

# 国城矿业覆盖报告：以钼为核，以锂为矛， 公司迈入高成长周期

---

华西证券环保有色团队：

首席分析师晏溶

执业证号：S1120519100004

分析师：熊颖

执业证号：S1120524120001

2026年4月9日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

# 摘要/Abstract

## ■ 公司完成布局锂矿、钼矿、铅锌、钛白粉四大业务，股权结构较为集中

公司于1997年在深圳证券交易所主板上市后主营业务多次发生变更，2013年1月公司完成重大资产重组，引进建新集团，上市公司更名建新矿业，将东升庙矿业公司纳入合并范围，主营业务变更为有色金属采选，主要品种为铅锌精矿。2018年初，因建新集团破产重整，浙江国城控股有限公司作为重整方参与并完成了对建新集团的重整，其持股占上市公司总股本的40.99%，由此成为第一大股东。此后于2018年2月14日至4月10日期间发起了要约收购，至此国城控股合计持有上市公司73.98%的股份，且同年公司正式更名为国城矿业。2021年，国城矿业完成宇邦矿业65%股权收购，正式布局白银业务。2022年，公司通过国城常青间接持有金鑫矿业48%股权，布局锂矿业务。2024年，国城矿业股份有限公司在内蒙古巴彦淖尔市乌拉特后旗工业园区成功试运行了其硫钛铁资源综合循环利用项目，并顺利产出了第一袋国城钛白粉，象征着全球首个设计年产能为20万吨金红石型钛白粉的全流程生产装置正式投入运营。2025年，上市公司完成宇邦矿业65%股权出售，并于年底完成国城实业60%股权收购，正式并表钼矿业务。至此，公司基本完成铅锌、钛白粉、锂矿、钼矿四大业务支柱布局。截至2025年12月31日，国城集团直接和间接合计持有本公司66.18%的股份，公司股权结构较为集中。吴城先生为国城矿业实际控制人，同时也是国城矿业董事长及国城控股集团有限公司董事长。

## ■ 钼矿注入改善公司利润，后续利润有望受益于锂矿项目推进持续释放

2020-2024年，公司整体营收较为稳定，从9.08亿元增长至11.96亿元，复合增速约21%。2021年，公司主要产品销售价格上行叠加并表宇邦矿业带动公司业绩修复，整体营收环比增长88.36%至17.09亿元。2023年则受主营产品锌精矿价格拖累收入同比下滑22.70%至11.96亿元。受益于2023年末公司20万吨/年金红石型钛白粉全流程生产装置投产，2024年公司钛白粉项目投产贡献营收，2024年公司营业收入同比大幅增长60.37%至19.18亿元。2025年受益于钼矿并表及钛白粉产量大幅提升，公司营业收入同比大幅增长150.60%至48.06亿元。2020年至2022年，公司整体净利润保持稳定。但2023年受主要产品价格走弱影响，全年利润大幅下滑至0.63亿元，同比下滑66.17%。2024年由于公司钛白粉项目仍处于爬坡阶段，整体成本水平仍未得到压降叠加钛白粉价格处于低位，拖累公司业绩，公司整体亏损1.13亿元。2025年公司利润得到大幅改善，主要系：2025年12月公司完成对国城实业60%股权的收购，将其纳入合并报表范围，2025年国城实业实现净利润11.46亿元，按照60%的股权计算增加归属上市公司股东净利润6.88亿元，成为贡献业绩的重要增量；

# 摘要/Abstract

此外，公司出售宇邦矿业股权确认投资收益7.76亿元。目前，马尔康党坝锂辉石矿5000吨/天选矿厂改扩建项目已进入试生产阶段，在目前锂价高位运行的背景下，随着公司锂矿扩建项目的稳步推进，公司利润有望得到进一步增厚。

## ■ 公司锂钼扩建项目稳步推进，布局金矿助力业绩进一步增长

**内蒙古东升庙矿业：**东矿为2013年重大资产重组时期原上市公司注入资产，2018年国城集团入主上市公司时承接了该资产，东矿拥有东升庙硫铁矿采矿权1宗，矿区面积1.3877平方公里，采矿许可证证载规模为350万吨/年。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。矿山生产规模为年入选铅锌铜硫多金属矿石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矿正在开展285万吨/年采矿扩建项目并完成了项目安全设施设计工作，后续东矿将继续推进该项目建设。**国城钛业：**公司下属全资子公司国城钛业位于内蒙古自治区巴彦淖尔，公司资源循环利用及下游产业链延伸的代表项目，2018年11月14日，公司与巴彦淖尔市人民政府签订了《硫铁钛资源综合利用项目合作协议》。后于同年12月18日公告拟收购项目公司100%股权。并于2019年4月18日正式公告，拟对国城钛业增资5.8亿元建设硫铁钛资源综合利用项目。该项目于2021年4月全面开工建设，2023年6月建成。项目达产后，将形成20万吨/年金红石型钛白粉、70万吨/年工业硫酸、63万吨/年铁精粉、64万吨/年七水硫酸亚铁的生产能力，跻身国内同行业前五位。2024年、2025年该项目钛白粉产量分别为4.07万吨/13.66万吨。**中都矿产：**公司下属全资子公司中都矿产拥有凤阳县江山--大王府整合区金铅锌矿采矿权1宗，矿区面积1.8753平方公里，采矿许可证证载规模为35万吨/年，采矿权内共保有矿石量992.43万吨，金金属量16.226吨。中都矿产年产5万吨建设工程项目尚处开发阶段，已完成包括项目可行性研究报告评审、采选项目核准批复、安全设施设计评审等工作，其他开工前手续正在有序办理中。2025年1月14日，国城矿业公告中都矿产已取得生产规模为35万吨/年的采矿许可证。**金鑫矿业：**众和股份于2012年获得金鑫矿业控制权切入锂矿产业链，但因经营不善矿权于2016年被四川江油人民法院查封。此后，于2022年，国城集团通过市场化、法治化路径实施战略重组，斥资超过70亿元增资阿坝州马尔康金鑫矿业，重整其母公司福建众和股份有限公司。2022年9月22日国城矿业晚间公告，公司拟通过全资子公司收购马尔康金鑫矿业有限公司48%股权。金鑫矿业拥有马尔康党坝锂辉石矿采矿权1宗，矿区面积2.8336平方公里，开采矿种包括锂矿、铌矿、钽矿等，证载采矿许可证规模100万吨/年。矿区累计查明矿石量8,425.5万吨，Li<sub>2</sub>O 1,120,731吨，平均品位1.33%。目前，金鑫矿业探矿权

# 摘要/Abstract

范围内尚有较大区域未进行勘查找矿工作，后续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，马尔康党坝锂辉石矿5000吨/天选矿厂改扩建项目于2月1日凌晨成功实现5000t/d选矿项目带料试车，预计3月全面达产。金鑫矿业正在积极办理500万吨/年采矿许可证的申请工作，已完成采矿许可证申请所需要的重要前置手续办理工作。后续产能有望进一步提升。公司下属控股子公司国城锂业位于四川省绵竹市德阳-阿坝生态经济产业园，于2023年2月注册成立，且于同年7月公告宣布投资33.57亿元建设20万吨/年锂盐产能，分三期建设，其中一期6万吨、二期9万吨、三期5万吨。一期6万吨/年基础锂盐项目在2025年2月份全面开工，12月份建成调试，正在稳步推进。

