车针 超长寿命，比肩国际水平	 技工车针 八面玲珑，多种场合适用	 钨钢磨头 炫彩磨头，高效打磨工具
模具产品	汽车空调模具、家用空调模具、钣金模具及产品			
		汽车空调模具	家用空调模具	钣金模具及产品

资料来源：金洲公司官网，中国银河证券研究院

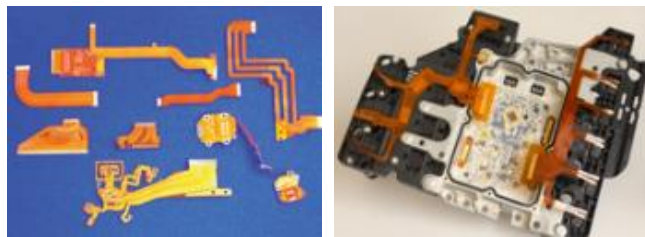
PCB 被称为“电子产品之母”，是组装电子零件用的关键互连件，为电子元器件提供电气连接、数字及模拟信号传输、电源供给和射频微波信号发射与接收等功能，绝大多数电子设备及产品均需配备 PCB。PCB 被广泛应用于通信、消费电子、汽车、医疗器械、工业控制、航空航天等电子信息产业，在信息化、数字化的发展趋势驱动下，PCB 行业有着广阔的市场空间和良好的发展前景。

图18: PCB 刚性印制线路板示意图



资料来源: 东山精密官网, 中国银河证券研究院

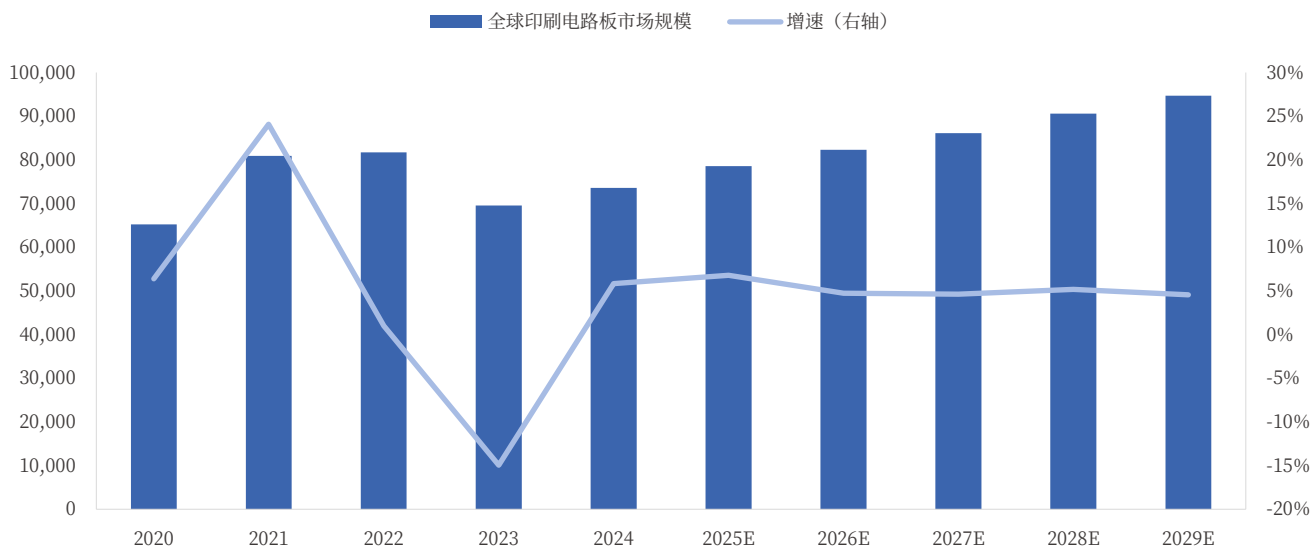
图19: PCB 软板示意图



资料来源: 金洲公司官网, 中国银河证券研究院

PCB 微钻主要用于 PCB 的加工, 其增长趋势基本与 PCB 行业的发展趋势保持一致。对于 PCB 产品, 人工智能、数据中心、网络通信、低轨卫星通讯、汽车电子以及新型消费电子等市场仍将是行业长期的重要增长驱动力。其中, 随着人工智能的加速演进与应用深化, 新一代信息技术产业对于高算力和高速网络通信的需求呈高增长态势, 驱动了下游市场对于大尺寸、高层数、高频高速、高阶 HDI、高散热等高附加值 PCB 产品需求的快速增长。据 Prismark 预测: 2024 年全球 PCB 市场产值增长约 5.8%; 2025 年全球 PCB 市场产值增长约 6.8%; 且未来几年 PCB 产业将持续增长, 到 2029 年全球 PCB 产值约 946.61 亿美元, 期间年复合增长率约为 5.2%。以 AI 服务器为代表的智算基础设施需求增长有望成为 PCB 新成长引擎。

图20: 全球印刷电路板市场规模(百万美元)及增速



资料来源: Prismark, 中国银河证券研究院

金洲公司深耕微钻研制 40 多年, 规模全球行业领先, 2024 年金洲公司具备 6.8 亿支 PCB 微钻年产能。2025 年上半年, 金洲公司的 IT 工具产量超 4 亿支, 同比增长 30%, PCB 月均产能维持在



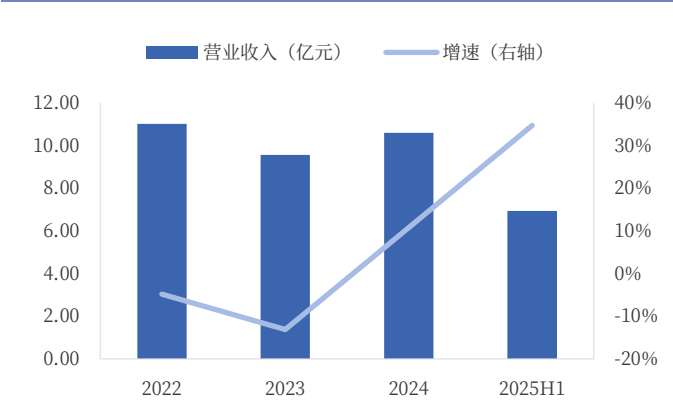
6000 多万支，7 至 9 月已提升至月均 7000 多万支，预计 10 月底将进一步突破 8000 万支。为适应电子信息产业、AI 服务器产业的快速发展带来的 PCB 用微钻、刀具市场需求增长，2025 年 7 月，金洲公司拟实施微钻智能制造 1.4 亿支技改项目；2025 年 12 月，金洲公司拟实施 1.3 亿支微钻技术改造项目，并拟投资新建 AI PCB 用超长径精密微型刀具（产能 6300 万支/年）专用生产线。前述三个项目全部建成后，金洲公司产能有望达到 10.13 亿支/年。

表11：金洲公司规划项目情况

建设项目	项目建设内容	建设期
微钻智能制造 1.4 亿支技改项目	新增微钻产能 1.4 亿支。 增加关键加工设备，提升自动化和智能化制造水平； 调整产品结构，重点发展涂层微钻、小直径及加长微钻， 产品质量达到国际先进水平。	建设期三年，第四年达产
新增 1.3 亿支微钻技术改造项目	新增微钻智能制造产能 1.3 亿支/年	建设期两年，第三年达产
新建 AI PCB 用超长径精密微型刀具专用生产线	新增 AI PCB 用超长径精密微型刀具产能 6300 万支/年	建设期三年，第四年达产

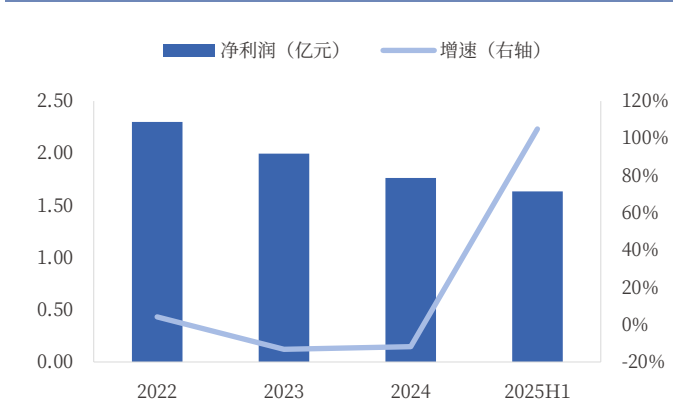
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图21：金洲公司近几年营业收入及增速