**国城实业：**国城实业前身为中西矿业，拥有内蒙古卓资县大苏计钼矿采矿权1宗，大苏计钼矿位于内蒙古自治区乌兰察布市卓资县，是全国第四大钼矿，拥有采矿权面积1.6796平方公里，探矿权面积1.54平方公里，累计探明资源储量3.46亿吨，钼金属量达42.42万吨，平均品位0.122%。2018年9月，国城集团与中西矿业破产管理人签署《重整投资协议书》，国城集团重整出资10.42亿元，取得中西矿业100%股权。2019年7月23日，中西矿业大苏计钼矿500万吨产能技改扩建项目开工，总投资约11亿元。2020年7月，500万吨/年技改项目正式投产，自动化水平行业领先，日处理能力1.6万吨。2020年9月，中西矿业更名为内蒙古国城实业有限公司。大苏计钼矿采矿许可证证载规模为500万吨/年，2025年8月27日，卓资县自然资源局出具《证明》，国城实业正在申请大苏计矿区800万吨/年采矿证，拟将生产规模扩大到800万吨/年。2025年12月30日，公司公告已支付31.68亿元交易对价，并于2025年12月26日对国城实业60%股权完成工商变更登记，本次收购完成后，国城实业成为公司下属控股子公司，公司正式布局钼矿业务。此外，国城集团仍持有40%国城实业股权。

# 摘要/Abstract

## ■ 投资建议

我们预测公司2026-2028年营业收入为58.77/61.14/66.87亿元，同比分别增长22.3%/4.0%/9.4%；

归母净利润分别为12.12/17.27/29.76亿元，同比分别增长12.6%/42.5%/72.3%；

对应EPS分别为1.02/1.46/2.51元

对应2026年4月9日收盘价39.86元，PE分别为38.98/27.35/15.87倍

首次覆盖，给予“买入”评级。

## ■ 风险提示：

- 1) 项目建设进度不及预期风险：**公司未来的业绩增长依赖于党坝锂矿扩建项目以及中都金矿新建项目的顺利推进。投产进度若不及预期，将影响公司利润增长。
- 2) 开采停工风险：**金属开采受到井下与自然环境等多重因素影响，事故可能对运营造成重大冲击。
- 3) 价格下跌风险：**主要金属产品价格若超预期下跌，将严重侵蚀公司利润。



## 目录

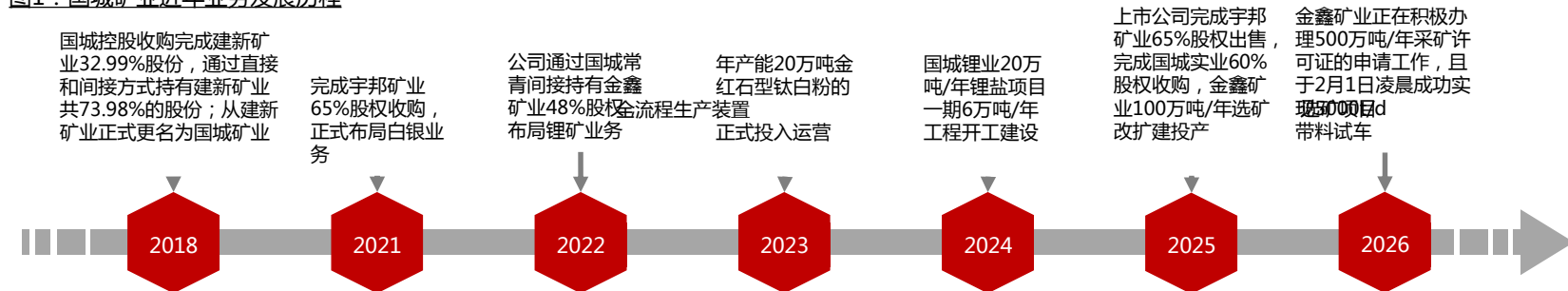
---

- **公司完成布局锂矿、钼矿、铅锌、钛白粉四大业务，股权结构较为集中**
- **钼矿注入改善公司利润，后续利润有望受益于锂矿项目推进持续释放**
- **公司锂钼扩建项目稳步推进，布局金矿助力业绩进一步增长**
- **盈利预测&投资建议**
- **风险提示**

## H 1.1 公司完成布局铅锌、钛白粉、锂矿、钼矿四大业务

- **公司前身为涪陵建筑陶瓷股份有限公司，2013年更名为建新矿业。**公司于1997年在深圳证券交易所主板上市后主营业务多次发生变更，2013年1月公司完成重大资产重组，引进建新集团，上市公司更名建新矿业，将东升庙矿业公司纳入合并范围，主营业务变更为有色金属采选，主要品种为铅锌精矿。
- **国城集团控股公司后，公司完成布局铅锌、钛白粉、锂矿、钼矿四大业务。**2018年初，因建新集团破产重整，浙江国城控股有限公司作为重整方参与并完成了对建新集团的重整，通过取得建新集团100%股权间接控制上市公司466,139,241股的股份，其持股占上市公司总股本的40.99%，由此成为第一大股东。此后于2018年2月14日至4月10日期间发起了要约收购，收购上市公司股份共计375,160,511股，占上市公司总股本的32.99%，进一步巩固了对建新矿业的控股地位，至此国城控股合计持有上市公司73.98%的股份，且同年公司正式更名为国城矿业。2019年，公司控股股东浙江国城控股集团有限公司承诺注入资产内蒙古中西矿业有限公司破产重整取得实质性进展，大苏计钼矿500万吨产能技改扩建项目启动。2021年，国城矿业完成宇邦矿业65%股权收购，正式布局白银业务。2022年，公司通过国城常青间接持有金鑫矿业48%股权，布局锂矿业务。2023年，金鑫矿业取得生产规模为100万吨/年的采矿许可证。2024年，国城矿业股份有限公司在内蒙古巴彦淖尔市乌拉特后旗工业园区成功试运行了其硫钛铁资源综合循环利用项目，并顺利产出了第一袋国城钛白粉，象征着全球首个设计年产能为20万吨金红石型钛白粉的全流程生产装置正式投入运营。2025年，上市公司完成宇邦矿业65%股权出售，且参股公司金鑫矿业100万吨/年选矿改扩建投产，并于年底完成国城实业60%股权收购，正式并表钼矿业务。至此，公司基本完成铅锌、钛白粉、锂矿、钼矿四大业务支柱布局。