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图22：金洲公司近几年净利润及增速

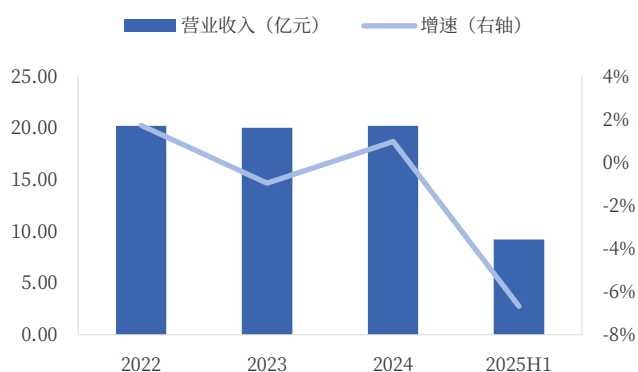


资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

（三）株钻公司——数控刀具行业领先

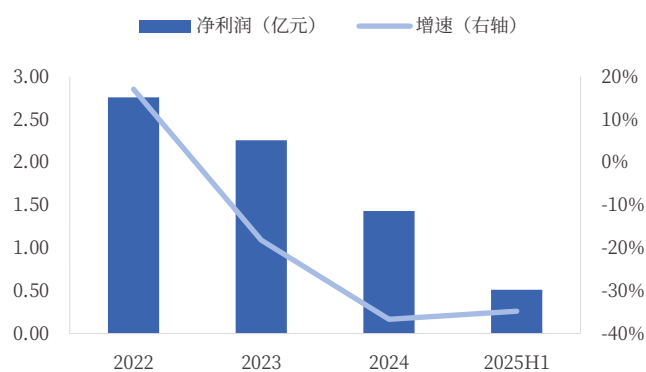
株洲钻石切削刀具股份有限公司（株钻公司）是公司的二级子公司，中钨高新通过全资子公司“株硬公司”持有株钻公司 82.79% 股权。株钻公司成立于 2002 年 6 月，是国内领先的硬质合金切削刀具综合供应商，在美国、德国设有全资销售子公司，集产销研于一体。作为国家创新型企业、国家火炬计划重点高新技术企业、全国刀具标准化技术委员会数控刀具组组长单位，株洲钻石引领和推进了国内硬质合金切削行业的发展。株洲钻石自 2009 年起先后担纲多项国家科技重大专项课题，课题涵盖了航空航天、模具制造、汽车行业、高速铁路、能源工程等多个应用领域，取得了一系列具备自主知识产权的研究成果，大部分成果已成功实现了产业化。2024 年株钻公司数控刀片产量约 1.4 亿片，国内市占率约 10%，2025 年上半年数控刀片产量超 6500 万片，同比增长超 15%。

图23：株钻公司近几年营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind，中国银河证券研究院

图24：株钻公司近几年净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind，中国银河证券研究院

切削刀具被誉为“工业的牙齿”，株洲钻石产品广泛应用于机床行业、汽车制造行业、模具制造行业、航空工业、国防军工行业、钢铁行业、电子行业等众多领域，在现代工业中彰显了不可替代的作用。株洲钻石的产品包括各种标准的和非标准的物理涂层、化学涂层、金属陶瓷和超硬材料等牌号的高精度车削、铣削、镗削、钻削、切断切槽和螺纹铣削加工的数控刀片及配套刀具、硬质合金整体刀具及工具系统，并能根据客户的不同需求生产各类切削工具，为机械加工制造提供整体配套解决方案。

表12：株钻公司主要产品

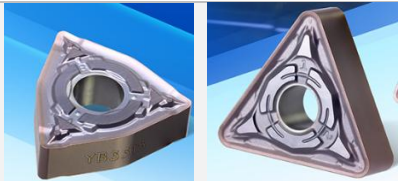

产品类别	具体产品	示意图
车削	重力车削、螺纹加工、切断切槽、普通车削	   
铣削	整体硬质合金立铣刀、可转位铣削刀具	   
孔加工工具	镗刀系统、整体硬质合金螺纹刀具、钻削刀具	  

工具系统	偏心套、刀柄附件、接长杆、刀柄				
机夹焊接刀片	焊接刀片、机夹刀片				

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

技术创新方面，株钻公司 2023 年新推出的盘古系列产品主要应用于高端制造业难加工、高硬度材料的复杂精密加工，其采用高硬度基体搭配先进涂层技术，具有寿命更长、加工精度更高、加工范围更广、加工效率更高等优势，产品性能达到了国际一流水平；株钻公司开展新 TiAlSiN 基涂层研究，并正式推出了 YB3315 不锈钢车削 PVD 专用牌号，在不锈钢加工专业市场进行试用并良好反馈；针对不锈钢车削加工中刀片易出现粘结磨损、沟槽磨损现象，推出不锈钢半精加工槽型 MVM 和精加工槽型 MVF 刀片，寿命提升 15%。

表13：株钻公司新品研发示例

产品	研发详情	示意图
YB3315 不锈钢车削 PVD 专用牌号	添加耐磨和耐高温元素的超韧 TiAlSi 纳米涂层，高涂层硬度和优良的耐高温性能，采用独特的三层结构设计，实现涂层应力的梯度变化，涂层结合力更优，刀片性能更稳定，能应对各种复杂工况条件。	
Pan Gu 高性能系列	专门应对难加工材料、高硬材料加工，PG8005 应对难加工材料车削加工，使用高耐磨高耐热纳米超晶格结构涂层，超光滑涂层表面处理技术；应对难加工材料铣削加工，PG8020 采用细颗粒基体搭配高耐磨纳米超晶格结构涂层，PG8030 采用高韧性和高红硬性基体搭配高耐磨、高抗剥落纳米超晶格结构涂层；PG9005 应对高硬材料加工，采用全新 TiAlN 基复合涂层，具有极佳的耐高温氧化性和抗裂纹扩展能力，采用特殊制备工艺的超精细微粒基体，具备极好的基体红硬性及耐磨性。	

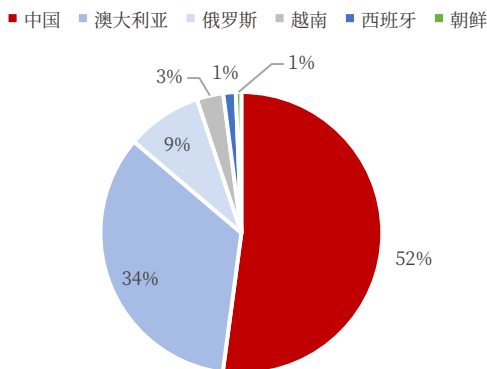
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

### 三、行业：供需长期紧平衡，钨价中枢抬升

#### （一）供给：国内指标收紧，全球增量有限

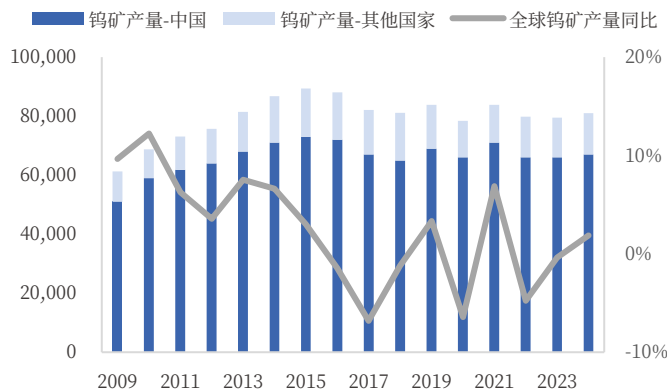
**中国是全球供给主力，全球供给增量有限。**钨是一种稀有金属，在地壳中的含量仅为 0.001%，是全球重要的战略资源。钨因其高熔点（3422℃）、高密度（19.25 g/cm<sup>3</sup>）和卓越的机械性能，在高温合金、半导体制造、军工装备、人工智能硬件及核能设备中至关重要，被誉为“工业的牙齿”。根据 USGS 统计，2024 年全球钨矿（含钨）储量超过 460 万吨，中国储量 240 万吨，占比 52%；其次为澳大利亚（34%）、俄罗斯（9%）、越南（3%）、西班牙（1%）、朝鲜（1%）等国家。产量方面，我国是全球钨矿的主要产出国，连续多年贡献全球 80% 以上钨矿产量。近几年全球钨矿产出整体较为稳定，鲜有大幅增长或下降，2024 年，全球钨矿（含钨）产量为 8.1 万吨，同比小幅增长不到 2%，其中中国产量为 6.7 万吨，占比 83%。