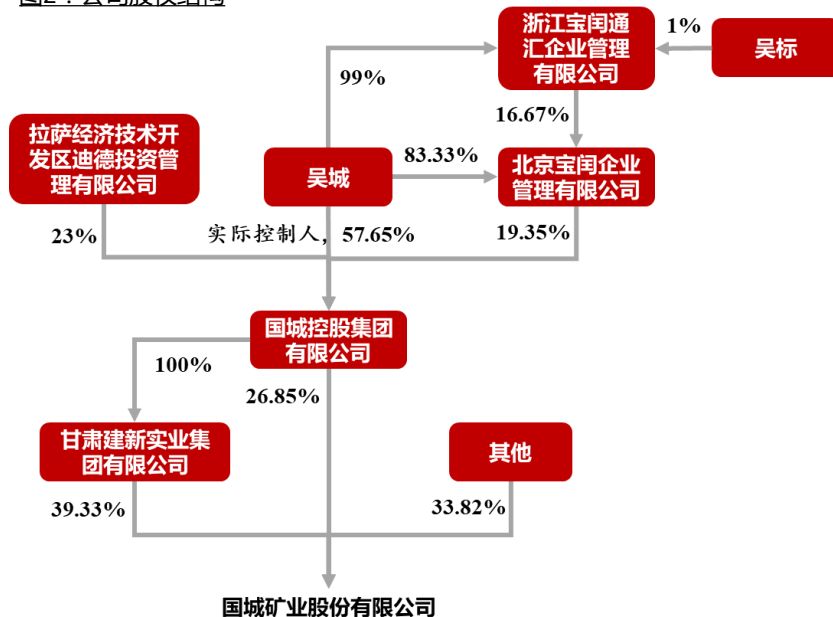
图1：国城矿业近年业务发展历程



## H 1.2 股权结构较为集中，实控人为吴城先生

- **股权结构较为集中，实控人为吴城先生。**2018年国城控股集团有限公司（以下简称国城集团）通过参与建新集团破产重整取得上市公司股权，截至2025年12月31日，国城集团直接和间接合计持有本公司66.18%的股份，公司股权结构较为集中。吴城先生为国城矿业实际控制人，同时也是国城矿业董事长及国城控股集团有限公司董事长，其本人还是现任第十四届全国政协委员，内蒙古工商联副主席。

图2：公司股权结构





## 目录

---

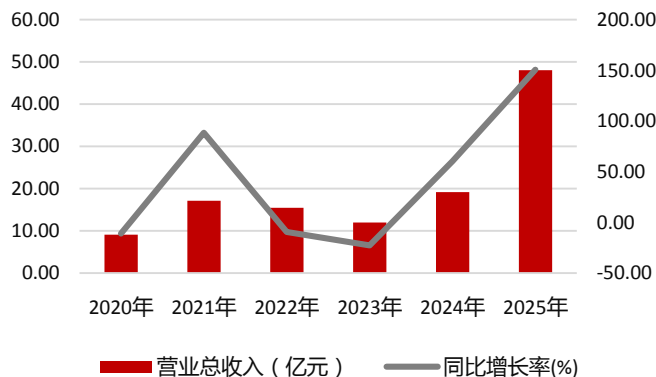
- 公司完成布局锂矿、钼矿、铅锌、钛白粉四大业务，股权结构较为集中
- **钼矿注入改善公司利润，后续利润有望受益于锂矿项目推进持续释放**
- 公司锂钼扩建项目稳步推进，布局金矿助力业绩进一步增长
- 盈利预测&投资建议
- 风险提示



## 2.1 公司2020-2024年营收整体保持稳定，2025年伴随钼矿注入叠加钛白粉放量改善公司营收

- **公司2020-2024年营收整体保持稳定，2025年公司钼矿注入大幅改善营收。**2020-2024年，公司整体营收较为稳定，从9.08亿元增长至11.96亿元，复合增速约21%。2021年，公司主要产品销售价格上行叠加并表宇邦矿业带动公司业绩修复，整体营收环比增长88.36%至17.09亿元。2023年则受主营产品锌精矿价格拖累，营业收入同比下滑22.70%至11.96亿元。受益于2023年末公司20万吨/年金红石型钛白粉全流程生产装置投产，2024年公司钛白粉项目投产贡献营收，2024年公司营业收入同比大幅增长60.37%至19.18亿元。2025年受益于钼矿并表及钛白粉产量大幅提升，公司营业收入同比大幅增长150.60%至48.06亿元。
- **2025年公司钼矿及钛白粉贡献主要营收。**2020-2024年，公司主要营收由东矿贡献，其中锌精矿营收占比均保持在40%以上。2023年公司钛白粉项目投产，并在2024年贡献营收，营收占比为20%。2025年公司钛白粉项目持续放量，该项目营业收入大幅增长至13.78亿元，同比增长261%，占比为29%较2024年有所提升。2025年公司钼精矿业务实现并表，贡献24.40亿元营业收入，营收占比为51%。2025年，公司钼矿及钛白粉贡献主要营收，整体营业收入贡献占比为79%。

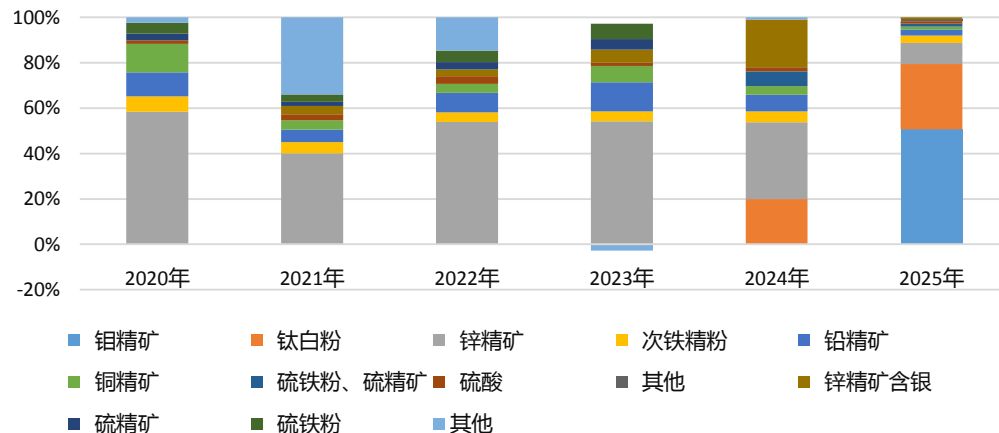
图3：公司近年营业收入情况



资料来源：iFind、华西证券研究所

华西证券股份有限公司  
HUAXI SECURITIES CO., LTD.