图25：全球钨资源储量分布



资料来源：USGS，中国银河证券研究院

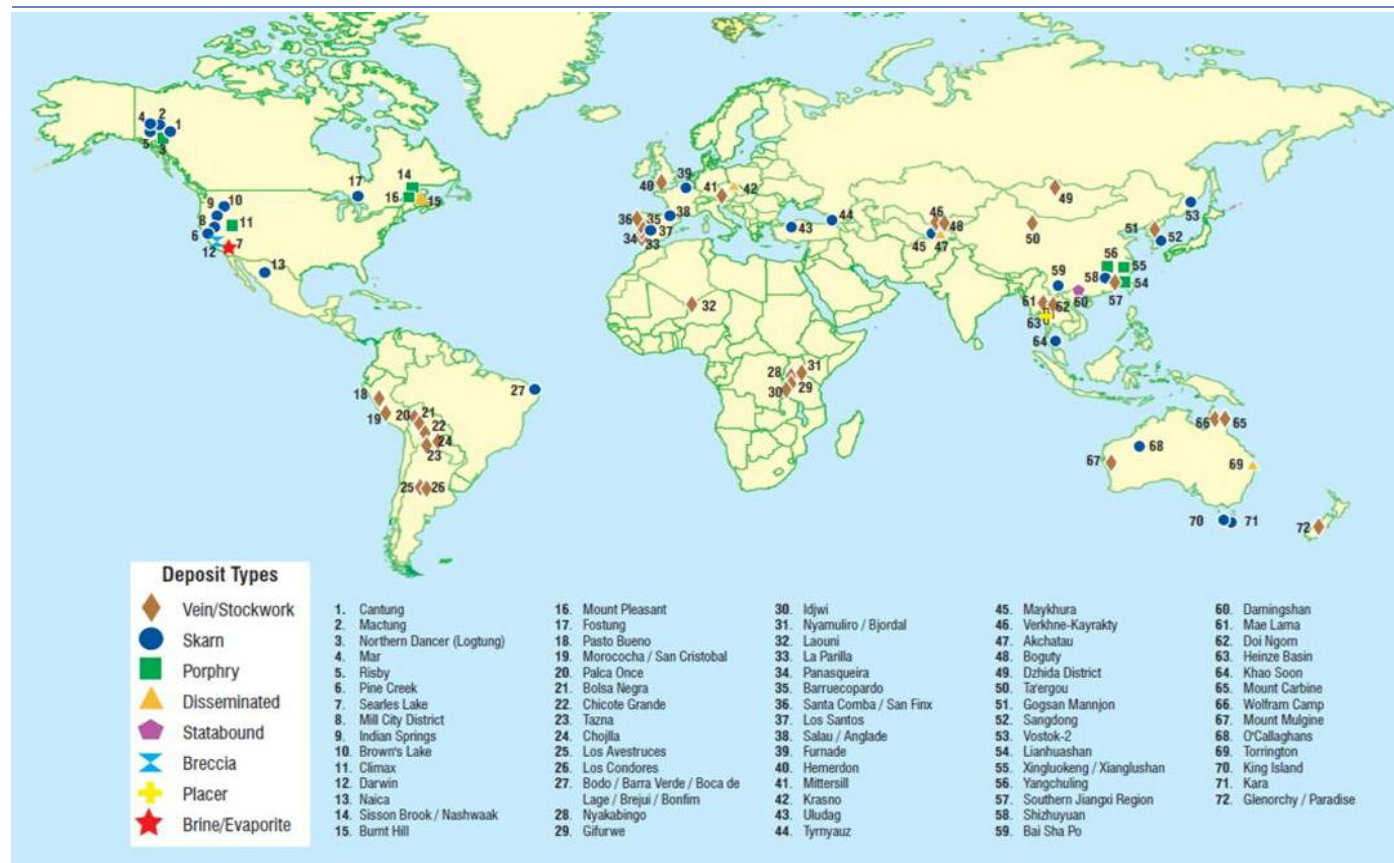
图26：中国贡献全球 80% 以上钨矿产量（含钨量-吨）



资料来源：USGS，Wind，中国银河证券研究院



图27：全球主要钨矿床及矿区位置

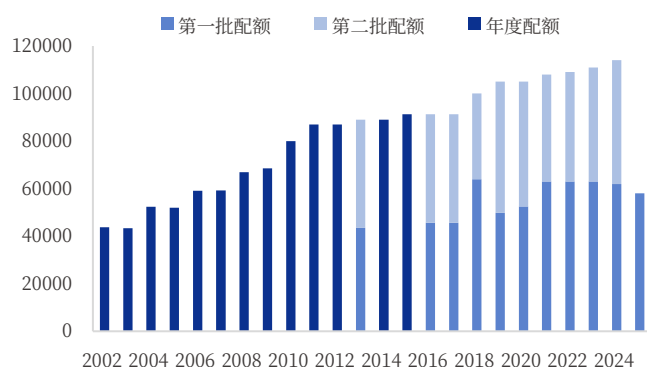


资料来源：国际钨协，中国银河证券研究院

**国内钨矿开采指标六年来首次大幅收紧。**我国是全球重要的钨矿产出国，根据 USGS 数据，2024 年中国钨矿产量为 6.7 万吨，对全球贡献度高达 83%。我国自 2002 年起对钨矿开始实施开采总量控制，每年由自然资源部分批下发指标到各个省份，各省份根据矿山企业的资源储备情况、生产能力以及上一年度开采情况再分配配额。2025 年 4 月 3 日，自然资源部下达 2025 年度第一批钨矿（三氧化钨含量 65%）开采总量控制指标 58000 吨，较 2024 年度第一批指标减少 4000 吨，降幅 6.45%，是近六年来首次出现的大幅下降；第二批钨精矿指标未对外公开完整数据。具体到各省来看，2025 年第一批指标中，黑龙江、浙江、安徽、湖北未分配指标，江西、广东、广西、云南、甘肃和新疆分配指标有不同程度下调。体现了对钨资源量为大中型矿山的配额分配倾斜，以及对钨资源量为小型矿山不下达开采总量控制指标的政策倾向。百川盈孚数据显示，2025 年 1-11 月我国钨精矿产量为 9.08 万吨，同比下降 10.2%。

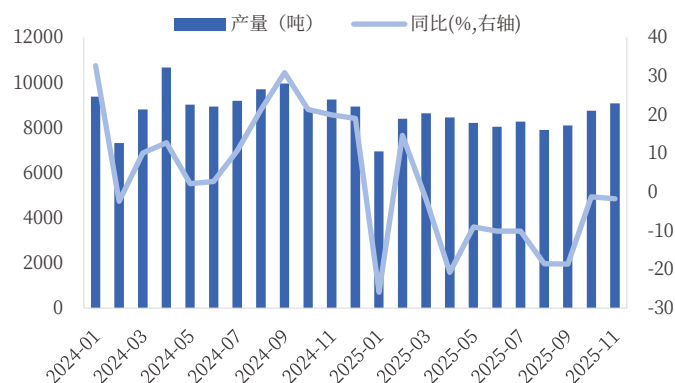


图28：我国钨矿开采总量控制指标（吨，三氧化钨含量 65%）



资料来源：自然资源部、中钨在线、Wind，中国银河证券研究院

图29：我国钨精矿月度产量及同比



资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

表14：各省 2025 年第一批钨矿指标同比变化情况

省（自治区）	钨矿（三氧化钨 65%，吨）开采总量控制指标		
	2025 年度第一批	2024 年度第一批	2024 年度指标总量
内蒙古	1200	1200	1800
黑龙江	0	340	500
浙江	0	100	100
安徽	0	100	100
福建	2240	2238	4800
江西	21300	23670	40300
河南	7050	7050	14100
湖北	0	180	300
湖南	15530	15530	30000
广东	2350	2616	4200
广西	2160	2400	3800
云南	3560	3960	6400
陕西	780	780	2700
甘肃	1250	1254	2900
新疆	580	582	2000
总计	58000	62000	114000

资料来源：自然资源部、中钨在线，中国银河证券研究院

**海外钨矿短期增量有限。**海外近期增量主要为哈萨克斯坦的巴库塔钨矿以及韩国的桑东钨矿。

巴库塔钨矿是世界级特大型露天钨矿，现由江西铜业集团控股持有。该矿储量居全球第四，钨矿石储量 1.26 亿吨，WO<sub>3</sub> 储量 28.5 万吨，平均品位 0.23%。设计采用露天开采，矿山开采规模为 330 万吨/年，投产两年后通过采用抛废技术将开采规模提升到 495 万吨/年。该矿于 2024 年 11 月投产；2025 年计划开采及矿物加工 330 万吨钨矿石，钨精矿产量 5000 标吨。2025 年计划开采及矿物加工 330 万吨钨矿石，生产钨精矿产量约 5000 标吨；2027 年第一季度正式展开二期商业生产。桑东钨矿推断矿产资源量为 5276.5 万吨，WO<sub>3</sub> 储量为 23 万吨，平均品位 0.44%，设计产能 3600 吨

(65%WO3)/年，2024 年持续推进工程建设与设备进场，预计 2025 年投产。

表15：海外钨矿主要增量

国家/地区	项目	资源情况	设计产能	建设/投产情况
哈萨克斯坦	巴库塔钨矿 (Boguty)	矿石储量 12603 万吨，WO3 储量 28.5 万吨，品位 0.23%	矿石量 495 万吨/年	2024 年 Q4 建成投产，目前处于试生产阶段；2025 年计划开采及矿物加工 330 万吨钨矿石，钨精矿产量 5000 标吨。
韩国	桑东钨矿 (Sangdong)	推断矿产资源量 5276.5 万吨，WO3 储量 23 万吨，品位 0.44%	3600 吨 (65%WO3)/年	2024 年持续推进工程建设与设备进场，预计 2025 年投产
澳大利亚	海豚钨矿 (Dolphin)	矿石储量为 443 万吨，WO3 品位为 0.92%	露采 40 万吨/年，地采 30 万吨/年	2023 年 7 月实现商业生产，目前在产能爬坡
英国	赫默登钨锡矿 (Hemerdon)	探明和推测储量 10060 万吨，WO3 品位 0.14%，Sn 品位 0.03%；WO3 储量为 22.2 万吨。		2023 年利用历史尾矿生产 50 吨钨锡精矿，矿山重建和工厂升级项目处于停产状态。正在推进重启，环境局已批准经营矿物处理设施(MPF)的许可证，计划 2025 年下半年复产
加拿大	西森钨钼矿 (Sisson)	矿石储量 33436 万吨，WO3 品位 0.066%，Mo 品位 0.021%		项目计划 2025 年 12 月启动

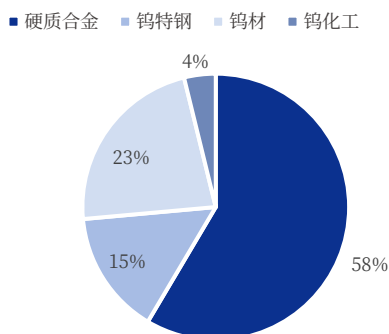
资料来源：中钨在线、江西铜业等公司公告，中国银河证券研究院

**出口管制，战略价值升级。**2025 年 2 月 4 日，商务部和海关总署发布关于对钨等相关物项实施出口管制的公告，对仲钨酸铵等 25 种稀有金属产品及其技术实施出口管制。受此影响导致我国钨制品出口量短期出现大幅下降，中国钨制品（不含硬质合金刀具与卤钨灯）在 2025 年 3 月出口量为 821.72 吨，同比大幅减少 50.97%；4 月出口量 1383.17 吨，同比减少 25.81%；其中，三氧化钨和仲钨酸铵无出口数据，未列名钨的氧化物及氢氧化物、碳化钨、钨粉的出口量显著下滑。根据 USGS 统计，美国约 27%的钨从中国进口，中国对钨相关物项的出口管制加码，导致全球市场波动。根据中钨在线统计，我国钨出口管制导致西方刀具企业如山特维克和肯纳依赖中国钨原料的企业自 2025 年 2 月份以来原料采购成本快速攀升 10-20%。

## （二）需求：传统领域托底，新兴领域打开成长空间

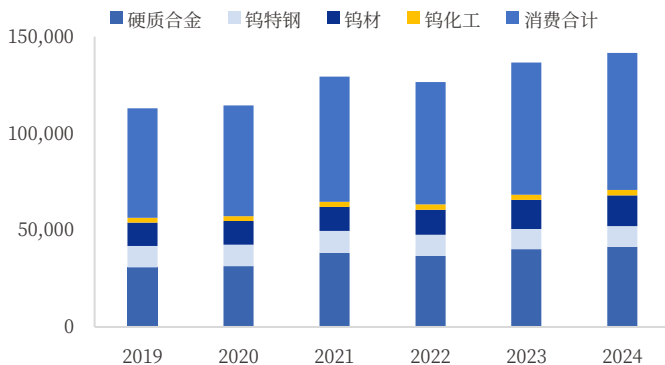
由于钨有良好的高温强度，只有在 1000℃ 以上才出现氧化物挥发和液相氧化物，并且对熔融碱金属和蒸气有良好的耐蚀性能，加之强度和硬度非常高，因此钨在硬质合金（切削工具、采矿截齿等）、军工（穿甲弹、航空发动机涡轮叶片等）和半导体（钨合金互联层和热沉材料等）等领域具有关键作用。我国钨下游消费主要为硬质合金，占比接近 60%，其次为钨材（22.6%）、钨特钢（15%）、钨化工（3.8%）。根据安泰科统计，2024 年国内钨消费量合计 7.1 万金属吨，整体增速 3.5%。根据百川盈孚统计，2025 年 1-10 月我国钨精矿实际消费量 9.8 万吨，同比下降 2.91%。

图30：2024 年国内钨消费情况



资料来源：安泰科、厦门钨业，中国银河证券研究院

图31：2019-2024 年国内钨消费情况（金属吨）

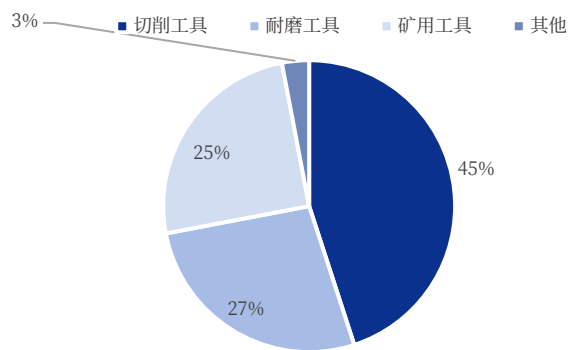


资料来源：安泰科、厦门钨业，中国银河证券研究院

### 1、设备更新带动硬质合金需求改善。

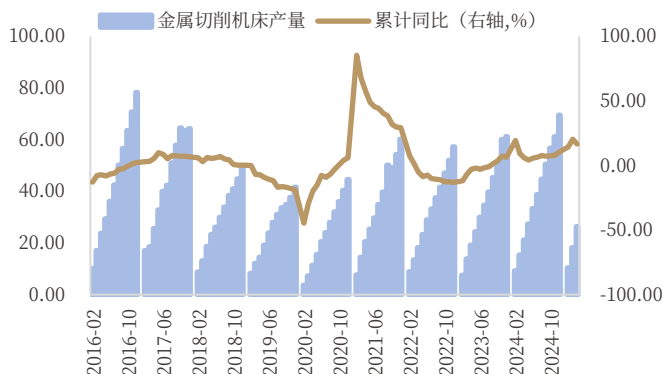
硬质合金行业的下游主要为切削工具、矿用工具和耐磨工具。其中切削工具占比最高为 45%，其次是耐磨工具占比 27%，矿用工具占比 25%。硬质合金终端应用领域广泛，涉及建筑、汽车、基础设施建设、机械加工、矿山开采、航空航天、电子信息等多个行业，整体消费情况与宏观经济及制造业景气度高度相关。2024 年 3 月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，对实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动等作出具体安排，大力促进先进设备生产应用，推动先进产能比重持续提升；2024 年 8 月，国家发改委办公厅、国家能源局综合司联合下发《能源重点领域大规模设备更新实施方案》提出，到 2027 年，能源重点领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上，重点推实施煤电机组节能改造、供热改造和灵活性改造“三改联动”，输配电、风电、光伏、水电等领域实现设备更新和技术改造。政策支持设备更新有望带动硬质合金需求持续稳定增长。