图4：公司近年营业收入构成情况

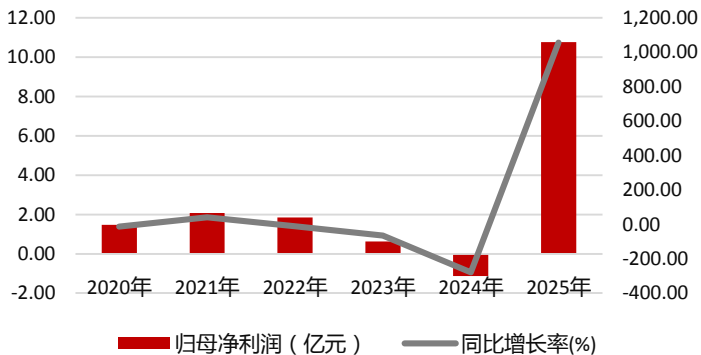


资料来源：iFind、华西证券研究所

## 2.2 2025年钼精矿贡献公司主要利润，后续随着锂矿项目推进利润有望持续释放

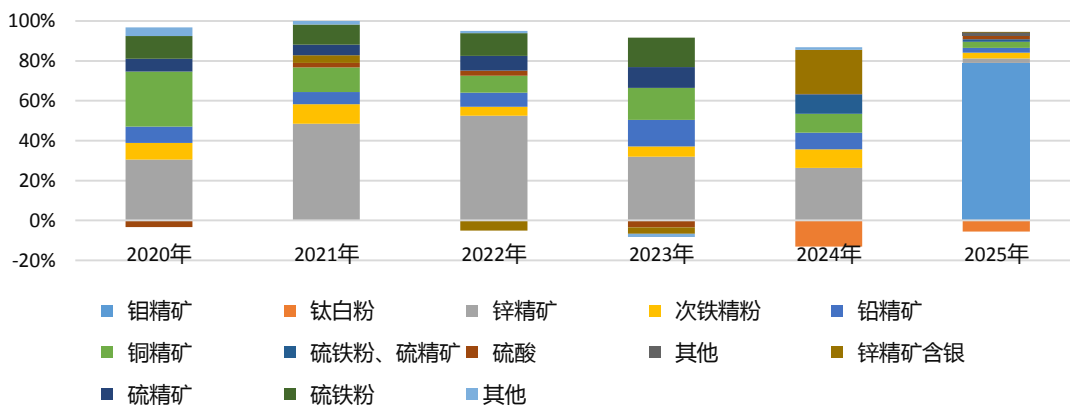
- 2020-2022年利润保持稳定，2025年利润大幅改善。**2020年至2022年，公司整体净利润保持稳定。但2023年受主要产品价格走弱影响，全年利润大幅下滑至0.63亿元，同比下滑66.17%。2024年由于公司钛白粉项目仍处于爬坡阶段，整体成本水平仍未得到压降叠加钛白粉价格处于低位，拖累公司业绩，公司整体亏损1.13亿元。2025年公司利润得到大幅改善，主要系：2025年12月公司完成对国城实业60%股权的收购，将其纳入合并报表范围，2025年国城实业实现净利润11.46亿元，按照60%的股权计算增加归属上市公司股东净利润6.88亿元，成为贡献业绩的重要增量；此外，公司出售宇邦矿业股权确认投资收益7.76亿元。
- 2020-2024年锌精矿贡献主要利润，2025年钼精矿贡献公司主要利润。**2020-2024年，公司锌精粉贡献主要利润，利润占比均在30%以上，2023年更是高达58%。虽然公司钛白粉年末投产成功，但由于该业务仍处于产能爬坡阶段成本较高且钛白粉价格处于低位，2024-2025年该业务仍处于亏损状态。2025年，公司钼精矿业务并表后，贡献17.16亿元利润，占比超88%。此外，受益于公司参股企业金鑫矿业100万吨/年选矿改扩建项目投产以及宇邦矿业股权出售，公司投资收益从2024年的3157万元提升至2025年的7.94亿元，大幅提升公司盈利水平。目前，马尔康党坝锂辉石矿5000吨/天选矿厂改扩建项目已进入试生产阶段，在目前锂价高位运行的背景下，随着公司锂矿扩建项目的稳步推进，公司利润有望得到进一步增厚。

图5：公司近年净利润情况



资料来源：iFind、华西证券研究所

图6：公司2025年毛利润构成情况（亿元）

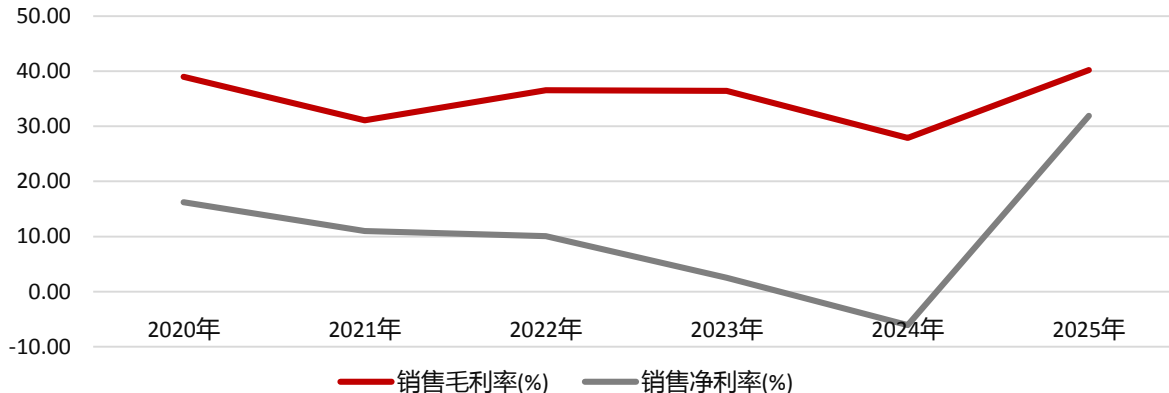


资料来源：iFind、华西证券研究所

## H 2.3 2025年钼矿并表叠加钛白粉放量大幅改善公司毛利率水平

- **2020-2025年公司毛利率水平较为稳定，2025年公司整体净利率水平环比大幅提升。**2020-2022年，公司毛利率及净利率水平较为稳定，2023年主要因公司主营产品价格有所下滑，净利率水平大幅下滑，从2022年的10.05%下滑至2023年的2.48%，但公司整体毛利率水平下滑幅度有限，从2022年的36.42%下滑至2023年的36.42%。2024年由于公司钛白粉业务整体产能利用率不足，尚未形成规模经济，导致阶段性经营亏损，大幅拖累公司整体毛利率及净利率水平，分别从2023年的36.42%、2.48%下滑至2024年的27.92%、-6.09%；2025年由于钛白粉销售价格处于低位，整体业务仍然承压，但业务毛利率水平得到大幅改善，由2024年的-24.86%改善至2025年的-8.67%。2025年受益于钼矿并表及钛白粉毛利率水平大幅改善，2025年公司毛利率及净利率水平分别为40.24%、31.93%，较2024年大幅提升12.32%、38.02%，公司整体盈利水平得到大幅提升。

图7：公司近年利润率情况



资料来源：iFind、华西证券研究所



## 目录

---

- 公司完成布局锂矿、钼矿、铅锌、钛白粉四大业务，股权结构较为集中
- 钼矿注入改善公司利润，后续利润有望受益于锂矿项目推进持续释放
- **公司锂钼扩建项目稳步推进，布局金矿助力业绩进一步增长**
- 盈利预测&投资建议
- 风险提示

## H 3.1 内蒙古东升庙矿业：大型铅锌多金属硫化物矿床，285万吨/年采矿扩建稳步推进中

- **东矿为2013年重大资产重组时期原上市公司注入资产，2018年国城集团入主上市公司时承接了该资产。**2013年2月1日，原上市公司建新矿业发布公告称，已于同年1月29日通过向特定对象发行股份的方式完成标的资产内蒙古东升庙矿业有限责任公司100%股权登记至公司名下的工商变更登记手续。东矿拥有东升庙硫铁矿采矿权1宗，矿区面积1.3877平方公里，采矿许可证证载规模为350万吨/年。此次注入后，建新矿业完成向铅锌矿等有色金属采选领域的转型。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。截至2025年底，矿采矿权内保有硫铁铅锌铜矿石量12,346万吨，锌金属量1,149,619吨，铅金属量254,684吨，铜金属量8,979吨，金金属量7,427公斤，银金属量1,380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矿正在开展285万吨/年采矿扩建项目并完成了项目安全设施设计工作，后续东矿将继续推进该项目建设。
- **东矿不断投资扩产，现有规模为200万吨/年，285万吨/年采矿扩建稳步推进。**2003年东矿完成首次重大技改扩建，采选能力从3.5万吨/年提升至60万吨/年，根据建新矿业2014年1月28日公告，经过几年的不断投资扩产，东矿生产规模现为年采选矿石80万吨/年，此外50万吨/年矿石采选系统在建工程预计2014年达产后，其生产规模将达到年采选矿石130万吨/年。并经建新矿业于2013年8月19日召开的第八届董事会第三十二次会议审议通过，决定在现有130万吨/年矿石采选能力的基础上，进一步扩建到180万吨/年的采选能力。东矿于2021年12月取得最新采矿许可证，核准采矿规模提升至350万吨/年。根据国城矿业2025年年报披露，2025年，东升庙矿业启动285万吨/年采矿扩建项目。

表1：东升庙矿业资源储量情况

子公司	主要矿种	保有储量（万吨）	原矿开采能力（万吨）	采矿许可证证载规模（万吨/年）
东矿公司	锌金属	1,149,619	285（建设中）	350
	铅金属	254,684		
	铜金属	8,979		
	金金属	7,427		
	银金属	1,380		

资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 3.2 国城钛业：聚焦资源循环利用，钛白粉产能跻身国内前列

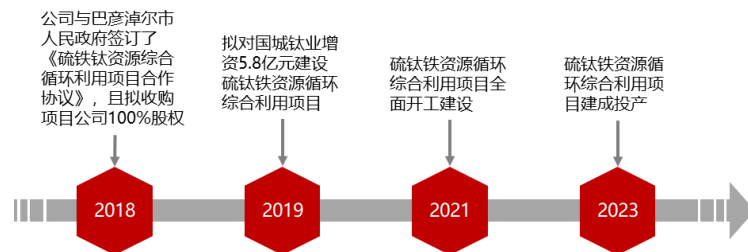
- 以东矿尾矿为原料，聚焦资源循环利用。**公司下属全资子公司国城钛业位于内蒙古自治区巴彦淖尔，成立于2016年12月，主营产品为钛白粉等。国城钛业是公司资源循环利用及下游产业链延伸的代表项目，该项目以东矿尾矿作为原料，对采选尾矿进一步充分利用，生产硫酸并提取有价成分铁精粉，再利用硫酸生产钛白粉及其他副产品，通过探索“硫钛铁联产”循环经济模式发展循环经济。
- 钛白粉产能跻身国内前列。**2018年11月14日，公司与巴彦淖尔市人民政府签订了《硫铁钛资源综合循环利用项目合作协议》。后于同年12月18日公告拟收购项目公司100%股权。并于2019年4月18日正式公告，拟对国城钛业增资5.8亿元建设硫铁钛资源循环综合利用项目。该项目于2021年4月全面开工建设，占地面积1017亩，总投资约30亿元，2023年6月建成。项目达产后，将形成20万吨/年金红石型钛白粉、70万吨/年工业硫酸、63万吨/年铁精粉、64万吨/年七水硫酸亚铁的生产能力，跻身国内同行业前五位。2024年、2025年该项目钛白粉产量分别为4.07万吨/13.66万吨。

表2：公司近年钛白粉、硫酸及次铁精粉产销量情况

			2023年	2024年	2025年
钛白粉	销售量	万吨	0.00	3.18	12.86
	生产量	万吨	0.01	4.07	13.66
硫酸	销售量	万吨	13.94	13.70	16.62
	生产量	万吨	14.10	16.40	14.00
次铁精粉	销售量	万吨	12.32	25.44	47.15
	生产量	万吨	12.35	27.41	46.70

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图8：硫铁钛资源综合循环利用项目历史情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

### 3.3 中都矿产：布局金矿业务，助力公司未来业绩增长

- **布局金矿业务，丰富公司金属矿品种类。**原公司控股股东建新集团于2012年11月承诺上市公司重组完成并恢复上市后，中都矿产将于取得采矿权证后注入上市公司，由上市公司进行建设及生产。建新矿业于2014年4月9日公告，中都矿产正办理相关手续，该年5月将完成储量报告备案工作，将在完成储量报告备案等相关手续后提前启动资产注入工作，预计2014年注入上市公司，并于同年12月18号公告，拟以11053.87万元的交易价格收购原控股股东建新集团持有的中都矿产100%股权。2014年12月23日，中都矿产工商变更登记完成，股东正式变更为建新矿业。2025年1月14日，国城矿业公告中都矿产已取得生产规模为35万吨/年的采矿许可证。
- **中都矿产35万吨/年采选建设工程项目稳步推进中。**中都矿产拥有凤阳县江山--大王府整合区金铅锌矿采矿权1宗，矿区面积1.8753平方公里，采矿许可证证载规模为35万吨/年，采矿权内共保有矿石量992.43万吨，金金属量16.226吨。中都矿产35万吨/年采选建设工程项目尚处开发阶段，已完成包括项目可行性研究报告评审、采选项目核准批复、安全设施设计评审等工作，其他开工前手续正在有序办理中。截至2025年底，中都矿产采矿权内共保有矿石量992万吨，金金属量16,226公斤，锌金属量32,165吨，铅金属量43,357吨，铜金属量1,544吨，银金属量147吨。

表3：中都矿产资源储量情况

子公司	主要矿种	保有矿石量（万吨）	金金属量（吨）	采矿许可证证载规模（万吨/年）	选矿能力（万吨/年）
中都矿产	金铅锌矿	992	16.226	35	35（在建）

资料来源：公司公告、华西证券研究所

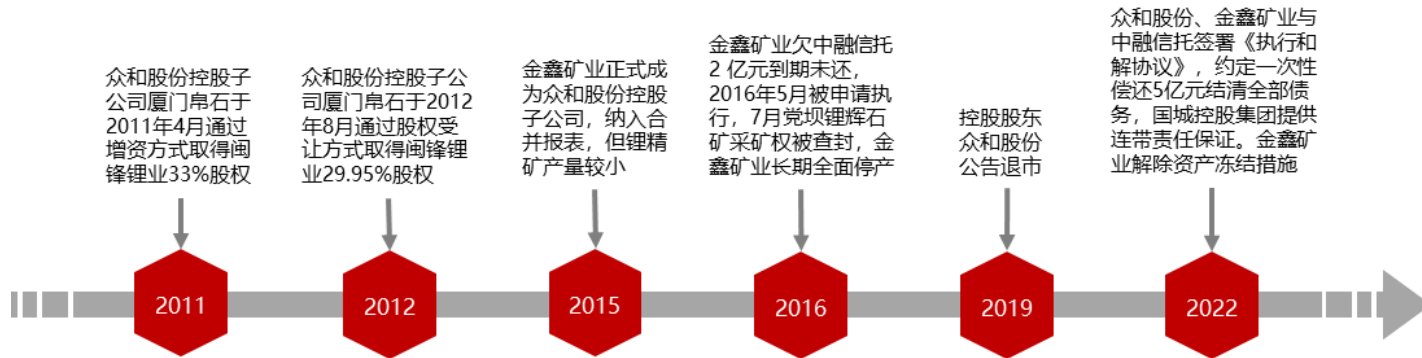
### H 3.4 参股金鑫矿业：党坝锂矿储量规模稳居国内第一梯队，项目扩建稳步推进中