图32：我国硬质合金用途结构



资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

图33：近十年我国金属切削机床产量及同比（万台）



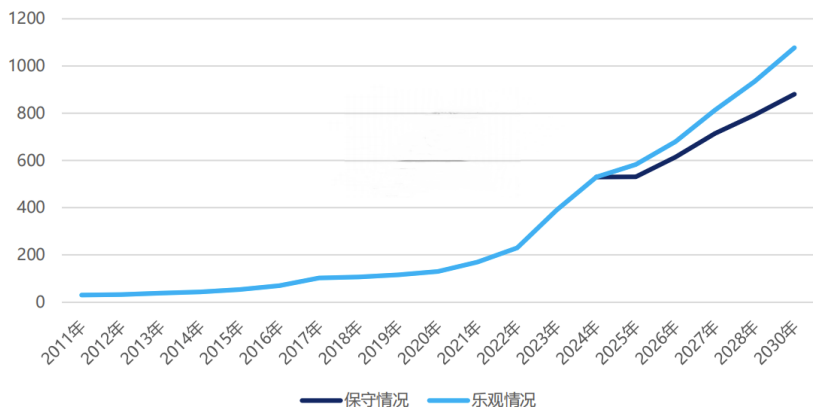
资料来源：国家统计局、Wind，中国银河证券研究院

## 2、光伏切片细线化带动光伏钨丝用量和渗透率提升。

全球光伏产业迎来爆发式增长拉动硅片需求高增，作为光伏组件的核心材料，硅片切割技术直接影响生产效率和成本。金刚线母线直径及研磨介质粒度同硅片切割质量及切削损耗量相关，较小的线径和介质粒度有利于降低切削损耗和生产成本。金刚线主要分为高碳钢丝线和钨丝线，传统高碳钢丝金刚线因线径限制和断线率高，难以满足硅片薄片化与细线化需求。耐切割钨丝凭借其高强度、耐磨损等特性，逐渐成为新一代金刚线母线材料，推动光伏切割技术升级。根据中钨在线数据，在光伏硅片切割中使用钨丝替代传统高碳钢丝，线径从 40 $\mu\text{m}$  降至 30 $\mu\text{m}$  以下，切割损耗减少 60%。随着钨丝线的应用日益广泛，CPIA 预计 2026 年后，高碳钢丝线将几乎完全被钨丝线所取代，高碳钢丝线母线直径将维持在 32 $\mu\text{m}$ 。2024 年，用于单晶硅片的钨丝母线直径为 33 $\mu\text{m}$ ，且随着硅料继续降本+硅片薄片化、大尺寸化，双轮驱动钨丝母线的应用渗透，钨丝母线直径将不断下降。

根据国际能源署（IEA）《可再生能源 2024》中的预测，到 2030 年全球可再生能源发电将满足近一半的电力需求，2024 至 2030 年期间，全球新增光伏装机将超过 5500 吉瓦，几乎是 2017 年至 2023 年期间增幅的三倍。整体而言，全球光伏市场仍有增长空间。2024 年全球光伏新增装机约 530GW，CIPA 预测 2025 年全球光伏新增装机量 531-583GW。未来在光伏发电成本持续下降和新兴市场需求增长等有利因素的推动下，全球光伏新增装机仍将持续增长，支撑金刚线需求增长，光伏用钨丝渗透率有望进一步上升。

图34：2011-2024 全球光伏新增装机规模以及 2025-2030 年新增规模预测（GW）



资料来源：CPIA，中国银河证券研究院

表16：国内光伏钨丝产能统计

公司	钨丝项目	投产情况
厦门钨业	年产 88 亿米细钨丝产线设备项目（其中 45 亿米为光伏用钨丝）	已投产
	年产 200 亿米细钨丝项目	已投产
	年产 600 亿米细钨丝项目	已投产
	年产 1000 亿米光伏用钨丝产线建设项目	规划建设
中钨高新	年产 100 亿米细钨丝扩能改造项目（一期）	已投产

资料来源：厦门钨业、中钨高新公司公告，中国银河证券研究院

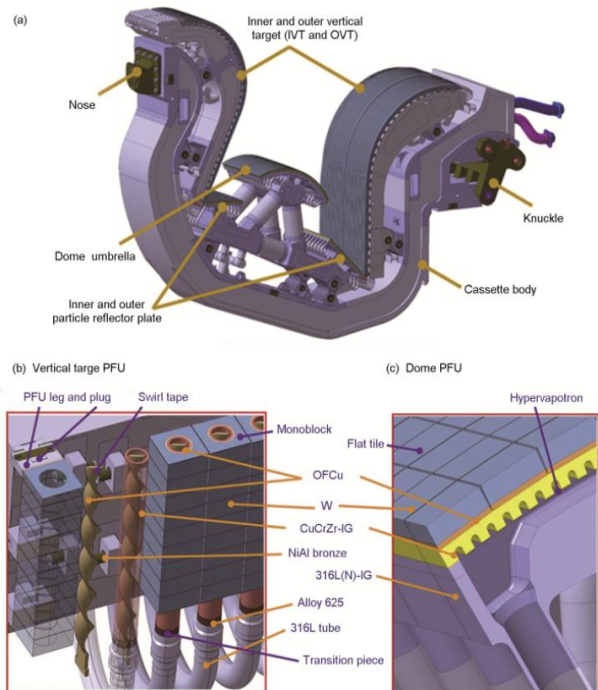
### 3、可控核聚变商业化进程加速，有望打开钨需求新的增长空间

全球核聚变商业化进程正在加速，海外方面，国际核聚变研究取得突破性进展，主要国家加大政策支持力度，融资规模持续扩张；国内方面，我国核聚变产业呈现蓬勃发展态势，在技术突破、企业融资及政策支持方面取得显著进展。2025 年是国内项目招标大年，我国核聚变项目取得重大进展，2025 年 3 月 5 日，合肥紧凑型聚变能实验装置（BEST）项目首块顶板顺利浇筑；3 月 28 日，新一代人造太阳“中国环流三号”首次实现原子核和电子温度均突破一亿度，综合参数大幅跃升，中国可控核聚变技术取得重大进展。

钨在核聚变反应堆的第一壁、偏滤器和结构部件等关键位置具有重要应用潜力。在反应堆中，第一壁和偏滤器材料直接与高温等离子体接触，需要承受极端的热负荷和粒子轰击。钨具备高熔点和低溅射率的特性，还可以通过合金化还可改善脆性和蠕变性能，尤其在核聚变反应堆的高温结构材料和等离子体相互作用部件方面有广阔的应用前景。随着全球可控核聚变商业化进程的加速，有望为钨需求打开新的增长空间。