- **众和股份于2012年获得金鑫矿业控制权切入锂矿产业链，但因经营不善矿权于2016年被四川江油人民法院查封。**2012年9月，众和股份出资3.2亿元增资厦门市帛石贸易有限公司（后改名为众和新能源），持股比例达到 66.67%，成为控股股东，切入锂矿产业链。截至2012年12月，众和股份控股子公司厦门帛石合计持有闽锋锂业62.95%股权，其中，33%股权为2011年4月通过增资方式取得；29.95%股权为2012年8月通过股权受让方式取得，闽锋锂业持有金鑫矿业100%股权。众和股份通过并购厦门帛石，从而间接控制金鑫矿业。截至2012年8月，金鑫矿业采矿许可证许可的年开采规模为15万吨，建设规模为年处理矿石10万吨，近两年开采量不足5万吨，且未满负荷生产。2013年起，金鑫矿业正式成为众和股份控股子公司，纳入合并报表，众和股份业务结构从纯纺织转向纺织+锂矿双主业。2015 年前后锂价上行，金鑫矿业少量产出锂精矿，给上市公司贡献了少量营收与毛利，但规模很小，无法扭转纺织主业亏损，公司当年巨亏约1.5亿元，同比跌幅超1200%。2016年，金鑫矿业资金流动性紧张局面改善有限，2016年处于断断续续生产状态。后因金鑫矿业欠中融信托 2 亿元到期未还，2016年7月1日，四川省江油市人民法院查封了金鑫矿业持有的马尔康党坝锂辉石矿采矿权。
- **众和股份于2019年退市，江油法院于2022年解除金鑫矿业全部查封冻结措施。**众和股份2014至勉强维持盈利，但自2015年起公司开始陷入亏损，2015年至2017年，众和已连续亏损三个会计年度，到2017年年末，公司亏损已超10亿元。2017年年报显示，该公司截止2017年12月31日合并报表归属于母公司所有者的净资产为-5.33亿元，同时有大量无法偿付的到期债务，包括金融机构借款、贷款及税费款项等。2017年11月公司债权人以公司不能清偿到期债务并且明显缺乏清偿能力为由，向法院申请对公司进行破产重整。众和股份于2019年5月5日公告，公司股票因2015年度、2016年度和2017年度连续三年亏损已被暂停上市，后于同年7月8日正式公告退市。众和股份从2017年起已将纺织印染板块业务全面停工并逐步出售，以阿坝州马尔康市党坝乡锂辉石矿的勘探及开采为主业的金鑫矿业已成为其核心资产。若金鑫矿业的上述核心资产被拍卖，众和股份将丧失进行司法重整的价值和基本条件，包括公司股东、债权人在内的各方利益都将受到严重损失。2016年7月，金鑫矿业因与中融信托借款合同纠纷，其采矿权、资产及账户被四川省江油市人民法院冻结查封。查封期间，金鑫矿业长期全面停产。江油法院曾于2017年、2021年两度启动采矿权司法拍卖程序，但均因执行异议、债务和解等原因中

### H 3.4 参股金鑫矿业：党坝锂矿储量规模稳居国内第一梯队，项目扩建稳步推进中

- 止并撤回拍卖，未实际成交。2022年3月11日，众和股份、金鑫矿业与中融信托签署《执行和解协议》，约定一次性偿还5亿元结清全部债务，国城控股集团提供连带责任保证。金鑫矿业于当日支付首期2.5亿元，法院裁定中止执行；2022年3月31日前付清剩余2.5亿元，债务全部清偿。中融信托配合解除采矿权抵押，并申请法院解除全部查封冻结措施。2022年6月14日，江油法院向金鑫矿业送达《结案通知书》，本案执行完毕、终结执行。本次执行和解使金鑫矿业采矿权得以保留，未发生拍卖，矿山恢复正常法律状态，为后续复产、扩证奠定基础。

图9：众和股份控股金鑫矿业历史概览



资料来源：公司公告、华西证券研究所



### 3.4 参股金鑫矿业：党坝锂矿储量规模稳居国内第一梯队，项目扩建稳步推进中

- **国城集团介入金鑫矿业，国城矿业参股布局锂矿资源。**2022年，国城集团通过市场化、法治化路径实施战略重组，斥资超过70亿元增资阿坝州马尔康金鑫矿业，重整其母公司福建众和股份有限公司。同年9月22日国城矿业晚间公告，公司全资子公司四川国城合融新能源技术开发有限责任公司和北京国城嘉华科技有限公司拟分别以4.47亿元和4969.73万元现金收购海南国城常青投资合伙企业（有限合伙）100%份额，国城常青核心资产为马尔康金鑫矿业有限公司48%股权。同年11月初公司在投资者问答平台宣布已完成本次收购，公司正式布局锂矿资源。
- **党坝锂矿稳居国内第一梯队，资源储量有望进一步扩大，改扩建项目稳步推进中。**金鑫矿业拥有马尔康党坝锂辉石矿采矿权1宗，矿区面积2.8336平方公里，开采矿种包括锂矿、铌矿、钽矿等，证载采矿许可证规模100万吨/年。矿区累计查明矿石量8,425.5万吨，Li<sub>2</sub>O 1,120,731吨，平均品位1.33%。目前，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，后续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，马尔康党坝锂辉石矿5000吨/天选矿厂改扩建项目于2月1日凌晨成功实现5000t/d选矿项目带料试车，预计3月全面达产。金鑫矿业正在积极办理500万吨/年采矿许可证的申请工作，已完成采矿许可证申请所需要的重要前置手续办理工作。后续产能有望进一步提升。
- **依托上游锂矿资源禀赋优势，公司积极延伸新能源产业链布局。**公司下属控股子公司国城锂业位于四川省绵竹市德阳-阿坝生态经济产业园，于2023年2月注册成立，且于同年7月公告宣布投资33.57亿元建设20万吨/年锂盐产能，分三期建设，其中一期6万吨、二期9万吨、三期5万吨。一期6万吨/年基础锂盐项目在2025年2月份全面开工，12月份建成调试，正在稳步推进。公司通过投建该项目切入碳酸锂等锂盐细分领域，既能够进一步丰富产品结构、更好满足下游市场需求，也可有效提升产品附加值，持续增强公司的行业竞争优势。

表4：金鑫矿业资源储量情况

	矿石量（万吨）	Li <sub>2</sub> O（吨）	平均品位（%）	采矿产能（万吨/年）	现有选矿产能（t/d）	采矿许可证证载规模（万吨/年）
党坝锂矿	8425.5	1120731	1.33	100	5000	500（办理中）

资料来源：公司公告、华西证券研究所

### H 3.5 国城实业：大苏计钼矿是全国第四大钼矿，上市公司已完成60%股权收购

- 2020年大苏计钼矿500万吨/年技改项目正式投产，同年项目公司正式更名为国城实业。**国城实业前身为中西矿业，拥有内蒙古卓资县大苏计钼矿采矿权1宗，位于内蒙古自治区乌兰察布市卓资县，是全国第四大钼矿。2008年，中西矿业公司拟投资15亿元对内蒙古卓资县大榆树乡境内的大苏计钼矿进行开采，计划建成年生产矿石330万吨的露天采矿和选矿厂，以及钼精矿的深加工项目。2013年，300万吨/年采选项目建成投产，进入稳定生产期。2015年后，钼价持续低迷，公司持续亏损、债务高企。2017年下半年，受钼价格与资金压力，项目全面停产、员工放假。2018年2月，因不能清偿到期债务，中西矿业向卓资县法院申请破产重整，进入司法重整程序。2018年9月，国城集团与中西矿业破产管理人签署《重整投资协议书》，国城集团重整出资10.42亿元，取得中西矿业100%股权。2019年7月23日，中西矿业大苏计钼矿500万吨产能技改扩建项目开工，总投资约11亿元。2020年7月，500万吨/年技改项目正式投产，自动化水平行业领先，日处理能力1.6万吨。2020年9月，中西矿业更名为内蒙古国城实业有限公司。
- 大苏计钼矿是全国第四大钼矿，最新备案钼金属量为14.48万吨。**大苏计钼矿拥有采矿权面积1.6796平方公里，探矿权面积1.54平方公里，累计探明资源储量3.46亿吨，钼金属量达42.42万吨，平均品位0.122%。2024年5月完成钼资源量评审备案，标高890m以浅1.62亿吨，钼金属量19.15万吨，平均品位0.118%。大苏计钼矿采矿许可证证载规模为500万吨/年，2025年8月27日，卓资县自然资源局出具《证明》，国城实业正在申请大苏计矿区800万吨/年采矿证，拟将生产规模扩大到800万吨/年。后续国城实业将持续开展边深部探矿工作，进一步提升矿山经济价值。

表5：国城实业资源储量情况

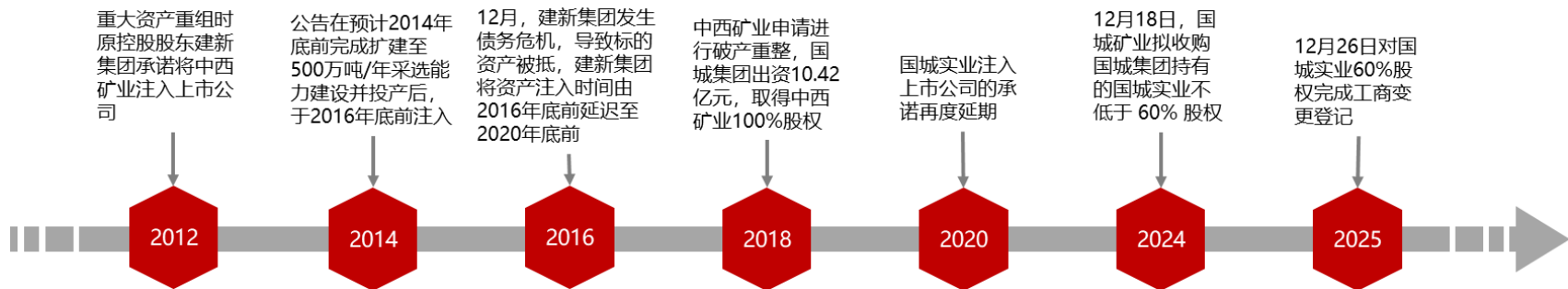
估算范围			累计查明资源储量			
名称	面积	标高	矿石类型	矿石量(万吨)	金属量(吨)	平均品位(%)
采矿权	1.6795km <sup>2</sup>	1470-1056m	氧化矿	804	6860	0.085
			硫化矿	10172.1	124345	0.122
			合计	10976.1	131205	0.12
采矿权深部	1.6795km <sup>2</sup>	1056-890m	硫化矿	5185.5	59646	0.115
探矿权	1.54km <sup>2</sup>	1341-1319m	硫化矿	87.6	684	0.078
			氧化矿	804	6860	0.085
合计			硫化矿	15445.2	184675	0.12
			<b>总计</b>	<b>16249.2</b>	<b>191535</b>	<b>0.118</b>



### 3.5 国城实业：大苏计钼矿是全国第四大钼矿，上市公司已完成60%股权收购

- **国城矿业于2025年底完成国城实业60%股权收购，正式布局钼矿业务。**2012年重大资产重组时原控股股东建新集团承诺将中西矿业注入上市公司，后于2014年公告在预计2014年底前完成大苏计钼矿扩建至500万吨/年采选能力建设并投产后，于2016年底之前注入。2016年12月，建新集团发生了债务危机，导致标的资产被抵，于是，建新集团将资产注入时间由2016年底前延迟至2020年底前。2018年，上市公司控股股东变更为国城控股集团，同年上市公司正式更名为国城矿业。2020年，国城集团筹划将国城实业（原中西矿业）注入上市公司，但因标的公司的经营性资产抵押和连带责任保证担保等资产受限情形，未能成行。加上国城实业采矿许可证尚在办理、历史遗留问题等事项，国城实业注入上市公司的承诺再度延期。2024年12月18日，国城矿业发布《重大资产购买暨关联交易预案》，拟以现金和承担债务方式收购国城集团持有的国城实业不低于 60% 股权，启动国城实业资产注入计划。2025年12月30日，公司公告已支付全部 31.68 亿元交易对价，并于2025年12月26日对国城实业60%股权完成工商变更登记，本次收购完成后，国城实业成为公司下属控股子公司，公司正式布局钼矿业务。此外，国城集团仍持有40%国城实业股权。

图10：上市公司收购大苏计钼矿历程



资料来源：公司公告、华西证券研究所



## 目录

---

- 公司完成布局锂矿、钼矿、铅锌、钛白粉四大业务，股权结构较为集中
- 钼矿注入改善公司利润，后续利润有望受益于锂矿项目推进持续释放
- 公司锂钼扩建项目稳步推进，布局金矿助力业绩进一步增长
- **盈利预测&投资建议**
- 风险提示

## H 4 盈利预测

### ■ 主要业务的核心假设：

(1) 钼精矿业务：我们预计2026-2028年，公司钼精矿业务保持稳定，实现营业收入26.1/27.144/27.84亿元，毛利率为69.83%/69.83%/69.83%。

(2) 钛白粉业务：考虑到公司钛白粉业务仍处于产能爬坡阶段，2026年将持续放量，我们预计2026-2028年，公司钛白粉业务保持稳定较快增长，实现营业收入22.37/23.6/23.6亿元，毛利率为0.85%/1.69%/1.69%。

(3) 锌精矿业务：我们预计2026-2028年，公司锌精矿业务保持稳定增长，实现营业收入4.5/4.5/4.5亿元，毛利率为13.33%/13.33%/13.33%。

(4) 碳酸锂业务：考虑到金鑫矿业扩建项目稳健推进，将带来产量提升，叠加产能规模效应及锂业务一体化布局带来的成本压降，我们预计2026-2028年，公司参股碳酸锂业务保持稳定较快增长，实现营业收入33.19/53.10/106.19亿元，毛利率为58.57%/62.33%/66.10%。

(5) 金矿业务：我们预计公司金矿项目2028年投产，实现营业收入5.00亿元，毛利率为55%。

表6：主要业务盈利预测

		2023年	2024年	2025年	2026E	2027E	2028E
钼精矿	营业收入（百万元）		2181.12	2440.02	2610.00	2714.40	2784.00
	营业成本（百万元）		734.86	723.99	787.50	819.00	840.00
	利润率（%）		66.31%	70.33%	69.83%	69.83%	69.83%
钛白粉	营业收入（百万元）		381.69	1377.66	2236.77	2360.00	2360.00
	营业成本（百万元）		476.56	1497.11	2217.66	2320.00	2320.00
	利润率（%）		-24.86%	-8.67%	0.85%	1.69%	1.69%
锌精矿	营业收入（百万元）	685.93	649.37	447.56	450.00	450.00	450.00
	营业成本（百万元）	519.33	458.46	397.37	390.00	390.00	390.00
	利润率（%）	24.29%	29.40%	11.21%	13.33%	13.33%	13.33%
碳酸锂 (持股48%)	营业收入（百万元）				3318.58	5309.73	10619.47
	营业成本（百万元）				1375	2000	3600
	利润率（%）				58.57%	62.33%	66.10%
金精矿	营业收入（百万元）						500.00
	营业成本（百万元）						225.0
	利润率（%）						55.00%

## H 4 盈利预测

- 我们预测公司2026-2028年营业收入为58.77/61.14/66.87亿元，同比分别增长22.3%/4.0%/9.4%；
- 归母净利润分别为12.12/17.27/29.76亿元，同比分别增长12.6%/42.5%/72.3%；
- 对应EPS分别为1.02/1.46/2.51元
- 对应2026年4月9日收盘价39.86元，PE分别为38.98/27.35/15.87倍
- 首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4,103	4,806	5,877	6,114	6,687
YoY（%）	243.1%	17.1%	22.3%	4.0%	9.4%
归母净利润（百万元）	451	1,076	1,212	1,727	2,976
YoY（%）	619.8%	138.5%	12.6%	42.5%	72.3%
毛利率（%）	48.4%	40.2%	37.4%	37.6%	42.6%
每股收益（元）	0.41	0.97	1.02	1.46	2.51
ROE	10.9%	41.4%	33.3%	33.7%	38.8%
市盈率	96.75	41.21	38.98	27.35	15.87

资料来源：iFind，华西证券研究所

## H 4 盈利预测

表8：可比公司估值

代码	公司	收盘价	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
		2026/4/9		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002192.SZ	融捷股份	73.05	189.68	430.87	480.07	569.94	45.97	41.26	34.75
002240.SZ	盛新锂能	39.00	356.96	137.77	1,336.35	2,517.92	257.78	26.57	14.1
300390.SZ	天华新能	62.00	515.07	1,422.23	1,741.96	2,134.62	33.31	27.19	22.19
				6.51	664.18	797.43	53.14	47.73	39.75
002738.SZ	中矿资源	78.00	562.76	1,133.51	1,833.77	1,887.36	49.60.69		29.82
	平均值						87.97	34.69	28.12
000688.SZ	国城矿业	39.86	4721.372		1726.85	2975.84	38.98	27.35	15.87

资料来源：可比公司估值均来自iFind一致性盈利预期，华西证券研究所



## 目录

---

- 公司完成布局锂矿、钼矿、铅锌、钛白粉四大业务，股权结构较为集中
- 钼矿注入改善公司利润，后续利润有望受益于锂矿项目推进持续释放
- 公司锂钼扩建项目稳步推进，布局金矿助力业绩进一步增长
- 盈利预测&投资建议
- **风险提示**

## 5、风险提示

### ■ 风险提示

- 1) **项目建设进度不及预期风险**：公司未来的业绩增长依赖于党坝锂矿扩建项目以及中都金矿新建项目的顺利推进。投产进度若不及预期，将影响公司利润增长。
- 2) **开采停工风险**：金属开采受到井下与自然环境等多重因素影响，事故可能对运营造成重大冲击。
- 3) **价格下跌风险**：主要金属产品价格若超预期下跌，将严重侵蚀公司利润。

# H 三大报表情况

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,806	5,877	6,114	6,687	净利润	1,534	1,664	2,210	3,717
YoY (%)	17.1%	22.3%	4.0%	9.4%	折旧和摊销	521	937	1,191	1,424
营业成本	2,872	3,679	3,815	3,838	营运资金变动	-375	2,849	-740	5
营业税金及附加	292	353	367	401	经营活动现金流	1,093	4,736	1,400	2,423
销售费用	12	13	13	15	资本开支	-887	-1,496	-1,616	-1,757
管理费用	264	294	306	334	投资	1,245	-177	-173	-146
财务费用	154	0	0	0	投资活动现金流	1,080	-879	-439	960
研发费用	42	47	49	53	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-47	-15	-17	-17	债务募资	1,820	468	536	573
投资收益	794	793	1,350	2,864	筹资活动现金流	-1,555	295	289	147
营业利润	1,914	2,274	2,905	4,899	现金净流量	618	4,151	1,249	3,530
营业外收支	-52	-64	-75	-126	<b>主要财务指标</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
利润总额	1,863	2,210	2,830	4,773	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	328	547	620	1,056	营业收入增长率	17.1%	22.3%	4.0%	9.4%
净利润	1,534	1,664	2,210	3,717	净利润增长率	138.5%	12.6%	42.5%	72.3%
归属于母公司净利润	1,076	1,212	1,727	2,976	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	138.5%	12.6%	42.5%	72.3%	毛利率	40.2%	37.4%	37.6%	42.6%
每股收益	0.97	1.02	1.46	2.51	净利率	22.4%	20.6%	28.2%	44.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	总资产收益率ROA	9.7%	7.4%	9.5%	13.5%
货币资金	907	5,058	6,307	9,837	净资产收益率ROE	41.4%	33.3%	33.7%	38.8%
预付款项	120	98	110	116	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	475	617	654	649	流动比率	0.50	0.83	1.01	1.36
其他流动资产	653	888	935	990	速动比率	0.35	0.74	0.91	1.26
流动资产合计	2,155	6,661	8,005	11,593	现金比率	0.21	0.63	0.80	1.15
长期股权投资	1,285	1,456	1,623	1,764	资产负债率	69.5%	70.0%	62.3%	54.1%
固定资产	4,562	5,323	5,882	6,172	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	1,075	1,075	1,075	1,075	总资产周转率	0.41	0.43	0.36	0.33
非流动资产合计	8,976	9,632	10,142	10,480	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	11,131	16,293	18,147	22,073	每股收益	0.97	1.02	1.46	2.51
短期借款	1,118	1,586	2,122	2,694	每股净资产	2.20	3.07	4.32	6.47
应付账款及票据	1,349	2,591	2,391	2,404	每股经营现金流	0.92	4.00	1.18	2.04
其他流动负债	1,869	3,831	3,387	3,435	每股股利	0.13	0.15	0.21	0.36
流动负债合计	4,336	8,008	7,899	8,534	<b>估值分析</b>				
长期借款	2,280	2,280	2,280	2,280	PE	41.21	38.98	27.35	15.87
其他长期负债	1,125	1,125	1,125	1,125	PB	12.66	12.98	9.23	6.16
非流动负债合计	3,405	3,405	3,405	3,405					
负债合计	7,742	11,413	11,304	11,939					
股本	1,185	1,185	1,185	1,185					
少数股东权益	788	1,240	1,723	2,464					
股东权益合计	3,390	4,880	6,843	10,134					
负债和股东权益合计	11,131	16,293	18,147	22,073					

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKYOU