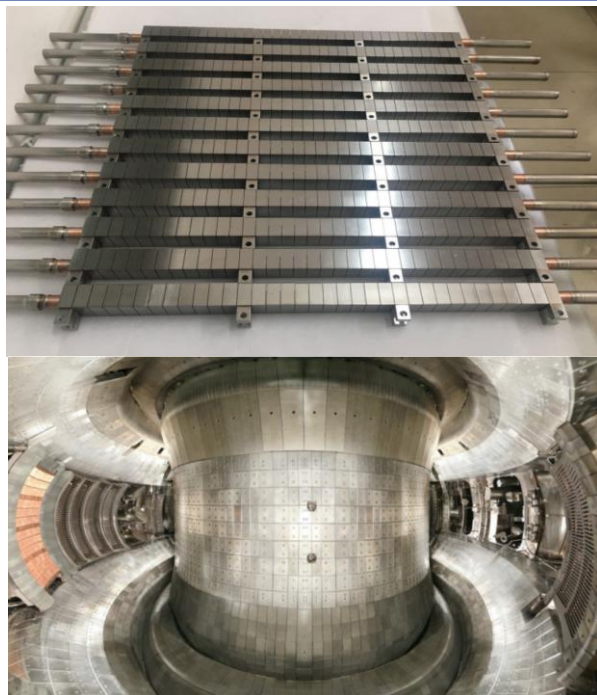


图35: ITER 全钨偏滤器示意图



资料来源：金属学报《核聚变堆偏滤器热沉材料研究现状及展望》，中国银河证券研究院

图36: 中科院 WEST 钨铜偏滤器

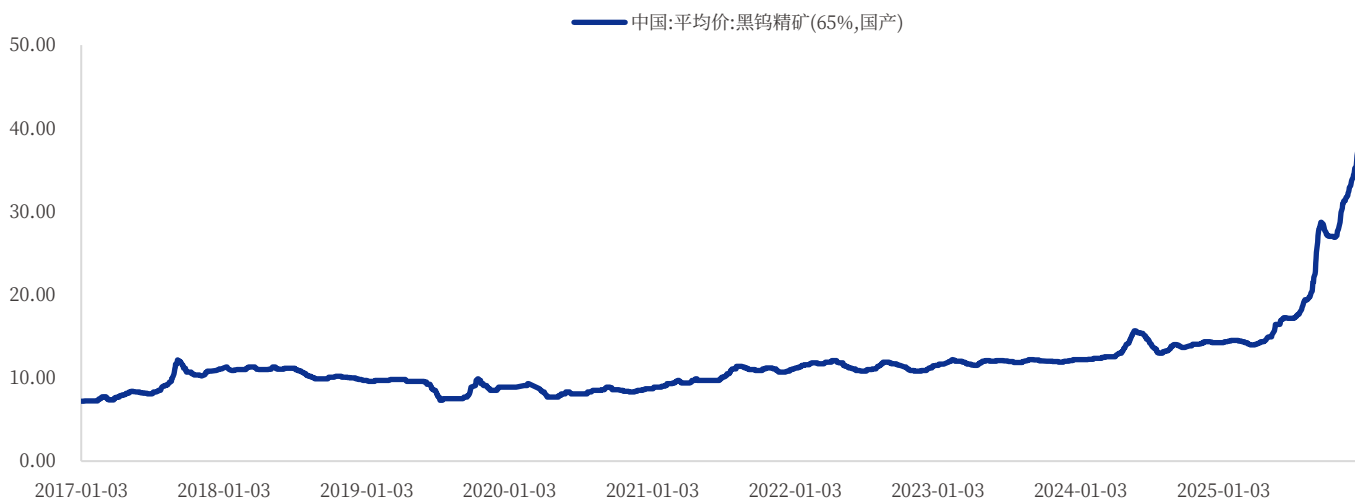


资料来源：中科院等离子体物理研究所聚变堆材料及部件研究室，中国银河证券研究院

### (三) 供给紧张价格中枢抬升，战略价值凸显

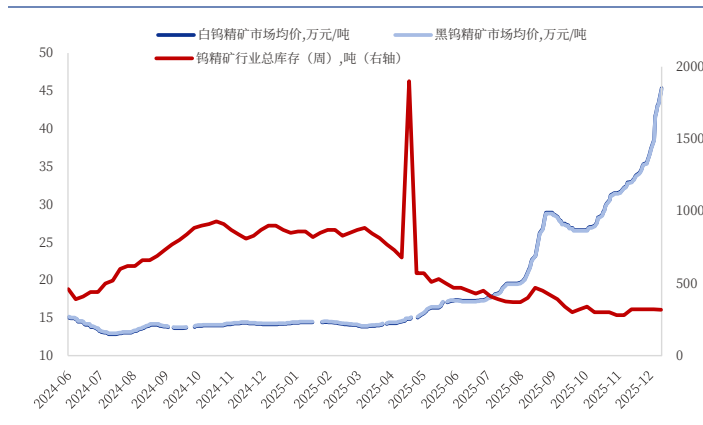
**供给紧张钨价创历史新高，成本抬升与低库存支撑钨价。**2025 年以来，国内配额大幅下降导致钨精矿供给紧张，推动钨价持续走高，截至 2025 年 12 月 19 日，黑钨精矿（65%，国产）价格达到 42.9 万元/吨，自年初至今已上涨 201%，创历史新高。随着在产钨矿的资源品位下降、开采难度增加，国内钨精矿生产成本持续攀升，由 2023 年的不到 10 万元/吨涨至 2025 年底的 15.5 万元/吨左右，叠加当前国内钨精矿库存处于较低位置，库存低位与成本高位对钨价形成较强支撑。

图37: 钨精矿价格（万元/吨）



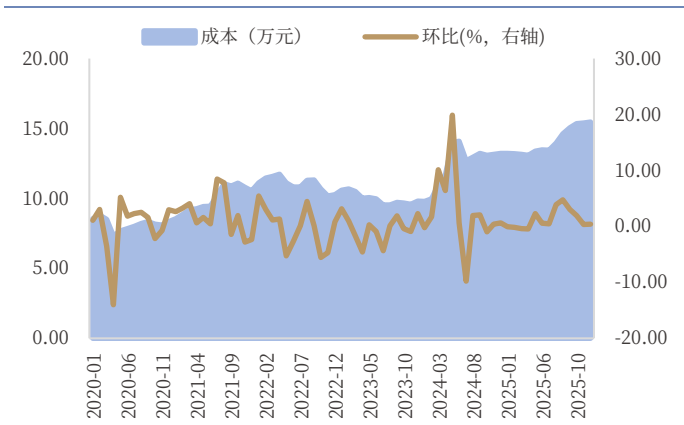
资料来源：安泰科、Wind，中国银河证券研究院

图38：钨精矿价格与国内库存



资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

图39：钨精矿生产成本



资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

**供给紧张格局持续，钨价中枢有望抬升。**虽然传统领域需求增速放缓，但随着我国制造业转型升级，航空航天、电子、国防等高端制造领域对高质量、高性能钨产品的需求有望持续提升，而光伏、可控核聚变等新兴领域更将打开钨需求的新空间，预计未来三年全球原钨需求将以年均 3% 的增速稳定增长。供给端，国内在产钨矿资源品位持续降低，配额收紧供给增速放缓，海外钨资源开发进展缓慢，全球原钨供给增量有限。根据供需平衡测算，全球原钨将在未来几年持续存在供给缺口，叠加高成本成本与低库存的价格支撑，钨价中枢将显著抬升。

表17：全球原钨供需平衡表（金属吨）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
供给						
中国钨矿	66,000	66,000	67,000	67,000	68,000	69,000
海外钨矿	13800	13500	16000	19000	21000	23000
全球原钨供应	79,800	79,500	83,000	86,000	89,000	92,000
需求						
中国-原钨消费	52,309	57,365	59,769	61562	63409	65311
海外-原钨消费	26155	25814	26896	29586	31065	32618
全球原钨消费	78464	83179	86665	89265	91943	94701
供需平衡						
	1,337	-3,679	-3,665	-3,265	-2,943	-2,701

资料来源：USGS、安泰科、百川盈孚、Wind，中国银河证券研究院

## 四、盈利预测与估值

### （一）盈利预测

公司是全球钨行业与硬质合金制造龙头企业，PCB 微钻生产规模全球领先且稳步扩产，2024、2025 年先后完成柿竹园、远景钨业两座矿山的股权注入，剩余受托管钨矿也在积极推进注入，公司业绩有望充分受益钨价上行和 PCB 行业高景气。基于以下假设，我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 15.62/22.60/28.26 亿元，对应 EPS 为 0.69/0.99/1.24 元，对应 PE 各为 42/29/23x。

1、产销量方面：考虑到远景钨业注入以及柿竹园万吨采选技改项目建设，预计 2025-2027 年公司钨精矿销量为 10600/10200/12600 标吨，增速为 33%/-4%/24%。考虑到金洲公司规划项目微钻智能制造 1.4 亿支技改项目、1.3 亿支微钻技术改造项目以及 6300 万支/年 AI PCB 用超长径精密微型刀具产线的逐渐建成投产，预计 2025-2027 年微钻产量分别为 8.64/10.13/10.63 亿支，增速为 27%/17%/5%。

2、价格方面：原钨供给相对刚性，国内在产钨矿资源品位持续降低，配额收紧供给增速放缓，海外钨资源开发进展缓慢，全球原钨供给增量有限。而航空航天、电子信息、军工等领域需求持续提升，光伏、可控核聚变等新兴领域更将打开钨需求的远期空间。原钨供给缺口的长期局面将导致未来几年钨价中枢显著抬升，假设 2025-2027 年国内钨精矿均价为 21/35/35 万元/吨。

表18：公司主营业务预测（亿元）

		2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	切削刀具及工具	31.89	39.05	45.06	51.84
	其他硬质合金	33.56	42.20	50.49	59.71
	难熔金属	24.26	29.88	36.23	41.76
	精矿及粉末产品	45.73	80.19	120.24	156.15
	贸易及装备等	11.99	10.59	10.92	11.46
	合计	147.43	201.90	262.94	320.91
yoy		16%	37%	30%	22%
营业成本	切削刀具及工具	21.27	29.04	37.40	43.31
	其他硬质合金	27.31	36.40	46.52	55.93
	难熔金属	21.75	28.44	35.11	40.81
	精矿及粉末产品	34.93	47.14	63.76	83.63
	贸易及装备等	9.63	8.55	8.85	9.34
	合计	114.89	149.57	191.63	233.02
yoy			30%	28%	22%
毛利	切削刀具及工具	10.62	10.01	7.66	8.53

	其他硬质合金	6.25	5.80	3.98	3.78
	难熔金属	2.51	1.43	1.13	0.95
	精矿及粉末产品	10.80	33.05	56.48	72.52
	贸易及装备等	2.36	2.04	2.07	2.12
合计		32.54	52.33	71.31	87.90
yoy			-14%	1%	3%
毛利率	切削刀具及工具	33.3%	25.6%	17.0%	16.5%
	其他硬质合金	18.6%	13.7%	7.9%	6.3%
	难熔金属	10.3%	4.8%	3.1%	2.3%
	精矿及粉末产品	23.6%	41.2%	47.0%	46.4%
	贸易及装备等	19.7%	19.3%	18.9%	18.5%
合计		22.07%	25.92%	27.12%	27.39%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 估值与投资建议

1. 相对估值

公司为钨全产业链公司，业务范围从上游矿山到中游冶炼到下游精加工，我们选取钨全产业链上市公司厦门钨业、章源钨业，以及硬质合金精加工上市公司鼎泰高科、欧科亿作为可比公司。2025-2027 年可比公司 PE 的算术均值分别为 73.6/51.5/40.4x。公司是全球钨行业与硬质合金制造龙头企业，PCB 微钻生产规模全球领先且稳步扩产，2024、2025 年先后完成柿竹园、远景钨业两座矿山的股权注入，剩余受托管钨矿也在积极推进注入，公司业绩有望充分受益钨价上行。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 15.62/22.60/28.26 亿元，对应 EPS 为 0.69/0.99/1.24 元，对应 PE 各为 42.1/29.1/23.2x，低于可比公司均值。

表19：可比公司估值（2025.12.25）

可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)				市盈率 PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
厦门钨业	639	1.21	1.57	1.94	2.09	33.3	25.7	20.7	19.2
章源钨业	173	0.14	0.19	0.23	0.26	102.8	76.5	63.3	54.7
鼎泰高科	575	0.55	0.97	1.55	2.16	255.0	145.2	90.7	64.9
欧科亿	50	0.36	0.67	1.01	1.38	87.7	47.1	31.3	22.8
平均值	359					119.7	73.6	51.5	40.4
中钨高新	657	0.41	0.69	0.99	1.24	69.9	42.1	29.1	23.2

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 2. 绝对估值

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，我们作出如下假设得到 WACC 为 6.98%，针对加权平均资本成本和永续增长率进行敏感性分析，测算公司每股估值区间为 29.71-48.23 元。

表20: FCFF 核心假设

指标	数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf	1.84%	十年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	7.40%	2014-2024 年沪深 300 指数年度平均收益率
贝塔系数β	1.03	公司上市以来相对沪深 300 的 Beta 值
税率	12.48%	公司近三年实际所得税税率
债务资本成本 Kd	4.75%	中国人民银行 1-5 年中长期贷款利率
债务资本比重 Wd	17.12%	长期债务/（长期债务+所有者权益）
股权资本成本 Ke	7.57%	$Ke=Rf+\beta*(Rm-Rf)$
加权平均资本成本 WACC	6.98%	$WACC=Kd*Wd(1-T)+Ke*(1-Wd)$

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表21: 估值敏感性分析（单位：元/股）

	永续增长率(g)								
WACC	2.57%	2.78%	3.00%	3.24%	3.50%	3.78%	4.08%	4.41%	2.57%
5.13%	51.27	55.78	61.62	69.46	80.53	97.25	125.31	181.96	355.16
5.54%	43.98	47.27	51.42	56.80	64.04	74.25	89.67	115.55	167.80
5.99%	38.07	40.52	43.56	47.39	52.35	59.02	68.44	82.65	106.51
6.47%	33.20	35.06	37.33	40.12	43.65	48.23	54.38	63.05	76.16
6.98%	29.13	30.56	32.28	34.37	36.95	40.20	44.42	50.08	58.07
7.54%	25.68	26.80	28.13	29.71	31.63	34.01	37.00	40.89	46.11
8.15%	22.74	23.62	24.65	25.87	27.33	29.10	31.29	34.04	37.62
8.80%	20.20	20.90	21.72	22.66	23.79	25.13	26.76	28.77	31.31
9.50%	18.00	18.56	19.20	19.95	20.82	21.86	23.09	24.59	26.44

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

公司是全球钨行业与硬质合金制造龙头企业，PCB 微钻生产规模全球领先且稳步扩产，2024、2025 年先后完成柿竹园、远景钨业两座矿山的股权注入，剩余受托管钨矿也在积极推进注入，公司业绩有望充分受益钨价上行和 PCB 行业高景气。。原钨供给相对刚性，国内在产钨矿资源品位持续降低，配额收紧供给增速放缓，海外钨资源开发进展缓慢，全球原钨供给增量有限。而航空航天、电子信息、军工等领域需求持续提升，光伏、可控核聚变等新兴领域更将打开钨需求的远期空间。供给缺口的长期局面有望支撑钨价中枢中长期抬升。公司持续推进钨矿资源注入，钨自给率不断提升，估值有望抬升。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 15.62/22.60/28.26 亿元，对应 EPS 为 0.69/0.99/1.24，对应 PE 各为 42/29/23x，给予“推荐”评级。



## 五、风险提示

---

1) 钨价波动超预期的风险：公司主要利润来源为钨精矿及粉末、硬质合金和 PCB 微钻等，对钨价高度敏感；若未来钨价阶段性回落或价格传导受阻，可能压缩矿端利润或侵蚀深加工端毛利，影响整体业绩。

2) 下游制造业需求不及预期的风险：切削刀具及其他硬质合金板块受原材料涨价与终端需求分化影响，价格传导存在滞后性；汽车、通用等领域需求偏弱时，相关产品毛利率可能持平或下滑，导致“量增利减”。

3) PCB 微钻景气回落或扩产不及预期的风险：PCB 微钻为公司重要利润来源之一，当前依托 AI 服务器等高阶 PCB 需求实现高景气与扩产；若 AI、云计算相关需求放缓，将影响销量与盈利修复节奏。

4) 矿山注入与政策监管不及预期的风险：剩余托管矿山的注入进度受股权结构复杂、土地权属等合规性因素影响，实施遵循“成熟一座、启动一座”的原则；同时，钨初级产品出口管制、开采配额调整与环保督察可能扰动原料供给与外售节奏，若推进或政策落地不及预期，将制约资源自给率提升与产业链协同收益释放。

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 钨产业链示意图.....	5
图 3: 公司股权结构图（截至 2025 年 12 月 12 日）.....	7
图 4: 2025H1 柿竹园、金洲公司、株钻公司营业收入贡献度.....	8
图 5: 2025H1 柿竹园、金洲公司、株钻公司净利润贡献度.....	8
图 6: 公司营业收入及增速（追溯重述后）.....	8
图 7: 公司扣非/归母净利润及增速（追溯重述后）.....	8
图 8: 柿竹园钨精矿和 APT 产量.....	9
图 9: 公司硬质合金和数控刀片产量.....	9
图 10: 2025H1 公司营业收入构成占比.....	9
图 11: 2025H1 公司毛利构成占比.....	9
图 12: 柿竹园公司示意图.....	10
图 13: 柿竹园公司示意图.....	10
图 14: 柿竹园公司 2021-2024 年营业收入、净利润与钨精矿价格.....	12
图 15: 柿竹园公司 2021-2024 年钨精矿及 APT 产量.....	12
图 16: 远景钨业示意图.....	14
图 17: 远景钨业示意图.....	14
图 18: PCB 刚性印制线路板示意图.....	17
图 19: PCB 软板示意图.....	17
图 20: 全球印刷电路板市场规模（百万美元）及增速.....	17
图 21: 金洲公司近几年营业收入及增速.....	18
图 22: 金洲公司近几年净利润及增速.....	18
图 23: 株钻公司近几年营业收入及增速.....	19
图 24: 株钻公司近几年净利润及增速.....	19
图 25: 全球钨资源储量分布.....	21
图 26: 中国贡献全球 80% 以上钨矿产量（含钨量-吨）.....	21
图 27: 全球主要钨矿床及矿区位置.....	22
图 28: 我国钨矿开采总量控制指标（吨，三氧化钨含量 65%）.....	23
图 29: 我国钨精矿月度产量及同比.....	23
图 30: 2024 年国内钨消费情况.....	25
图 31: 2019-2024 年国内钨消费情况（金属吨）.....	25
图 32: 我国硬质合金用途结构.....	26
图 33: 近十年我国金属切削机床产量及同比（万台）.....	26

图 34： 2011-2024 全球光伏新增装机规模以及 2025-2030 年新增规模预测（GW） ..... 27

图 35： ITER 全钨偏滤器示意图..... 28

图 36： 中科院 WEST 钨铜偏滤器 ..... 28

图 37： 钨精矿价格（万元/吨） ..... 28

图 38： 钨精矿价格与国内库存..... 29

图 39： 钨精矿生产成本 ..... 29

表 1: 公司主要产品及业务 .....	5
表 2: 公司产品终端应用领域 .....	6
表 3: 柿竹园公司采矿权证下各个矿区的情况 .....	10
表 4: 柿竹园钨多金属矿区保有资源储量表（截至 2022 年底） .....	11
表 5: 柴山钨多金属矿区保有资源储量表（截至 2022 年底） .....	11
表 6: 柿竹园公司 2022-2024 年 3 月钨精矿产量及用途 .....	12
表 7: 柿竹园公司主要产品 .....	12
表 8: 远景钨业采矿权信息 .....	13
表 9: 公司受托管理的 3 座矿山 .....	14
表 10: 金洲公司主要产品 .....	15
表 11: 金洲公司规划项目情况 .....	18
表 12: 株钻公司主要产品 .....	19
表 13: 株钻公司新品研发示例 .....	20
表 14: 各省 2025 年第一批钨矿指标同比变化情况 .....	23
表 15: 海外钨矿主要增量 .....	24
表 16: 国内光伏钨丝产能统计 .....	27
表 17: 全球原钨供需平衡表（金属吨） .....	29
表 18: 公司主营业务预测（亿元） .....	30
表 19: 可比公司估值（2025.3.27） .....	31
表 20: FCFF 核心假设 .....	32
表 21: 估值敏感性分析（单位：元/股） .....	32

**附录：**

利润表（百万元）	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13079.97	12736.00	14742.77	20190.22	26293.73	32091.49
减：营业成本	10786.86	10587.72	11489.18	14956.92	19162.87	23301.63
营业税金及附加	82.01	78.90	215.36	294.94	384.09	468.79
营业费用	381.43	407.56	441.55	604.70	787.51	961.15
管理费用	628.26	593.02	757.50	1037.39	1350.99	1648.89
研发费用	415.00	516.96	694.04	950.48	1237.81	1510.75
财务费用	34.20	49.38	84.89	56.16	56.16	56.16
减值损失	-87.97	-61.22	-91.12	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-26.17	-50.06	-0.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-2.81	1.92	-3.29	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	635.26	393.10	965.06	2289.64	3314.30	4144.13
加：其他非经营损益	97.84	264.19	211.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	733.10	657.29	1176.21	2289.64	3314.30	4144.13
减：所得税	72.46	70.52	143.09	572.41	828.57	1036.03
净利润	660.64	586.77	1033.12	1717.23	2485.72	3108.10
减：少数股东损益	126.09	102.20	93.67	155.69	225.36	281.79
归属母公司股东净利润	534.55	484.57	939.45	1561.54	2260.36	2826.31
资产负债表（百万元）	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	760.63	866.66	1517.49	1223.57	2198.56	4657.26
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	2996.69	3555.96	4470.81	4475.64	7169.43	7041.75
其他应收款（合计）	55.51	66.77	90.98	0.00	0.00	0.00
存货	2925.41	3333.54	3747.34	4890.01	6176.20	7280.08
其他流动资产	412.47	394.90	513.08	513.08	513.08	513.08
长期股权投资	0.00	0.00	88.39	88.39	88.39	88.39
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	6.94	6.89	6.18
投资性房地产	12.64	73.73	61.48	55.01	48.54	42.07
固定资产和在建工程	3677.85	3865.28	5511.03	4207.27	2844.41	1481.56
无形资产和开发支出	486.11	475.62	921.99	733.84	545.69	357.54
其他非流动资产	406.92	408.30	672.77	159.74	-2701.58	-5362.94
资产总计	11679.43	12975.35	17416.14	16753.68	20133.50	22010.92
短期借款	790.23	986.88	1492.05	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1530.98	1802.72	2862.40	2371.92	3840.92	3329.09
长期借款	1130.40	1385.87	1335.39	1335.39	1335.39	1335.39
其他负债	2895.82	3285.52	4928.62	3436.57	3436.57	3436.57
负债合计	5557.20	6474.12	9126.40	7143.87	8612.88	8101.05
股本	1075.53	1397.38	1396.63	1396.63	1396.63	1396.63
资本公积	3522.92	3244.54	3757.72	3757.72	3757.72	3757.72
留存收益	788.74	1129.58	2392.39	3556.77	5242.23	7349.69
归属母公司股东权益	5387.19	5771.50	7546.74	8711.12	10396.58	12504.04



少数股东权益	735.05	729.73	742.99	898.68	1124.05	1405.84
股东权益合计	6122.24	6501.24	8289.74	9609.80	11520.62	13909.88
负债和股东权益合计	11679.43	12975.35	17416.14	16753.68	20133.50	22010.92
现金流量表（百万元）	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金净流量	766.07	152.34	902.20	1651.45	1606.05	3233.69
投资性现金净流量	-601.35	-298.96	-849.51	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-451.47	279.95	254.03	-1945.36	-631.06	-775.00
现金流量净额	-204.79	106.03	315.65	-293.92	975.00	2458.69
财务分析和估值指标汇总	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收益率						
毛利率	17.53%	16.87%	22.07%	25.92%	27.12%	27.39%
三费/销售收入	11.15%	12.30%	13.42%	13.12%	13.05%	13.02%
EBIT/销售收入	5.87%	5.55%	8.55%	11.62%	12.82%	13.09%
EBITDA/销售收入	9.35%	9.40%	13.44%	19.13%	18.81%	17.94%
销售净利率	5.05%	4.61%	7.01%	8.51%	9.45%	9.69%
资产获利率						
ROE	9.92%	8.40%	12.45%	17.93%	21.74%	22.60%
ROA	6.57%	5.45%	7.24%	14.00%	16.74%	19.08%
ROIC	9.91%	5.71%	11.58%	18.04%	25.46%	28.84%
增长率						
销售收入增长率	8.16%	-2.63%	15.76%	36.95%	30.23%	22.05%
EBIT 增长率	-8.56%	-7.90%	78.46%	86.01%	43.68%	24.62%
EBITDA 增长率	-6.24%	-2.06%	65.51%	94.85%	28.06%	16.42%
净利润增长率	3.46%	-11.18%	76.07%	66.22%	44.75%	25.04%
总资产增长率	18.96%	11.10%	34.22%	-3.80%	20.17%	9.32%
股东权益增长率	9.66%	7.13%	30.76%	15.43%	19.35%	20.27%
经营营运资本增长率	34.59%	13.65%	-2.13%	46.14%	47.98%	19.49%
资本结构						
资产负债率	47.58%	49.90%	52.40%	42.64%	42.78%	36.80%
投资资本/总资产	63.49%	62.70%	55.99%	59.26%	54.26%	49.58%
带息债务/总负债	34.56%	36.65%	30.98%	18.69%	15.50%	16.48%
流动比率	1.79	1.75	1.53	2.35	2.59	3.43
速动比率	0.95	0.95	0.89	1.21	1.51	2.06
股利支付率	0.00%	37.49%	38.81%	25.43%	25.43%	25.43%
收益留存率	1.00	0.63	0.61	0.75	0.75	0.75
资产管理效率						
总资产周转率	1.12	0.98	0.85	1.21	1.31	1.46
固定资产周转率	3.84	3.50	3.00	5.58	9.24	21.66
应收账款周转率	4.58	3.75	3.47	4.80	3.87	4.84
存货周转率	3.69	3.18	3.07	3.06	3.10	3.20
业绩（百万元）和估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBIT（百万元）	767.30	706.67	1261.10	2345.79	3370.45	4200.28

EBITDA (百万元)	1222.65	1197.43	1981.91	3861.84	4945.59	5757.76
NOPLAT (百万元)	615.72	423.75	941.72	1759.35	2527.84	3150.21
净利润 (百万元)	534.55	484.57	939.45	1561.54	2260.36	2826.31
EPS	0.235	0.213	0.412	0.685	0.992	1.240
BPS	2.364	2.533	3.312	3.823	4.563	5.488
PE	122.85	135.52	69.90	42.05	29.05	23.24
PEG	2.86	2.02	1.58	N/A	N/A	N/A
PB	12.19	11.38	8.70	7.54	6.32	5.25
PS	5.02	5.16	4.45	3.25	2.50	2.05
PCF	85.72	431.08	72.79	39.76	40.89	20.31
EV/EBIT	43.04	60.33	33.67	17.68	12.10	9.20
EV/EBITDA	27.01	35.61	21.42	10.74	8.25	6.71
EV/NOPLAT	53.64	100.62	45.08	23.57	16.13	12.27
EV/IC	4.45	5.24	4.35	4.18	3.73	3.54
ROIC-WACC	2.66%	-1.53%	4.33%	10.80%	18.22%	21.59%
股息率	0.000	0.003	0.006	0.006	0.009	0.011

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业分析师。阎予露，有色金属行业分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10% 以上
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：

上海地区：

北京地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn