



有色金属行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究

证券研究报告

国金证券研究所

 分析师：王钦扬（执业 S1130523120001）
 wangqinyang@gjzq.com.cn

 分析师：吴晋恺（执业 S1130526010001）
 wujinkai@gjzq.com.cn

 分析师：苏晨（执业 S1130522010001）
 suchen@gjzq.com.cn

联系人：宁柯

ningke@gjzq.com.cn

钼：当 AI 遇上能化与制造，价格剑指新高

投资逻辑：

钼：高端制造与能化关键元素。钼兼具高熔点、高温强度、高热导率和低热膨胀系数，并具有优异的合金化性能，因此钼及钼合金适用于电子器件、热处理设备和金属加工等专业领域。

新一代存储互连材料，AI 带动高端需求增量。随着 3D NAND 向 300 层以上演进，钨字线面临电阻和 RC 延迟上升等约束；钼在纳米尺度下具有更低的有效电阻率，并具备无阻挡层集成和高深宽比结构填充潜力。三星电子已在第九代 3D NAND 中引入钼金属化工艺，SK 海力士亦计划在新一代产品中将部分字线材料由钨切换为钼。AI 存储需求扩张下，钼在 3D NAND 中的应用有望打开钼在先进制程中的应用空间，并带动高纯钼原料及含钼前驱体等高端钼产品需求增长。

需求：高端制造景气，能化再上层楼。据 IMOA，2025 年全球钼使用量同比+3.6%至 30.47 万金属吨，其中中国使用量同比+10.8%至 15.32 万金属吨，占全球需求的 50.3%；2020-2025 年全球/中国钼使用量 CAGR 分别为 4.5%/7.6%。据铁合金在线，国内钢招量由 2023 年的 12.08 万吨增至 2025 年的 15.70 万吨，2026H1 国内钢招量 8.27 万吨，同比+8.4%。

①能源化工：油气火电景气延续，向上空间更大。2026 年 3 月初布伦特原油突破 80 美元/桶，考虑资本开支的滞后性，相关设备需求有望自 2026 年三季度起显著回暖，进而支撑能源化工领域用钼需求。②高端制造：造船领跑，风电、工程机械景气共振。2026 年 1-6 月全球造船完工量 6077.0 万载重吨，同比+30.5%。高端制造景气向上有望拉动高强度、特钢及大型合金部件用钼需求。③战略需求：国防预算稳步增长、高端装备投资维持高增，高性能合金等用钼需求稳增。

供给：海外趋降、国内增量缓慢。2025 年全球钼产量约 30.51 万金属吨，同比+5.1%；其中中国/南美/北美分别占 44.9%/26.1%/19.9%，伴生属性制约钼短期供给弹性。海外主要矿商 2026 年产量指引回落，预计 2026-2028 年海外钼产量分别为 15.94/15.66/15.65 万金属吨，同比-2.2%/-1.8%/0.0%；国内增量主要来自巨龙铜矿二期、大苏计钼矿等项目，供给增量预计有限。

供需平衡：钼供需缺口有望持续扩大。我们预计 2026-2028 年全球钼需求同比+4.6%/+3.6%/+3.3%，而全球供给同比+0.5%/-0.2%/+2.1%，对应 2026-2028 年供需缺口分别扩大至 2.2/3.4/3.9 万金属吨，供需格局持续趋紧，对钼价中枢形成支撑。

钼价复盘：“能源+冲突”为核心定价因子。①2004-2008 年：能源工业投资扩张叠加供给瓶颈，推动钼价快速上涨。②2009-2015 年：供给扩张、需求放缓，钼价长期低迷。③2016-2020 年：传统需求改善驱动价格修复，外部冲击下再度承压。④2021 年至今：能化与高端制造需求扩张、供给增量有限，钼价中枢持续抬升。截至 2026 年 7 月 31 日，国内钼精矿价格升至 5385 元/吨度，较 2025 年末上涨 44.6%。2026 年上半年我国钼净进口量 1.89 万吨，同比+124.0%，叠加国内库存稳中有降，反映钼需求持续景气。

相关标的：金钼股份（钼资源龙头，深度布局钼粉业务）；国城矿业（大苏计钼矿剩余股权收购推进，盈利有望显著增厚）；盛龙股份（钼资源禀赋突出，矿端扩产与高性能钼材料布局同步推进）。

风险提示

钼价波动风险；下游需求不及预期；项目投产不及预期；安全生产及环保风险



内容目录

一、钼：高端制造与能化关键元素	5
二、新一代存储互连材料，AI 带动高端需求增量	6
三、需求：高端制造景气，能化再上层楼	8
3.1 需求总论：全球需求稳步增长，国内钢招持续景气	8
3.2 能源化工：油气火电景气延续，向上空间更大	10
3.3 高端制造：造船领跑，风电、工程机械景气共振	12
3.4 战略需求：国防预算稳定增长，高端装备投资维持高增	14
四、供给：海外趋降，国内增长缓慢	15
4.1 供给总论：伴生属性制约钼短期供给弹性	15
4.2 海外项目：主要矿商指引回落，短期供给由增转降	16
4.3 国内项目：近三年增量相对有限	17
4.3.1 沙坪沟钼矿：原生钼矿项目正式开工	17
4.3.2 西藏巨龙铜矿：二期投产，伴生钼增量释放	17
4.3.3 内蒙古曹四夭：矿证获批，步入开发阶段	17
五、供需平衡：供需缺口持续扩大，钼价上行空间打开	18
六、钼价复盘：“能源+冲突”为核心定价因子	19
七、相关标的简介	20
7.1 金钼股份：钼资源龙头，深度布局钼粉业务	20
7.2 国城矿业：大苏计钼矿剩余股权收购推进，盈利有望显著增厚	22
7.3 盛龙股份：钼资源禀赋突出，采选与深加工并进	24
风险提示	25

图表目录

图表 1：钼的性质与应用	5
图表 2：钼产业链全景图	6
图表 3：典型 3D NAND 闪存 GAA 结构示意图	7
图表 4：ALD 工艺可形成均匀的原子层级薄膜	7
图表 5：Lam Research ALTUS Halo 钼 ALD 设备示意图	7
图表 6：中国钼需求持续增长（万吨）	8
图表 7：中国当前为最大钼消费国	8
图表 8：钢铁为钼需求的核心载体	8
图表 9：316 系不锈钢和高速钢含钼量较高	9



图表 10: 能化、交运、机械为钼的主要终端行业	10
图表 11: 国内钢招量持续增长	10
图表 12: 2026 年以来国内钢招持续景气 (吨)	10
图表 13: 地缘冲突推升油价, 布伦特原油重回高位	11
图表 14: 国内油气投资滞后原油价格约 2-3 个季度	11
图表 15: 火电新增发电设备容量加速增长	12
图表 16: 火电投资规模继续扩张	12
图表 17: 化工行业盈利修复而投资端仍偏弱	12
图表 18: 2026 年以来造船完工量持续景气	13
图表 19: 全球手持船舶订单持续累积	13
图表 20: 风电装机规模持续增长	13
图表 21: 2026 年风电投资规模继续扩张	13
图表 22: 工程机械行业增长提速	14
图表 23: 美国国防支出与预算逐年上升	14
图表 24: 高端运输设备投资景气度较高	15
图表 25: 全球钼储量整体平稳	15
图表 26: 我国钼储量接近全球一半 (2025 年)	15
图表 27: 全球钼产量小幅增长	16
图表 28: 我国钼产量占全球近四成 (2025 年)	16
图表 29: 近年海外钼产量小幅回升	16
图表 30: 两大矿商 2026 年钼产量指引同比下降	17
图表 31: 2026-2028 年海外钼产量预计小幅下滑	17
图表 32: 国内钼矿增量项目	17
图表 33: 全球钼供需平衡表	18
图表 34: 钼价自 2021 年起进入上升通道	19
图表 35: 钼精矿库存较年初有所回落 (吨)	20
图表 36: 钼铁平稳去库 (吨)	20
图表 37: 2026 年以来我国钼进口增加显著 (金属吨)	20
图表 38: 2026 年钼出口较 2025 年小幅减少 (金属吨)	20
图表 39: 钼相关标的估值水平 (2026 年 7 月 31 日)	20
图表 40: 公司营收逐步增长	21
图表 41: 钼价上行带动归母净利润高增	21
图表 42: 2025 年钼炉料为公司主要毛利来源	21
图表 43: 2025 年公司钼粉产量小幅回落	21
图表 44: 金钼股份钼矿资源布局 (截至 2025 年报)	22



图表 45: 金钨股份钨材料产能建设持续推进	22
图表 46: 钨价上涨、钛白粉放量驱动营收增长	23
图表 47: 出售宇邦矿业增厚 2025 年净利润	23
图表 48: 2025 年钨精矿贡献公司主要营收	23
图表 49: 国城矿业持股或参股主要矿山（截至 2025 年报）	24
图表 50: 公司营收持续增长	24
图表 51: 公司利润稳步扩张	24
图表 52: 2025 年钨产品贡献公司主要收入	25



一、钼：高端制造与能化关键元素

钼的化学符号为 Mo，原子序数 42，密度约 10.2 克/立方厘米，熔点约 2622℃、沸点约 4639℃，属于典型的难熔金属。与多数高熔点金属相比，钼的密度相对适中，仅比铁高约 25%。除高熔点外，钼还具有高温强度较高、热导率和电导率较高、热膨胀系数较低等特征。钼在 20℃ 时的热导率约为 138W/(m·K)，在 25℃ 时的热膨胀系数约为 $4.8 \times 10^{-6}/K$ 。较低的热膨胀系数意味着钼在温度变化过程中具有较好的尺寸稳定性，而较高的热导率有利于热量传导，因此钼及钼合金适用于电子器件、热处理设备和金属加工等对高温稳定性、导热性能及尺寸稳定性要求较高的专业领域。

合金化是钼进入终端应用的主要方式。钼能够同时改善材料的淬透性、强度、韧性、耐磨性、耐高温性及耐腐蚀性，难以被单一元素完全替代。在低合金高强度钢中，钼添加量通常仅为 0.1-0.3%，但能够明显提高钢材强度、韧性及耐腐蚀性。在不锈钢中，奥氏体含钼钢的钼含量通常为 2-7%，双相不锈钢约为 1-5%；钼的加入能够显著改善材料在化工、海洋和含氯环境中的耐腐蚀性能。工具钢的钼含量因用途而异，通常不超过 3%；高速钢的钼含量则可达到 7% 以上，以提高硬度和耐磨性。

图表1：钼的性质与应用

钼的性质/作用	对材料性能的影响	应用场景
高熔点、低热膨胀和高温强度	纯钼及钼合金在真空或保护气氛下具有较好的高温尺寸稳定性和抗蠕变能力。	高温炉加热元件、炉内支撑、航空航天及电子器件
提高钢材淬透性	降低形成马氏体所需的临界冷却速度，有利于厚截面部件获得更均匀的淬硬组织。	大型齿轮、传动轴、风电齿轮箱、工程及矿山机械
提高强度并保持韧性	支持钢材减薄和结构轻量化，同时提高耐久性与疲劳性能。	汽车高强度钢、桥梁及管线钢、风电轴和齿轮
降低回火脆化倾向	提高抗回火软化能力和热处理后的长期性能稳定性。	调质钢、齿轮钢、工具钢及模具钢
提高高温强度和抗蠕变性能	延缓高温软化及长期载荷作用下的蠕变变形。	电站锅炉、过热器、压力容器、汽轮机及燃机部件
提高抗氢侵蚀和抗硫化物应力开裂性能	提升材料在高压、富氢及含 H ₂ S 环境下的服役可靠性。	油井管、套管、输气管线、钻具及炼化设备
提高抗点蚀和缝隙腐蚀性能	强化不锈钢在含氯及还原性酸环境中的耐蚀能力。	316L 及双相不锈钢、海水淡化、化工和海洋工程
多价态化学性质及 MoS ₂ 层状结构	分别提供催化、缓蚀、着色及低摩擦性能。	加氢脱硫催化剂、固体润滑剂、颜料及缓蚀剂

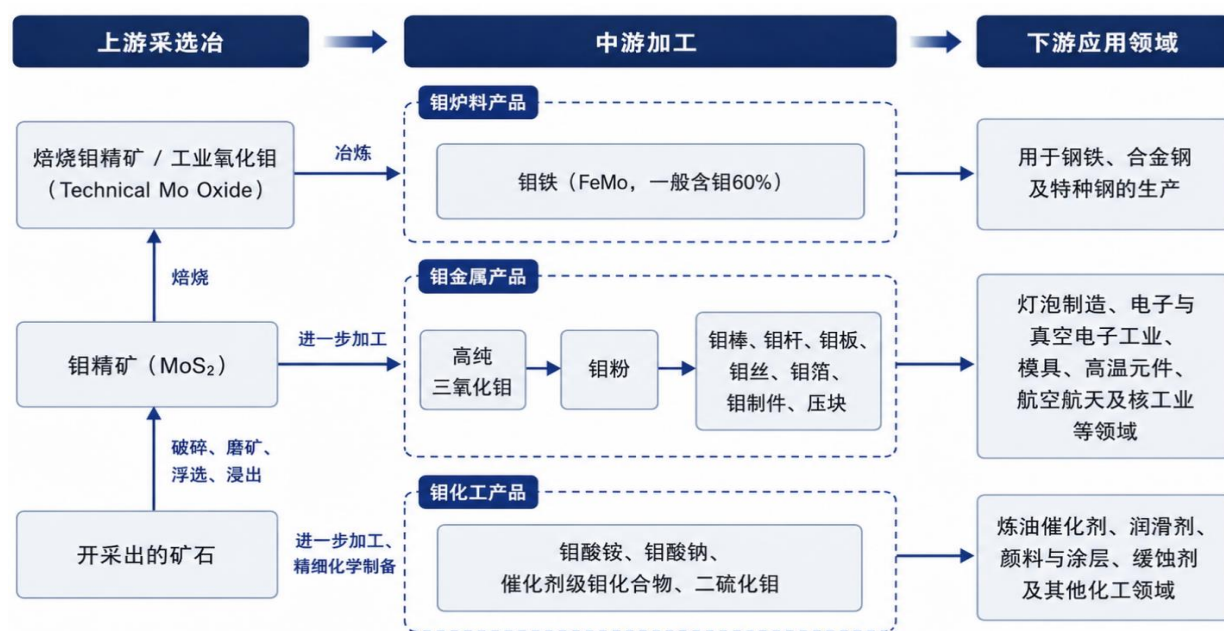
来源：IMO A，国金证券研究所

钼产业链上游包括矿石开采、破碎磨矿、浮选及钼精矿生产环节。钼矿石经选矿形成以二硫化钼为主要成分的钼精矿，既可提纯生产润滑级二硫化钼，经焙烧形成工业氧化钼，并进一步加工为钼铁、钼化工品及钼金属制品。典型工业氧化钼含钼约 57%、含硫低于 0.1%，是连接资源端与下游应用的核心中间产品，可直接用于炼钢，也可进一步加工为钼炉料、钼化工品和钼金属制品。

钼炉料主要包括工业氧化钼、氧化钼压块和钼铁，其中约 30%~40% 的工业氧化钼被加工为钼铁。钼铁通常采用铝热还原法生产，含钼约 60%~75%，主要作为合金添加剂用于钢铁和铸造。钼化工品包括高纯三氧化钼、钼酸铵、钼酸钠及其他钼酸盐，全球约 20% 的焙烧钼精矿进入该路线，主要用于炼油催化剂、颜料、缓蚀剂和抑烟剂等领域。钼金属产品则由高纯三氧化钼或钼酸铵经氢还原制成钼粉，再通过压制、烧结及塑性加工形成板、箔、棒、丝等制品，应用于电子半导体、医疗设备、高温炉、材料加工和航空航天等领域。



图表2：钼产业链全景图



来源：USGS，国金证券研究所

整体来看，钼产业链加工路线多元，下游以合金化应用为主，并持续向高端材料领域延伸。根据 SMR 预测，到 2034 年各类钼初级用途均有望增长，其中不锈钢、镍基合金和钼金属制品将成为主要增长方向。

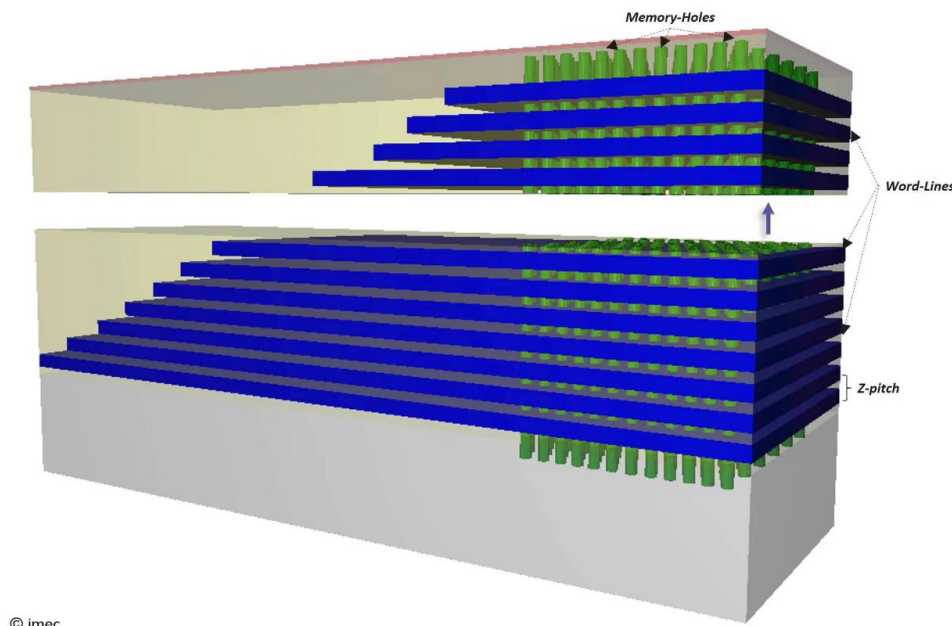
二、新一代存储互连材料，AI 带动高端需求增量

钼有望成为下一代存储互连材料。据 The Elec，三星电子已率先在 2024 年 4 月量产的 286 层第九代 3D NAND 中引入钼金属化工艺，并采用 Lam Research 设备进行钼沉积，目前正逐步将钼拓展至更多生产环节。2026 年 6 月，SK 海力士已完成新一代 375 层 3D NAND 的生产验证，并计划于年底推进量产。相较前代工艺，该产品的重要设计调整是将部分控制各存储单元层的金属栅极字线材料由钨切换为钼。随着 AI 存储需求增长及 3D NAND 堆叠层数持续提升，钼凭借较低的有效电阻率和无需额外阻挡层的特性，有望加快其在先进存储金属互连领域的应用。

字线持续减薄，钨金属字线面临电阻约束。字线是向 3D NAND 存储单元施加电压的关键结构。在垂直沟道全环绕栅极（GAA，Gate-All-Around）架构中，存储单元沿垂直方向堆叠形成存储串，水平字线环绕垂直沟道构成控制栅极，从而有效提升单位面积存储密度；字线电阻的上升将增加 RC 延迟，进而影响存储单元访问速度。当前主流 3D NAND 字线层采用钨作为导电金属，通过替换金属栅极工艺，先沉积氮化硅作为牺牲层，在形成垂直沟道后，选择性去除氮化物并以钨金属进行填充替代。随着 3D NAND 技术向 300 层以上演进，为缓解沟道孔刻蚀压力，钨金属字线层厚度不断减薄，有效导电面积相应减少，导致电阻上升、RC 延迟增加，成为制约垂直字线间距继续微缩的关键瓶颈。



图表3：典型 3D NAND 闪存 GAA 结构示意图



来源：IMEC，国金证券研究所

钼被认为是弥补高层数堆叠 NAND 中钨材料局限性的理想材料。相较于钨，钼在纳米尺度下具有更低的有效电阻率，并具备无阻挡层集成和高深宽比结构填充潜力。在字线尺寸持续缩小的情况下，钼能够降低字线电阻和 RC 延迟，从而改善信号传输性能。传统钨字线通常需要设置氮化钛等阻挡层，其会占用有限的字线截面并压缩钨的有效导电空间；钼则可直接在介电材料表面沉积，从而扩大有效导电截面。原子层沉积工艺还可实现钼的共形沉积和自下而上填充，有助于在高深宽比字线腔体中形成低电阻、低空洞的金属结构。铠侠（Kioxia）2024 年的研究结果显示，在不同字线间距下，钼字线的 RC 性能均优于钨字线；当字线间距缩小 17% 时，钼字线的 RC 较钨字线改善 18%；相同 RC 水平的条件下，钼字线间距可进一步缩小 7.3% 以上，有助于进一步拓展 3D NAND 的垂直微缩空间。

原子层沉积（ALD）工艺支持钼在 3D NAND 复杂字线结构中的均匀填充。ALD 工艺通过依次、交替通入气相前驱体，使其在晶圆表面发生自限制反应，并通过重复沉积循环实现薄膜逐层生长。该工艺具有较高的膜厚控制精度和保形覆盖能力，可在三维及高深宽比结构的顶部、侧壁和底部形成厚度较为一致的薄膜。Lam Research 推出钼原子层沉积设备 ALTUS Halo，可实现钼的保形沉积、选择性沉积及自下而上填充；该设备在多数应用中较传统钨金属化方案实现超过 50% 的电阻改善。

图表4：ALD 工艺可形成均匀的原子层级薄膜



图表5：Lam Research ALTUS Halo 钼 ALD 设备示意图



来源：微导纳米招股说明书，国金证券研究所

来源：Lam Research，国金证券研究所

高端钼材有望受益于钼渗透率提升与 NAND 层数增长。我们预计，钼字线或将率先应用于 300-400 层以上 3D NAND 产品，并有望由少数客户导入逐步扩展至先进 NAND 工艺。据 The Elec 援引业内估算，三星电子钼采购量由 2025 年的约 4 吨增至 2026 年的约 10 吨，预计 2027-2030 年分别达到 25、40、60、80 吨；预计 2027 年 SK 海力士钼用量约 4 吨。短期看，3D NAND 带动的钼需求增量相对有限，但 AI 存储升级有望推动其在先进制程中的应用，并带动高纯钼原料及含钼前驱体等高端钼产品需求增长。

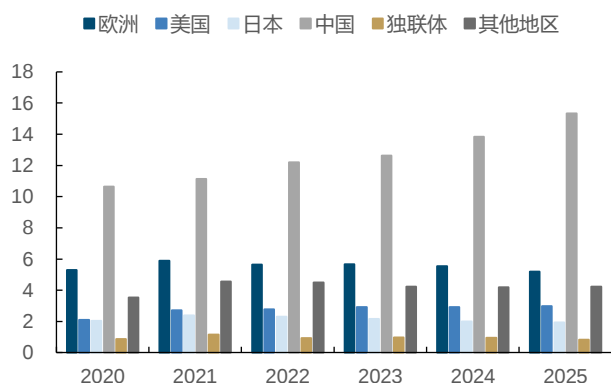


三、需求：高端制造景气，能化再上层楼

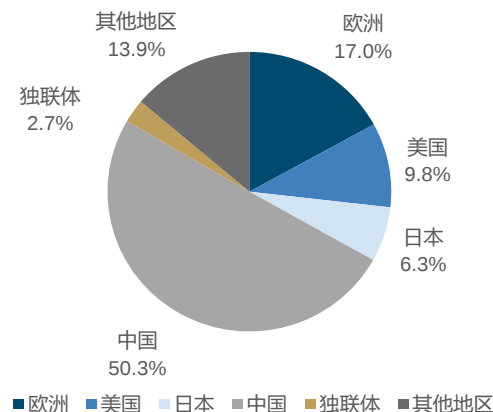
3.1 需求总论：全球需求稳步增长，国内钢招持续景气

全球钼需求保持增长，中国为最大钼消费国。据 IMOA，2025 年全球钼使用量同比+3.6%至 30.47 万金属吨，其中中国钼使用量为 15.32 万金属吨，同比+10.8%，占全球需求的 50.3%；欧洲使用量为 5.18 万金属吨，同比-6.5%，占比 17.0%；美国使用量为 2.98 万金属吨，同比+2.0%，占比 9.8%；日本和独联体使用量分别同比下降 3.4%和 12.0%。2020-2025 年，全球钼使用量由 2020 年的 24.48 万金属吨增长至 2025 年的 30.47 万金属吨，CAGR 约为 4.5%；中国使用量由 10.64 万吨增至 15.32 万吨，CAGR 达 7.6%，我国钼消费全球占比由 43.5%提升至 50.3%，成为全球钼消费增长的主要驱动力。

图表6：中国钼需求持续增长（万吨）



图表7：中国当前为最大钼消费国

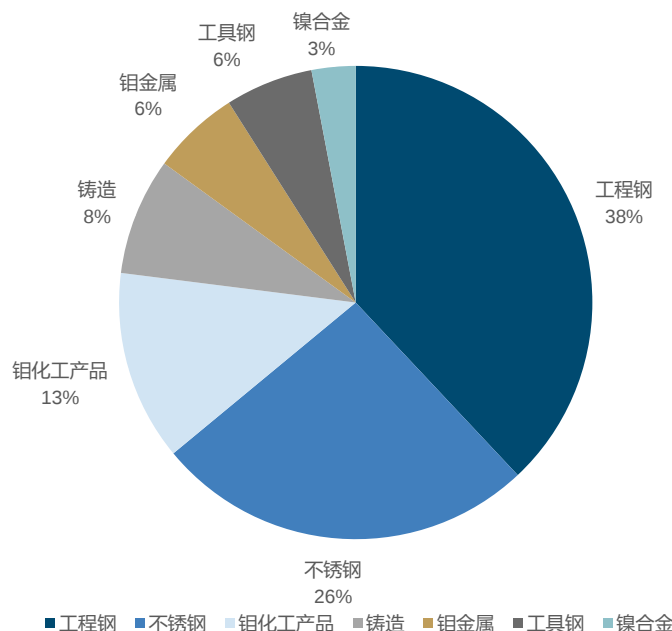


来源：IMOA，国金证券研究所

来源：IMOA，国金证券研究所

从初级用途看，钼需求以合金材料为主，并向化工及高端钼制品等领域延伸。2025 年全球新钼使用量中，工程钢、不锈钢和钼化工产品占比分别为 38%/26%/13%，合计占比为 77%。

图表8：钢铁为钼需求的核心载体



来源：IMOA，国金证券研究所

在钼需求占比最高的钢材中，由于不同品种钢材的钼含量差别较大，钼含量较高的钢材品种主要为 316 不锈钢、双相不锈钢以及含钼的中厚板材料、高速钢和无缝钢管。1) 不锈钢领域中，含钼量较高的主要为 316/316L 以及 317 系不锈钢，含钼量在 1.2%-6%之间，主要应用下游为化工、油气、纺织和制药设备等。2) 中厚板用钢含钼量较低，主要应用于反应容器、火电和造船等领域。3) 无缝钢管含钼量处于 0.25%-1.1%之间，主要应用于锅炉。4) 钼系高速钢含钼量较高，含钼量在 4.5%-10%之间，用于刀具领域。5) 齿轮钢含钼量略高于中厚板，下游遍布汽车、风电、机械设备和轨交领域。


图表9：316 系不锈钢和高速钢含钼量较高

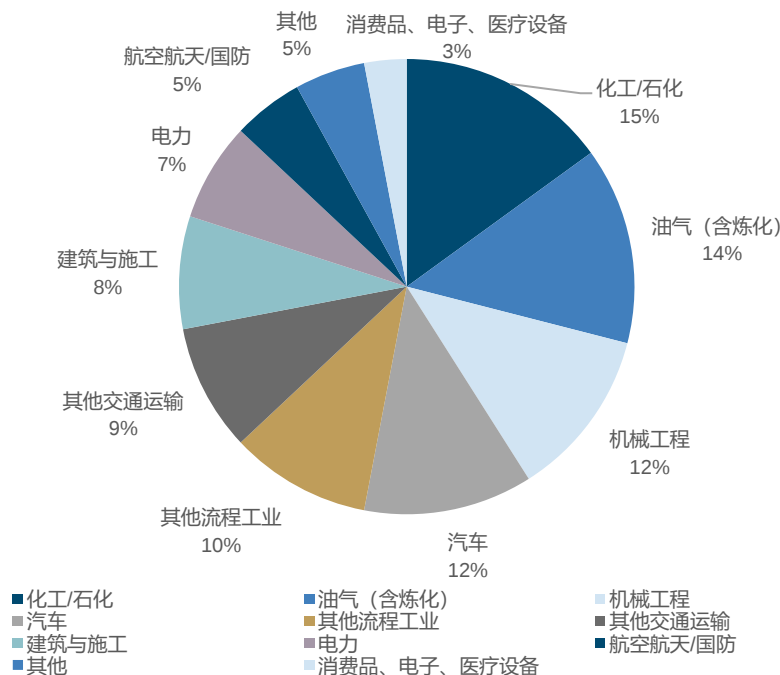
化学成分 (%)						
大类	钢种/钢号	牌号	Mo	Cr	Ni	主要下游
不锈钢	316 不锈钢	0Cr17Ni12Mo2	2.00-3.00	16.00-18.50	10.00-14.00	化学加工设备、船配件、价值和泵装饰、热交换器、制药和纺织工业、冷凝器、蒸发器和罐
		1Cr18Ni12Mo2Ti6	1.80-2.50	16.00-19.00	11.00-14.00	
		0Cr18Ni12Mo2Ti	1.80-2.50	16.00-19.00	11.00-14.00	
	316L 不锈钢	00Cr17Ni14Mo2	2.00-3.00	16.00-18.00	12.00-15.00	主要用于耐点蚀材料，如热交换部件和高温耐蚀螺栓
	316N 不锈钢	0Cr17Ni12Mo2N	2.00-3.00	16.00-18.00	10.00-14.00	
	316N 不锈钢	00Cr17Ni13MoCu2	2.00-3.00	16.00-18.50	10.50-14.50	
	316J1 不锈钢	0Cr18Ni12Mo2Cu2	1.20-2.75	17.00-19.00	10.00-14.50	主要用于制造耐 H2SO4 材料，也可用于作焊接结构件和管道、容器等。
	316J1L 不锈钢	00Cr18Ni14Mo2Cu2	1.20-2.75	17.00-19.00	11.00-15.00	
	317 不锈钢	0Cr19Ni13Mo3	3.00-4.00	18.00-20.00	11.00-15.00	
	317L 不锈钢	00Cr19Ni13Mo3	3.00-4.00	18.00-20.00	11.00-15.00	石油天然气工业设备；离岸平台、热交换器、水下设备、消防设备；化学加工工业、器皿与管道业；脱盐、高压 RO 设备及海底管道
		1Cr18Ni12Mo3Ti6	2.50-3.50	16.00-19.00	11.00-14.00	
		0Cr18Ni12Mo3Ti	2.50-3.50	16.00-19.00	11.00-14.00	
	317J1 不锈钢	0Cr18Ni16Mo5	4.00-6.00	16.00-19.00	15.00-17.00	一般用于制作反应器、热换器、分离器、导气管、液化气罐、锅炉气包及液化石油气瓶等
	锅炉容器板	Q345R	≤0.08	≤0.30	≤0.30	
	中厚板	14Cr1MoR	0.45-0.65	1.15-1.50	≤0.30	
无缝钢 管	中高温压力容器钢板	14Cr1MoR	0.45-0.65	1.15-1.50	≤0.30	用于石油化工、核电、汽轮机缸体、火电等高压、与氢或氢混合介质接触的大型设备。
	船板	EH40	≤0.08	≤0.20	≤0.40	
	低合金管	12Cr1MoVG	0.25-0.35	0.90-1.20		
	低合金管	15CrMoG	0.40-0.55	0.70-1.10		
	低合金管	10Cr9Mo1VNb	0.90-1.10	2.00-2.50		
高速钢	钼系高速钢	M-2	4.50-5.50	3.80-4.40	≤0.30	冷锻模、精冲模、粉末压制模等，剪切机模，添加玻纤之塑料模等。
		M-7	8.20-9.20	3.50-4.00	≤0.25	
		M-42	9.00-10.00	3.50-4.50		
齿轮钢		20CrNi2Mo	0.20~0.30	0.35~0.65	1.60~2.0	适用于制造各种强力切割用耐磨、耐冲击工具

来源：相关网站，国金证券研究所

从终端行业看，2024 年包含废钢等再生钼在内的全球钼终端需求中，化工及石化/油气及炼化/机械工程/汽车/其他流程工业/其他交通运输/建筑与施工/电力/航空航天及国防的占比分别为 15%/14%/12%/12%/10%/9%/8%/7%/5%，能化、交运、机械为钼的主要下游。



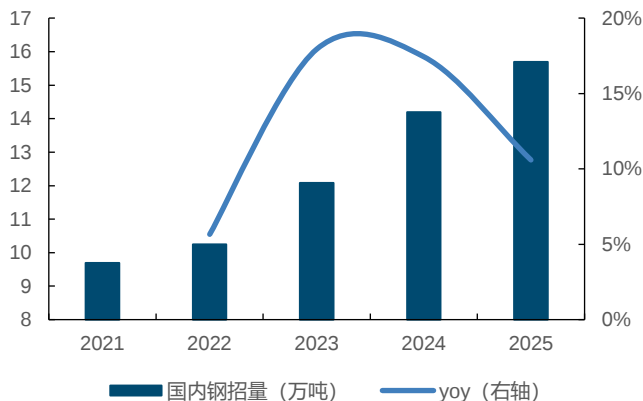
图表10：能化、交运、机械为钼的主要终端行业



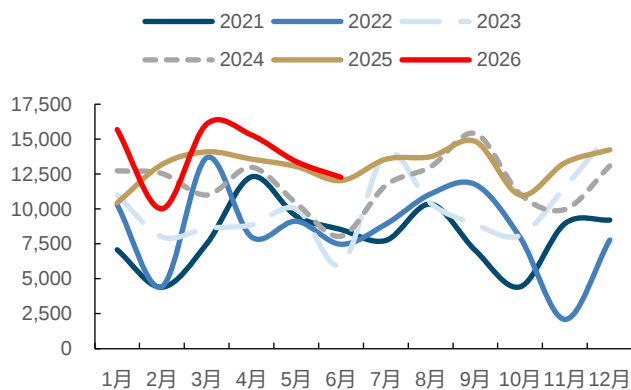
来源：IMO A，国金证券研究所

国内钢招持续景气，钼需求稳步增长。钢招量是观察国内钢企钼铁采购强度的高频指标，据铁合金在线，国内钢招钼铁总量由2023年的12.08万吨增至2024年的14.19万吨、2025年的15.70万吨；2026H1钢招量达到8.27万吨，同比+8.4%，延续增长态势。

图表11：国内钢招量持续增长



图表12：2026年以来国内钢招持续景气（吨）



来源：铁合金在线，国金证券研究所

来源：铁合金在线，国金证券研究所

3.2 能源化工：油气火电景气延续，向上空间更大

能化行业景气延续，带动钼需求稳步增长。石油化工相关设备长期处于高温、高压、含硫、含氯等腐蚀性环境，因而广泛采用含钼合金钢、不锈钢及耐蚀合金，用于油气管线、钻采设备、反应器、压力容器、换热器、锅炉管和汽轮机等。钼能够提高钢材的强度、高温稳定性以及耐腐蚀能力，因此化工领域的钼消费主要体现为含钼耐蚀材料需求。随着油气、炼化及电力领域资本开支回暖和存量设备更新，能源化工领域钼需求有望保持稳步增长。

地缘冲突支撑高油价，有望带动油气资本开支。2026年2月底，中东冲突升级，霍尔木兹海峡原油及成品油运输受阻，全球石油供应受到冲击。供给端，IEA预计2026年全球石油供应同比减少370万桶/日至1.026亿桶/日。需求端，OPEC预计2026年全球石油需求同比增长约78万桶/日，2027年增量进一步扩大至约190万桶/日，航空出行及新兴市场消费需求有望加快释放。与此同时，2026年5月OECD政府库存降至1990年12月以来最低水平，库存缓冲显著消耗。截至2026年7月31日，布伦特原油期货收89.03美元/桶，重回80美元/桶以上区间，持续高油价有望支撑油气资本开支。



图表13：地缘冲突推升油价，布伦特原油重回高位



来源：iFind，国金证券研究所

历史数据显示，布伦特原油期货价格通常领先国内油气资本开支约 2-3 个季度。2026 年 3 月初布伦特原油突破 80 美元/桶，考虑资本开支的滞后性，相关设备需求有望自 2026Q3 起显著回暖。展望后续，供给收缩、需求修复与地缘风险或支撑油价高位波动，并持续带动油气开发及炼化设备投资，进而提振能源化工领域用钼需求。

图表14：国内油气投资滞后原油价格约 2-3 个季度

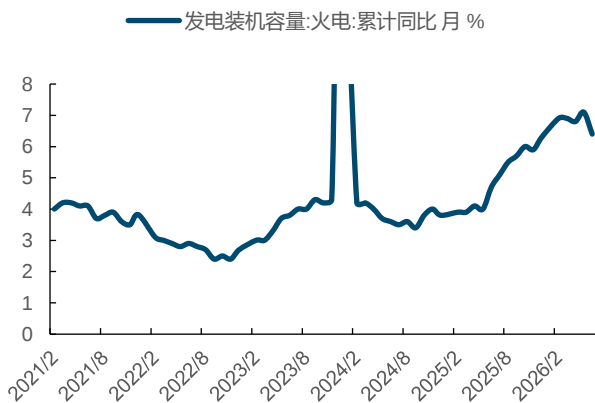


来源：iFind，国金证券研究所

火电投资维持高景气度。火电建设主要带动锅炉管、过热器、高温管道及汽轮机转子用含钼耐热钢需求。截至 2026 年 6 月，火电新增装机容量累计同比+6.4%，维持较快增长；火电投资完成额累计同比+4.8%，增速边际放缓但投资规模保持扩张。



图表15：火电新增发电设备容量加速增长



图表16：火电投资规模继续扩张

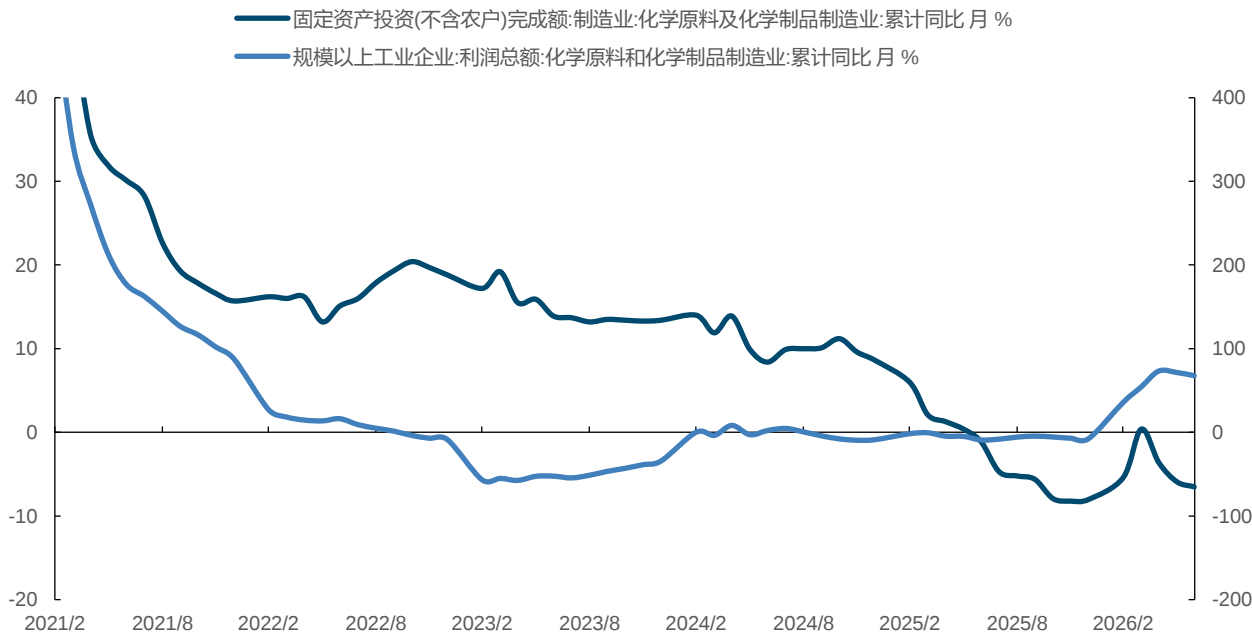


来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

化工盈利显著修复，含钼材料需求有望改善。2025 年化工行业盈利整体承压；2026 年以来，受石油产业链相关产品价格上涨带动，2026 年 1-6 月化学原料及化学制品制造业利润累计同比+67.8%，盈利较 2025 年明显修复；固定资产投资仍处于负增长区间。随着盈利改善逐步向资本开支传导，化工设备更新预期有望增强，进而对含钼耐蚀材料需求形成边际支撑。

图表17：化工行业盈利修复而投资端仍偏弱



来源：iFind，国金证券研究所

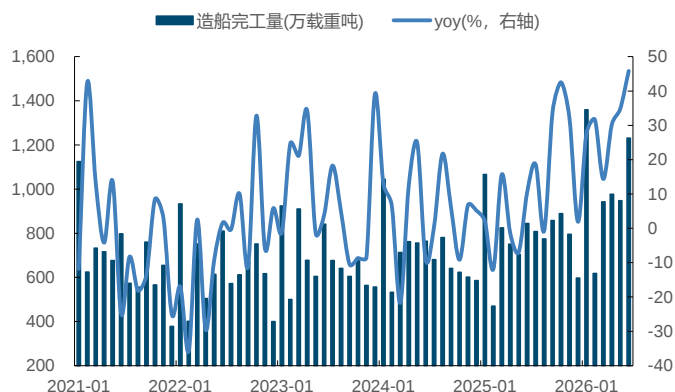
3.3 高端制造：造船领跑，风电、工程机械景气共振

船舶、风电、工程机械景气向上，共同拉动钼需求。相关设备长期承受高载荷、冲击与疲劳，部分部件还需适应低温、腐蚀及高磨损环境，对材料的强韧性、淬透性和耐磨性要求较高。钼主要通过高强合金钢、齿轮钢、轴类钢及含钼不锈钢，应用于船舶发动机与推进系统、风电齿轮箱与主轴，以及工程机械传动和耐磨部件，能够改善厚截面零部件的组织均匀性，提升其强韧性和抗疲劳性能。造船订单充足、风电装机保持高位以及工程机械产销增长，有望共同拉动高强钢、特钢及大型合金部件用钼需求。

全球造船景气高企，显著带动相关含钼材料需求。船舶制造中，钼主要以含钼合金钢、齿轮钢及含钼不锈钢等形态，应用于发动机曲轴、舵杆、发动机铸件等高载荷部件，以及化学品船不锈钢储罐等。2026 年 1-6 月全球造船完工量 6077.0 万载重吨，同比+30.5%；6 月造船完工量 1231.5 万载重吨，同比+45.8%。截至 2026 年 6 月，全球手持订单量达 20,659 万修正总吨，同比+26.2%。充足的订单储备为后续船厂排产提供支撑，并有望显著带动船用合金钢及相关用钼需求。

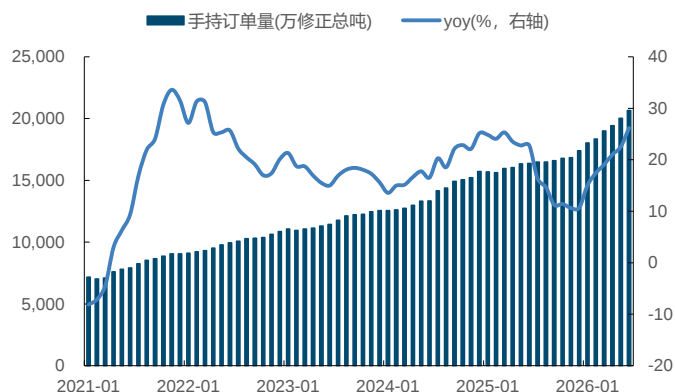


图表18：2026 年以来造船完工量持续景气



来源：iFind，国金证券研究所

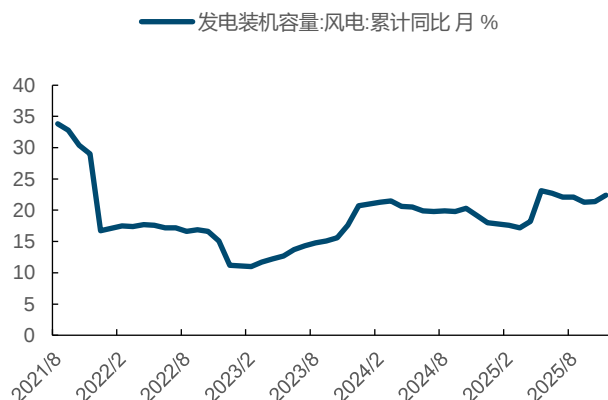
图表19：全球手持船舶订单持续累积



来源：iFind，国金证券研究所

风电装机、投资同步增长，含钼合金钢需求有望受益。在风电设备中，钼主要通过含钼合金钢应用于齿轮箱、主轴、轴承及高强紧固件等关键部件。2026 年 1-6 月风电装机规模累计同比+18.5%，风电投资完成额累计同比+16.0%。风电装机规模扩张与项目投资增长，有望带动风电主机及配套零部件需求，进而提振相关合金钢及钼需求。

图表20：风电装机规模持续增长



来源：iFind，国金证券研究所

图表21：2026 年风电投资规模继续扩张

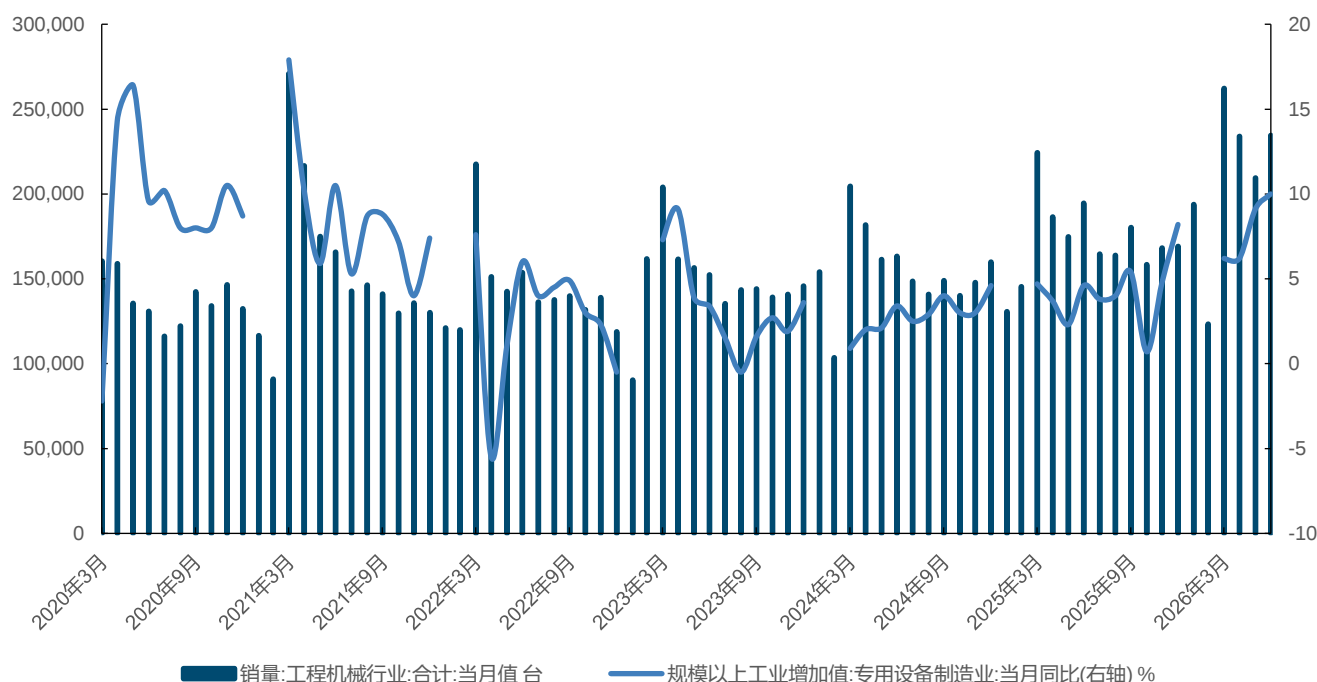


来源：iFind，国金证券研究所

工程机械销售回暖，含钼钢需求有望改善。在工程机械领域，钼主要应用于齿轮、凸轮轴、万向节和车轴等传动与承载部件，有助于提升其耐磨性和抗疲劳性能。2026H1 工程机械行业主要产品合计销量达到 125.72 万台，同比+19.0%；2026 年 6 月，专用设备制造业增加值同比+10.0%，较 2025 年同期的+4.6%明显加速。工程机械销售与装备制造生产同步改善，有望带动高强耐磨材料及相关用钼需求。



图表22：工程机械行业增长提速

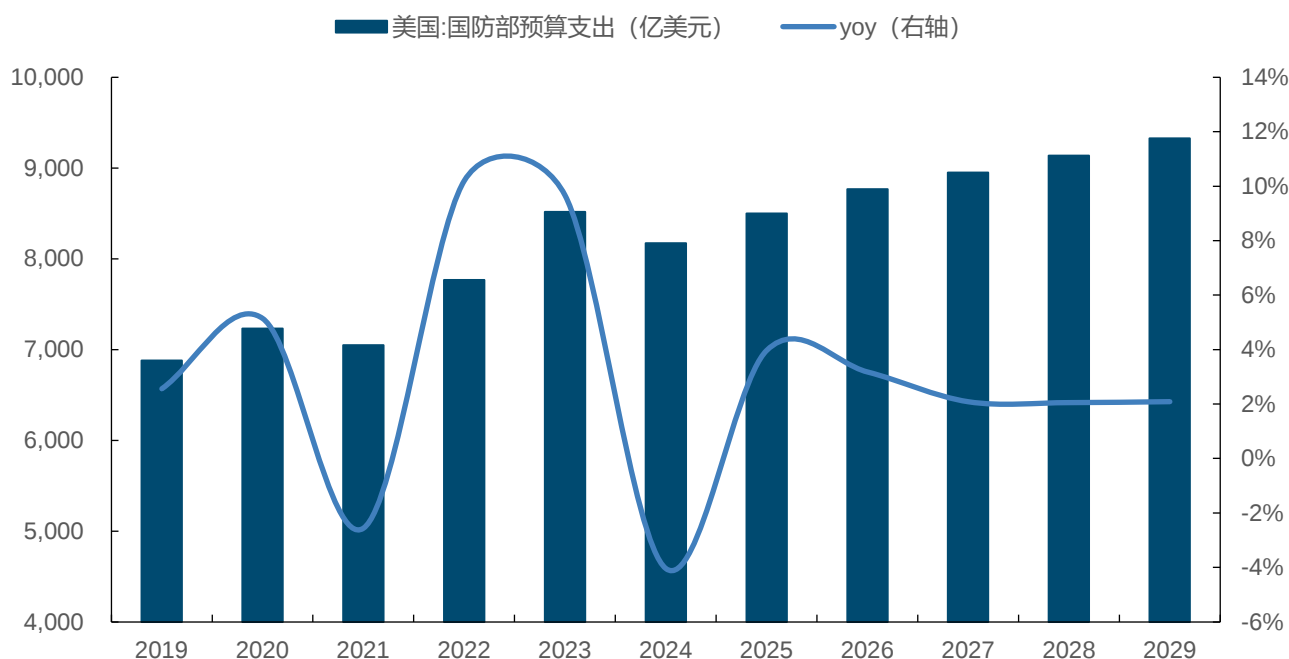


来源：iFind，国金证券研究所

3.4 战略需求：国防预算稳定增长，高端装备投资维持高增

战略需求稳步增长，高端钼产品有望受益。钼具有显著的战略属性，广泛应用于国防军工、航空航天、核电、燃气轮机等领域。战略性行业对材料性能、可靠性及供应安全要求较高。钼能够提升特殊钢和高温合金的高温强度与抗蠕变性能，相关材料广泛用于国防装备、航空发动机和燃气轮机等领域。战略需求增长有望带动含钼特钢和高温合金需求，成为钼需求的重要结构性增长方向。2026年美国国防预算增至8768亿美元，同比+3.2%；根据中期预算规划，2025-2029年美国国防部预算CAGR约为2.4%。持续增长的国防投入将为高性能合金及相关钼产品需求提供支撑。

图表23：美国国防支出与预算逐年上升



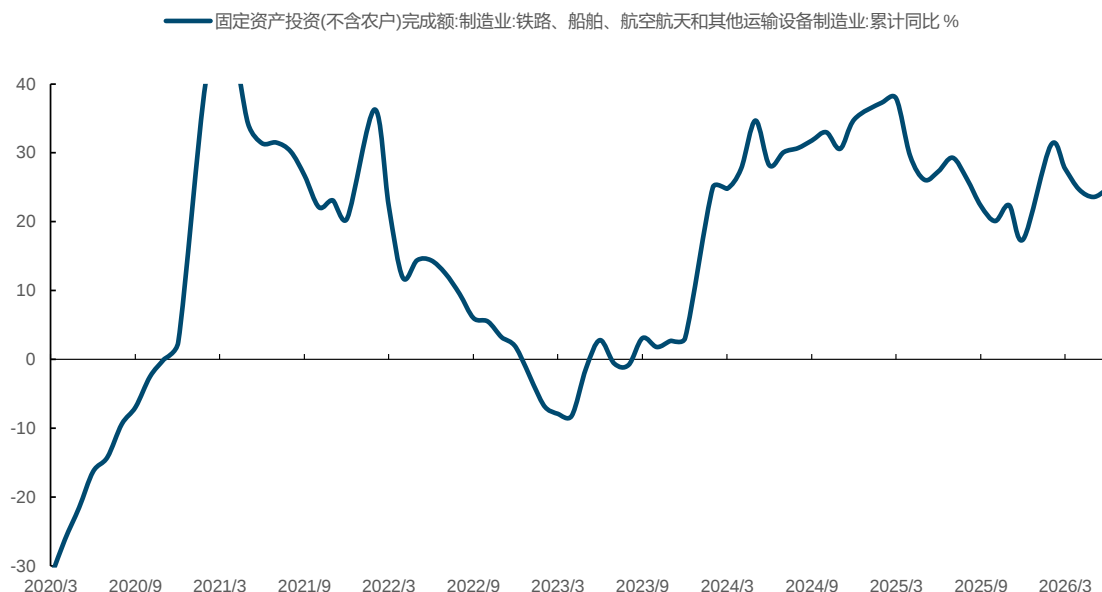
来源：iFind，国金证券研究所

航空航天等高端运输设备制造投资高增，含钼高温合金需求有望受益。航空航天领域，钼主要通过高强合金钢和镍基



高温合金，应用于航空发动机涡轮盘、燃烧管路、轴承及起落架等关键部件。截至 2026 年 6 月，国内航空航天等设备制造业固定资产投资累计同比+24.7%。商用航空发展有望带动航空发动机及关键部件需求，进而提振含钼高温合金消费。

图表24：高端运输设备投资景气度较高



来源：iFind，国金证券研究所

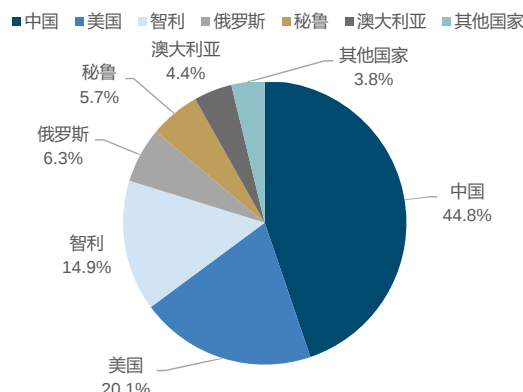
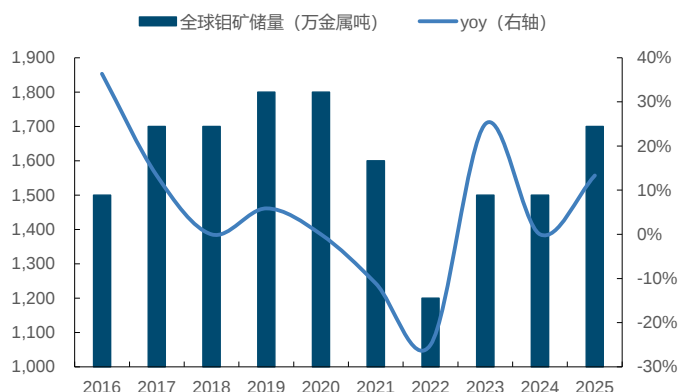
四、供给：海外趋降，国内增长缓慢

4.1 供给总论：伴生属性制约钼短期供给弹性

全球钼资源分布较广，主要分布于亚洲、北美洲和南美洲，欧洲及大洋洲亦有少量分布。储量端看，据 USGS，2025 年全球钼储量 1700 万吨，同比+13.3%；其中中国/美国/智利/俄罗斯/秘鲁分别占全球储量约 44.8%/20.1%/14.9%/6.3%/5.7%。根据 USGS 披露的全球产储量计算，全球钼资源静态储采比约 65 年。

图表25：全球钼储量整体平稳

图表26：我国钼储量接近全球一半（2025 年）



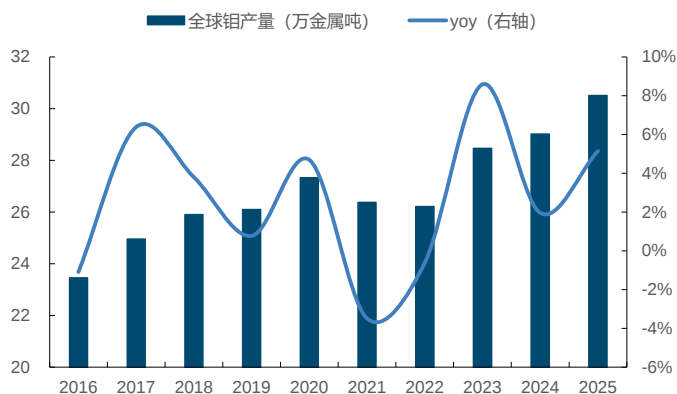
来源：USGS，国金证券研究所

来源：USGS，国金证券研究所

全球钼产量集中于中国与美洲。据 IMOA，2025 年全球钼产量约为 30.51 万金属吨，同比+5.1%；2025 年中国/南美/北美/其他地区钼产量占全球钼产量比例分别为 44.9%/26.1%/19.9%/9.1%。分国家看，USGS 口径下 2025 年中国/智利/美国/秘鲁/墨西哥分别占全球产量的 37.3%/16.2%/15.4%/15.0%/6.5%，产量相对集中，我国钼产量约占全球四成。

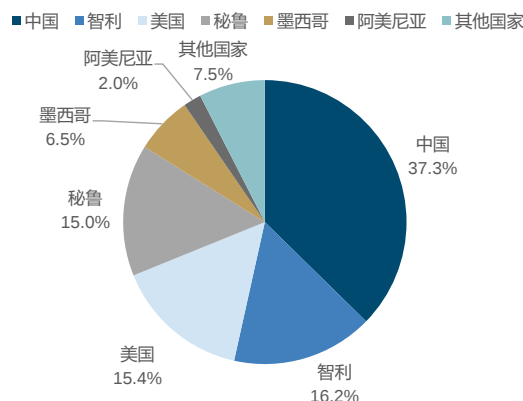


图表27：全球钼产量小幅增长



来源：IMOA, iFind, 国金证券研究所

图表28：我国钼产量占全球近四成（2025年）



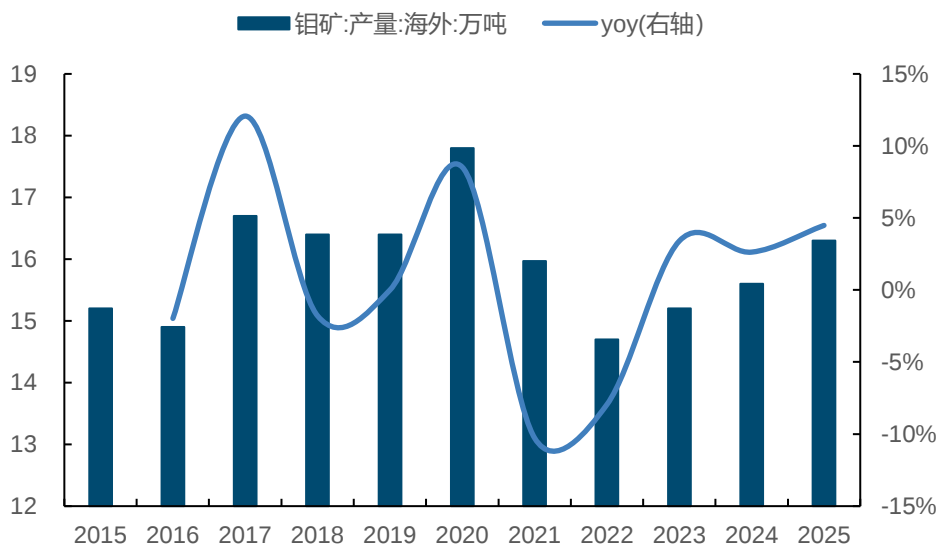
来源：USGS, 国金证券研究所

钼供给具有较强铜矿伴生属性，短期价格弹性有限。IMOA 将钼矿山分为原生矿、副产品矿和共产品矿：原生矿以开采回收辉钼矿（二硫化钼）为主要目标；副产品矿山以开采铜矿为主要目标，钼回收提供额外经济价值；共产品矿则同时回收铜和钼。据 IMOA 2021 年估计，全球约 1/3 的钼产量来自原生矿，主要分布于中国和美国，其余约 2/3 来自铜矿副产。在副产模式下，钼产量主要受铜矿处理量、钼品位及回收率影响，钼价上涨通常难以驱动矿山单独增加铜矿石开采量，因此供给对钼价变化的短期响应相对有限。

4.2 海外项目：主要厂商指引回落，短期供给由增转降

海外钼产量在连续回落后小幅回升。据 USGS，2025 年海外钼产量增至 16.3 万吨，同比+4.5%，增量主要来自美国和智利，其中美国钼产量由 3.4 万吨增至 4.0 万吨，同比+17.6%；智利由 3.85 万吨增至 4.2 万吨，同比+9.1%。加拿大、墨西哥和蒙古产量亦有所增加，部分抵消秘鲁、亚美尼亚等国产量下降。矿山层面，安托法加斯塔 2025 年钼产量同比+47.7%至 1.58 万吨，主要受 Los Pelambres 和 Centinela 产量提升带动；南方铜业 2025 年钼产量同比+7.4%至 3.12 万吨，主要来自 Toquepala 和 La Caridad 增产；自由港钼产量同比+15.0%至 4.17 万吨，其中 Climax 和 Henderson 两座原生钼矿供给增加贡献了约 58% 的产量增长。

图表29：近年海外钼产量小幅回升

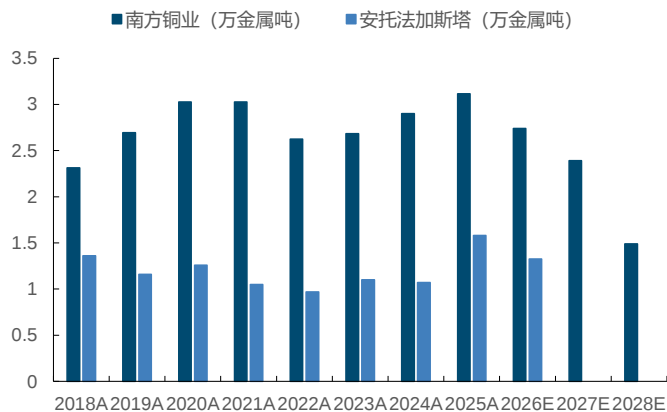


来源：USGS, iFind, 国金证券研究所

海外主要厂商钼产量预计回落。南方铜业 2026 年钼产量为 2.74 万吨，尽管 1Q26 已将指引较初始计划上调 5%，较 2025 年的 3.12 万吨同比仍下降 12.1%。安托法加斯塔预计 2026 年钼产量为 1.25-1.40 万吨，指引中值同比下降 16.1%，减量主要来自 Los Pelambres，其指引由 2025 年的 1.24 万吨降至 0.95-1.05 万吨。考虑两家公司合计减量约 0.63 万吨，且海外新增项目贡献有限，预计 2026 年海外钼供给将小幅下行。我们预计 2026-2028 年海外钼产量分别为 15.94/15.66/15.65 万金属吨，同比-2.2%/-1.8%/0.0%。

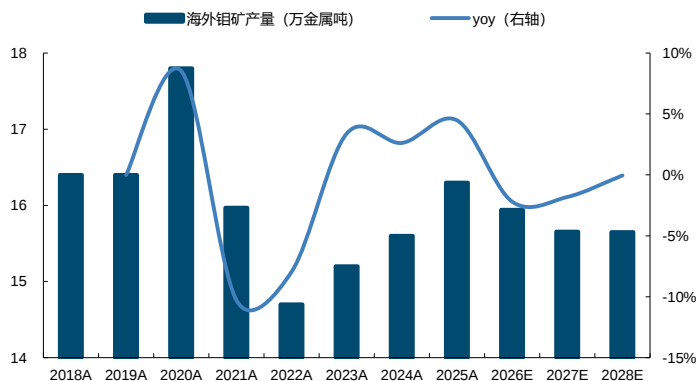


图表30：两大矿商 2026 年铜产量指引同比下降



来源：SouthernCopper、Antofagasta 公司公告，国金证券研究所

图表31：2026-2028 年海外铜产量预计小幅下滑



来源：USGS, Freeport、SouthernCopper、Antofagasta、Teck、Codelco、BHP、Glencore、Anglo American 公司公告，国金证券研究所

4.3 国内项目：近三年增量相对有限

近三年国内铜供给增量整体有限。据金钼股份 2025 年报，2025 年国内铜精矿生产总量约 31.79 万吨，同比+0.6%。未来潜在增量主要来自两类项目：一类是沙坪沟、曹四夭等以钼为核心开发产品的原生铜矿；另一类是巨龙铜矿等铜矿伴生铜项目，铜产量取决于铜矿整体处理规模、入选矿石品位及钼回收率。

图表32：国内铜矿增量项目

项目名称	供给属性	资源禀赋	设计年采选规模	当前阶段
安徽金寨沙坪沟铜矿	原生	钼资源量 210 万吨，平均品位 0.187%；储量 110 万吨，平均品位 0.20%；Mo $\geq$ 0.30%资源量 72 万吨	1,000 万吨	建设中
西藏巨龙铜矿二期	伴生	伴生钼资源量 167.2 万吨，平均品位 0.019%	1.05 亿吨	已建成投产
内蒙古曹四夭铜矿	原生	钼矿石资源量约 10.4 亿吨，钼金属量 108.9 万吨，平均品位 0.105%	1,650 万吨	取得采矿权

来源：公司公告、政府官网，国金证券研究所

4.3.1 沙坪沟铜矿：原生铜矿项目正式开工

沙坪沟位于安徽省六安市金寨县，为超大型斑岩型独立铜矿，其矿业权由安徽金沙铜业有限公司持有，2026 年 2 月完成股权协议转让后，紫金矿业、金钼股份和金寨县城镇开发投资有限公司分别持有金沙铜业 60%、34%和 6%股权，由紫金矿业主导矿山开发运营。项目保有钼金属资源量 210 万吨（含储量），平均品位 0.187%；其中钼金属储量 110 万吨，平均品位 0.20%，钼品位不低于 0.30%的资源量达到 72 万吨。项目资源体量大、成分相对单一、矿体集中度较高，适合规模化地下开发。项目采用地下开采，设计采选规模为 1,000 万吨/年。2025 年 8 月，金沙铜业 84%股权完成工商变更登记。沙坪沟在交割前已经取得采矿许可证、环评批复等项目核准前手续，后续继续推进项目核准、安全设施设计审查及建设准备。2026 年 6 月 18 日，金寨县政府宣布沙坪沟选矿项目正式开工，项目由前期证照和方案阶段转入主体工程建设。

4.3.2 西藏巨龙铜矿：二期投产，伴生铜增量释放

巨龙铜矿位于西藏自治区拉萨市墨竹工卡县，是世界级超大型低品位斑岩型铜矿，并伴生钼、银、金等元素，由西藏巨龙铜业有限公司负责开发运营，紫金矿业通过直接及间接持股合计持有项目 58.16%权益。该矿钼金属资源量为 167.2 万吨，平均品位 0.019%，2025 年铜产量为 7952 吨。项目通过超大规模铜矿采选系统回收伴生钼，资源规模与处理量共同构成铜矿的供给基础。巨龙铜矿二期于 2024 年 2 月获得项目核准并完成立项，在一期 15 万吨/日基础上新增 20 万吨/日采选规模。2025 年 12 月，二期主体工程 and 核心设备安装完成并实现联动试车；2026 年 1 月 23 日，二期工程正式建成投产，一、二期合计形成 35 万吨/日、年矿石采选 1.05 亿吨的处理规模。目前紫金矿业正在推进巨龙铜矿三期工程，建成后年采选规模有望达 2 亿吨。

4.3.3 内蒙古曹四夭：矿证获批，步入开发阶段

曹四夭铜矿位于内蒙古自治区乌兰察布市兴和县，为大型斑岩型战略性铜矿，矿业权及开发主体为内蒙古矿业（集团）有限责任公司，究矿能源与内蒙古地质矿产（集团）分别持有内蒙古矿业 51%和 49%股权，内蒙古矿业另全资持有究矿（兴和）铜业有限公司。项目拥有钼矿石资源量约 10.4 亿吨、钼金属量 108.9 万吨、平均品位 0.105%，并伴生钨、



锌等金属，项目设计原矿采选规模为 1,650 万吨/年。2026 年 6 月，乌兰察布市政府披露项目取得采矿许可证，标志着超大型钼矿正式进入开发阶段，并表示将继续推进用地手续办理。根据内蒙古日报报道，该项目露天开采工程预计 2028 年底建成投产。

五、供需平衡：供需缺口持续扩大，钼价上行空间打开

海外供给收缩、国内增量有限，能化及高端制造需求稳步增长，钼供需缺口有望持续扩大。我们预计 2026-2028 年全球钼需求同比+4.6%/+3.6%/+3.3%，而全球供给同比+0.5%/-0.2%/+2.1%，对应 2026-2028 年供需缺口分别扩大至 2.2/3.4/3.9 万金属吨，供需格局持续趋紧，对钼价中枢形成支撑。

供给端：

(1) 国内供给：国内钼矿供给增长有限，2026 年增量主要来自巨龙铜矿二期伴生钼放量；大苏计钼矿扩证等项目有望陆续贡献增量，但受审批建设及产能爬坡周期制约，预计国内供给整体增长有限。

(2) 海外供给：主要海外矿商产量指引回落，南方铜业旗下秘鲁及墨西哥矿山受品位和采矿计划变化影响，钼产量预计持续下降；自由港旗下矿山产量亦存在阶段性回落压力。我们预计 2026-2028 年海外钼供给整体趋降。

需求端：

(1) 油气化工：2026 年高油价背景下油气资本开支有望保持韧性；能源安全诉求和 LNG 项目扩张支撑天然气基础设施建设，有望带动钻采设备、油气管线等领域用钼需求。IEA 预测 2026 年全球天然气投资同比+8%，石油领域投资小幅下降。综合判断，我们预计 2026-2028 年该领域钼需求增长 4%/3%/3%。

(2) 交通运输：2026 年造船行业延续高景气，前期订单进入集中交付期。中国船舶工业行业协会预计 2026 年我国造船完工量超过 6000 万载重吨，同比增速不低于 11.8%。汽车方面，中国汽车协会预测 2026 年汽车销量同比+1%，市场保持稳健运行。我们预计 2026-2028 年该领域钼需求增长 8%/6%/6%。

(3) 机械制造：设备更新及制造业技术改造有望拉动机械设备、齿轮、模具等用钼需求。据机械工业联合会预测，2026 年机械工业将保持平稳运行，全年主要指标增速约为 5.5%。我们预计 2026-2028 年该领域钼需求增长 4%/3%/2%。

(4) 建筑：房地产行业仍处于调整期，据世界钢铁协会预测，随着中国房地产市场调整接近底部、基础设施建设投资小幅上升，2026 年我国钢铁需求下降幅度将收窄至-1.5%。我们预计 2026-2028 年该领域钼需求同比-2%/-1%/-1%。

(5) 电力：2026 年风电、核电及电力设备行业有望保持较高景气，风电装机增长及机组大型化带动齿轮钢、轴承钢和高强结构钢需求；核电、火电建设则增加耐高温、耐腐蚀合金材料的使用。全球风能理事会预计 2026-2030 年全球风电装机 CAGR 达 5.2%。综合判断，我们预计 2026-2028 年该领域钼需求增长 7%/6%/4%。

(6) 其他：电子及医疗等领域对高纯钼材和钼合金的需求有望保持增长，但其占钼总需求比例较低，对总需求拉动相对有限。我们预计 2026-2028 年该领域钼需求增长 2%/1%/1%。

图表 33：全球钼供需平衡表

万金属吨	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
钼供给						
国内供给	12.2	13.1	13.2	13.7	13.9	14.5
海外供给	15.2	15.6	16.3	15.9	15.7	15.6
总供给	27.4	28.7	29.5	29.6	29.6	30.2
yoy	6.7%	4.6%	2.8%	0.5%	-0.2%	2.1%
钼需求						
油气化工	11.4	11.5	11.9	12.4	12.7	13.1
交通运输	7.4	7.7	7.9	8.6	9.1	9.6
机械制造	3.4	3.5	3.7	3.8	3.9	4.0
建筑	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3
电力	1.7	2.1	2.1	2.3	2.4	2.5
其他	2.3	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5
总需求	28.6	29.4	30.5	31.9	33.0	34.1
yoy	0.8%	3.0%	3.6%	4.6%	3.6%	3.3%
供需平衡(-紧缺/+过剩)	-1.1	-0.7	-1.0	-2.2	-3.4	-3.9
平衡偏向(-紧缺加剧/+过剩加剧)	1.5	0.4	-0.2	-1.3	-1.2	-0.5

来源：IMO, 百川盈孚, USGS, iFind, 各公司公告, 国金证券研究所



六、钼价复盘：“能源+冲突”为核心定价因子

复盘 2004 年以来钼价走势，大致可划分为四个阶段：2004-2008 年的能源工业投资扩张与供给瓶颈驱动的快速上涨、2009-2015 年的供给宽松、需求放缓与价格中枢下移、2016-2020 年的传统需求改善驱动价格修复，以及 2021 年至今的新一轮上行。本轮钼价上涨源于供需持续趋紧：能化、交运及高端制造需求扩张，全球钼矿增量有限，地缘冲突进一步推升能源景气，推动钼价中枢持续抬升。

2004-2008 年：能源工业投资扩张叠加供给瓶颈，推动钼价快速上涨。2004-2005 年钼价大幅上涨并创历史高点，2006 年后有所回落，随后维持高位震荡。全球油气开发投资、基础设施建设和钢铁产量快速增长，带动合金钢、不锈钢用钼需求扩张。据 IMOA，2002-2006 年全球钼需求累计增长约 35%。与此同时，钼矿供应增长相对滞后，焙烧产能不足进一步限制氧化钼供给，供需缺口推动价格中枢显著抬升。2005 年末以后，新增矿山逐步释放，供需紧张程度有所缓解；2008 年第四季度金融危机导致能源、钢铁和机械投资需求骤降，钼价随之大幅下跌。

2009-2015 年：供给扩张、需求放缓，钼价长期低迷。2009 年全球经济刺激政策和中国基建投资带动钼价短暂修复，但 2010 年后价格中枢持续下降，并于 2015 年末触底。金融危机后全球钢铁需求由恢复性增长逐步转向低增长，而原生钼矿及铜矿伴生钼产能持续释放，市场由紧张转向宽松。2014-2015 年全球钢铁及油气领域需求走弱，供需宽松推动钼价于 2015 年末触底。

2016-2020 年：传统需求改善驱动价格修复，外部冲击下再度承压。2016-2019 年钼价整体回升，2020 年受公共卫生事件影响明显回落，随后伴随国内需求恢复而有所反弹。前期长期低价叠加环保监管趋严、矿山限产管控力度加大，国内钼原料供应阶段性收缩；与此同时，钢铁行业供给侧改革带动行业盈利修复，推动钼价回升。2019 年后全球钼矿供给回升，下游需求边际放缓；2020 年海外制造业及油气投资收缩，钼价再次承压。

2021 年至今：能化与高端制造需求扩张、供给增量有限，钼价中枢持续抬升。2021 年，全球大宗商品步入上行周期，国内外钼需求加快修复，叠加国内矿山受暴雨及环保管控影响阶段性停产，供需趋紧推动钼价开启新一轮上涨。2022 年，海外钼矿供应收缩而全球需求保持增长，叠加年末钢厂集中招标与现货偏紧，供需趋紧推动钼价加速上涨，随后 2023 年由于高价抑制采购导致价格回调。2025 年以来，受新能源以及高端制造等新兴市场需求带动，钼价再度上行。2026 年以来地缘冲突推升油价，或有望带动油气领域投资需求；国内钢招量景气延续，海外矿商产量指引回落、国内增量有限，市场紧平衡进一步强化。截至 2026 年 7 月 31 日，国内钼精矿价格上行至 5385 元/吨度，较 2025 年末上涨 44.6%。

图表 34：钼价自 2021 年起进入上升通道

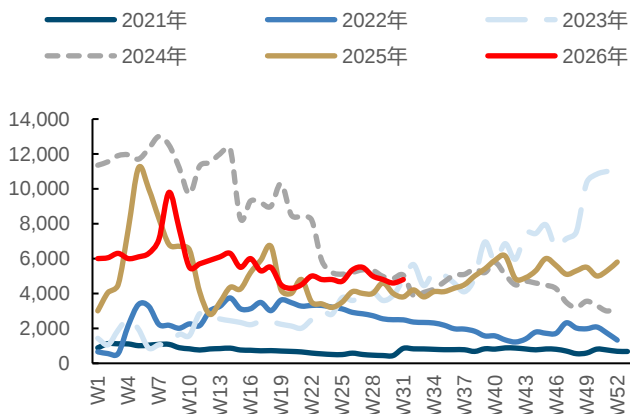


来源：iFind，国金证券研究所

库存端看，据百川盈孚，截至 2026 年 7 月 31 日，国内样本钼精矿库存 4800 吨，较年初有所回落；样本钼铁库存 4400 吨，自 2 月底以来平缓去库。

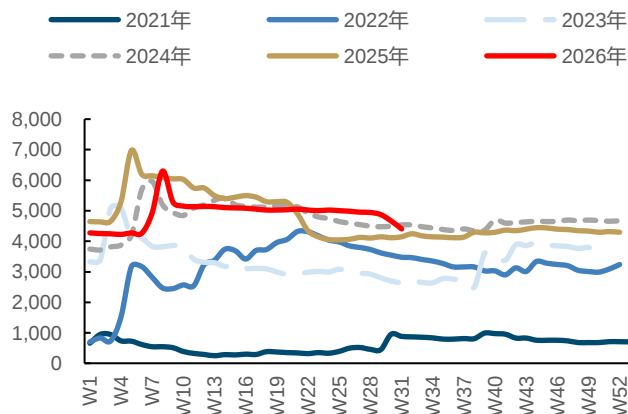


图表35：钨精矿库存较年初有所回落（吨）



来源：百川盈孚，国金证券研究所

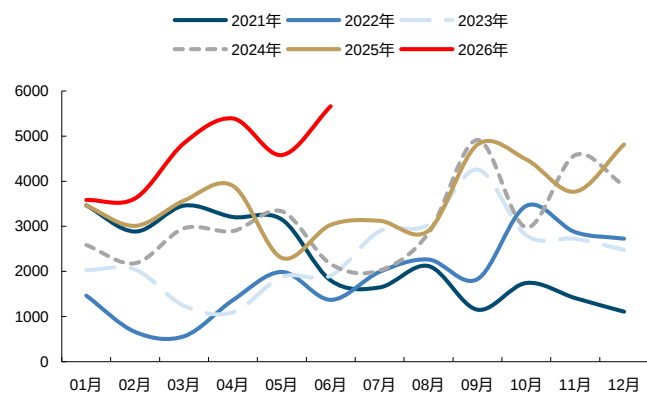
图表36：钨铁平稳去库（吨）



来源：百川盈孚，国金证券研究所

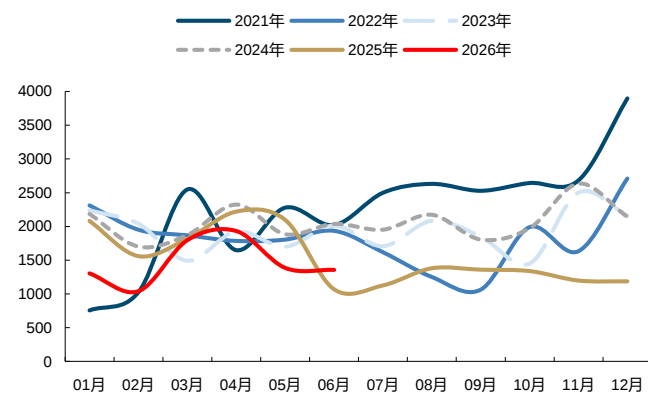
进出口看，2026年1-6月我国钨进口折27,672金属吨，同比+43.6%；钨出口8,822金属吨，同比-18.7%；钨净进口18,850吨，同比+124.0%。2026年以来钨进口量增加显著，结合国内钨库存稳中有降，反映国内钨需求量持续景气，为钨价提供持续支撑。

图表37：2026年以来我国钨进口增加显著（金属吨）



来源：iFind，国金证券研究所

图表38：2026年钨出口较2025年小幅减少（金属吨）



来源：iFind，国金证券研究所

七、相关标的简介

钨供给增量放缓，海外主要矿商产量指引回落，国内矿山新增产能释放相对有限；需求端受能源化工、电力、船舶等领域拉动，钢厂招标保持景气，供需格局有望维持偏紧，钨价中枢具备支撑。相关标的：金钨股份（钨资源规模领先，产业链布局完整）、国城矿业（钨矿剩余股权收购推进，权益产量提升可期）、盛龙股份（矿端扩产推进，钨材料布局延伸）。

图表39：钨相关标的估值水平（2026年7月31日）

公司简称	股票代码	股价 (元/股)	EPS					PE				
			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
金钨股份	601958.SH	20.99	0.92	0.98	1.15	1.21	1.31	10.88	15.93	18.25	17.35	16.02
国城矿业	000688.SZ	27.90	-0.10	0.91	1.66	2.91	4.48	-118.86	30.60	16.79	9.60	6.23
盛龙股份	001257.SZ	24.07	0.47	0.55								

来源：iFind，国金证券研究所 注：基准日期为2026年7月31日，加粗部分来自国金证券研究所测算，非加粗部分来自iFind一致预期；盛龙股份暂无机构给出盈利预测

7.1 金钨股份：钨资源龙头，深度布局钨粉业务

公司是钨专业供应商，已形成涵盖采选、冶炼、化工、金属加工、科研及贸易的一体化产业链，生产钨炉料、钨化工、

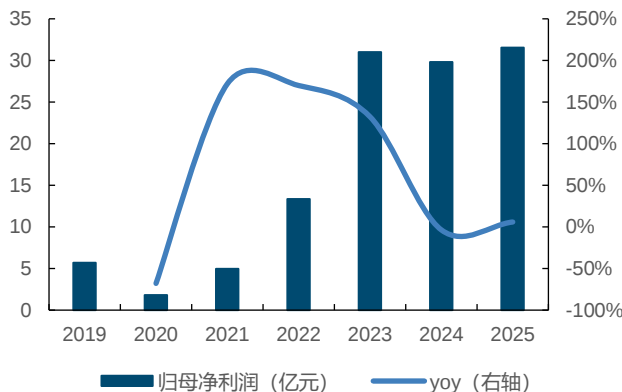
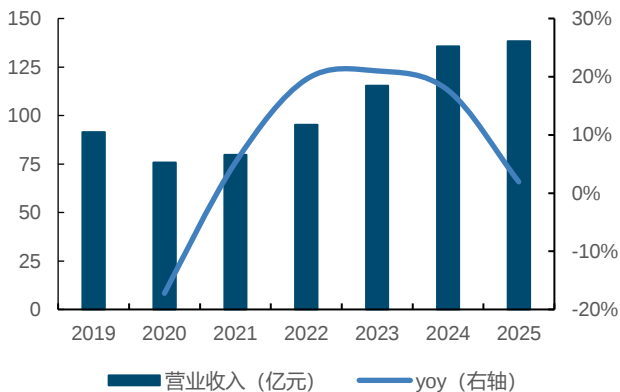


钼金属三大系列 30 余种产品，下游覆盖钢铁冶炼、石油化工、航空航天、国防军工、电力电子及生物医药等领域，钼产品销量全球市占率约 13%。公司控股金堆城钼矿（持股 100%）和河南汝阳东沟钼矿（持股 65%），并参股安徽金沙钼业（持股 34%）、吉林天池钼业（持股约 18.3%），截至 2025 年报，公司保有钼资源 227 万金属吨。

2025 年公司实现营业收入 138.34 亿元，同比+1.9%；归母净利润 31.55 亿元，同比+5.8%。2019-2025 年，公司营业收入由 91.51 亿元提升至 138.34 亿元，CAGR 约 7.1%；归母净利润由 5.69 亿元提升至 31.55 亿元，CAGR 约 33.0%。2026Q1 公司实现营业收入 41.58 亿元，同比+26.7%，归母净利润 9.02 亿元，同比+33.0%，经营景气延续。

图表40：公司营收逐步增长

图表41：钼价上行带动归母净利润高增



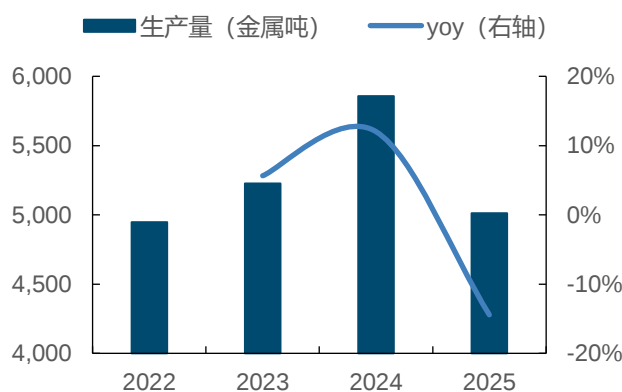
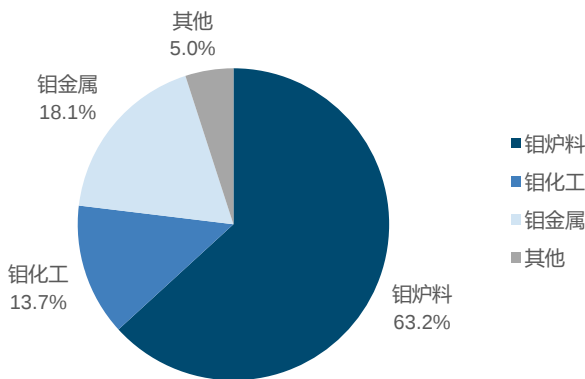
来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

业务结构方面，2025 年公司钼炉料/钼化工/钼金属/其他业务收入占比分别为 65.4%/12.8%/15.9%/5.9%，毛利占比分别为 63.2%/13.7%/18.1%/5.0%。其中，钼炉料/钼化工/钼金属业务毛利率分别为 39.7%/44.0%/46.9%，处于产业链下游环节的钼化工和钼金属深加工环节毛利率相对较高。其中，钼粉是生产钼线材、板材及钼合金烧结制品等高附加值产品的重要中间原料。公司深度布局钼粉业务，为产业链向高附加值钼金属材料延伸奠定坚实基础。据公司 2025 年报，公司超细钼粉技术达到国际领先水平，全年实现 372 公斤样品生产与交付；特殊规格钼粉开发取得突破，累计交付 3.5 吨。2025 年公司钼粉产量为 5011 金属吨，较 2024 年回落 14.4%。

图表42：2025 年钼炉料为公司主要毛利来源

图表43：2025 年公司钼粉产量小幅回落



来源：公司 2025 年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

矿山端，公司钼资源储备充足。公司全资拥有金堆城钼矿，并通过金钼汝阳持有东沟钼矿 65%权益，截至 2025 年报，两座在产矿山合计拥有矿石资源量 8.68 亿吨，设计采选规模合计 2220 万吨/年，为公司钼产业链提供稳定的原料保障。参股矿山方面，公司持有天池钼业 18.30%股权，其季德钼矿矿石资源量 2.24 亿吨，设计采选规模 825 万吨/年；2026 年 1 月，公司以 17.31 亿元受让紫金矿业持有的金沙钼业 24%股权，持股比例由 10%提升至 34%。金沙钼业拥有沙坪沟钼矿矿业权，该矿矿石资源量达 16.3 亿吨、钼金属储量 110 万吨，规划采选规模 1000 万吨/年，项目投产后有望进一步增厚公司权益钼产量。


图表44：金钨股份钨矿资源布局（截至 2025 年报）

矿山	所属公司	金钨股份权益比例	资源量（亿吨矿石）	储量	品位	设计采选规模（万吨矿石/年）
金堆城钨矿	金钨股份	100%	4.12	矿石量 2.17 亿吨	0.11%	1,320
东沟钨矿	金钨汝阳	65%	4.56	矿石量 2.46 亿吨	0.12%	900
沙坪沟钨矿	金沙钨业	34%	16.3	金属量 110 万吨	0.20%	1000（规划）
季德钨矿	天池钨业	18.30%	2.24	金属量 25.39 万吨	0.11%	825

来源：公司公告，国金证券研究所

材料端，公司持续推进化工、金属加工及钨基材料产能建设。金钨新材料工业园计划总投资约 20 亿元，分两期建设钨化工与钨金属生产线：一期将新建 1.3 万吨/年钨酸铵、0.9 万吨/年高纯三氧化钨、0.3 万吨/年钨粉及 0.1 万吨/年钨粉产能；二期进一步布局超纯钨化工产品及其钨基制品，并承接部分既有产能搬迁。相关生产线计划于 2026 年四季度开工。深加工方面，钨基材料锻造生产线规划形成 1300 吨/年烧结钨制品和 212 吨/年锻造钨制品产能，2025 年 12 月开工，截至 2026 年上半年主体车间及设备基础基本完工，即将进入设备安装调试阶段。金寨钨基新材料精深加工基地一期规划年产钨铁 4 万吨、副产硫酸 6 万吨，已进入环评阶段，计划于 2026 年底开工建设。

图表45：金钨股份钨材料产能建设持续推进

项目/主体	类型	状态/进度	主要产品	产能/规划
金钨新材料 工业园	钨化工	预计 2026 年 Q4 开工	钨酸铵、三氧化钨、超纯钨酸	一期新建年产能 1.3 万吨钨酸铵、0.9 万吨高纯三氧化钨； 二期新建年产能超纯钨酸 0.3 万吨、超纯三氧化钨 0.2 万吨，并搬迁部分钨化工产能
	钨金属		钨粉、钨粉、钨基烧结及压型制品	一期新建年产能 0.3 万吨钨粉、0.1 万吨钨粉、钨废料回收 100 吨； 二期新建超纯钨粉（洁净车间）1000 吨/年，新建年产能钨粉 0.1 万吨、钨基烧结制品 0.13 万吨、钨基压型制品 0.13 万吨。
	钨精深加工		钨铁、副产硫酸	年产钨铁 4 万吨、副产硫酸 6 万吨
金寨钨基新材料精深加工基地一期	钨精深加工	预计 2026 年底开工建设	钨铁、副产硫酸	年产钨铁 4 万吨、副产硫酸 6 万吨
钨基材料锻造生产线	钨基材料	2025 年 12 月开工，预计 2027 年 6 月前投产	烧结钨制品、锻造钨制品	烧结钨制品 1,300 吨/年（其中 400 吨内供）、锻造钨制品 212 吨/年

来源：公司公告、公司官网、金寨县人民政府官网，国金证券研究所

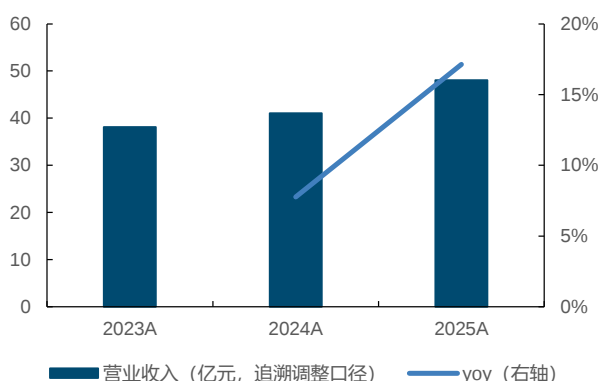
7.2 国城矿业：大苏计钨矿剩余股权收购推进，盈利有望显著增厚

定位多金属资源平台，国城实业并表后钨业务成为核心板块。公司围绕锂矿锂盐、有色金属采选及钛化工循环经济构建三大产业集群，核心资产包括国城实业大苏计钨矿、东矿东升庙铅锌硫铁矿、中都矿产金矿、参股金鑫矿业党坝锂矿，以及国城锂业和国城钛业。2025 年 12 月，公司以 31.68 亿元收购国城实业 60% 股权，大苏计钨矿由此并表，钨业务成为公司核心业绩来源。

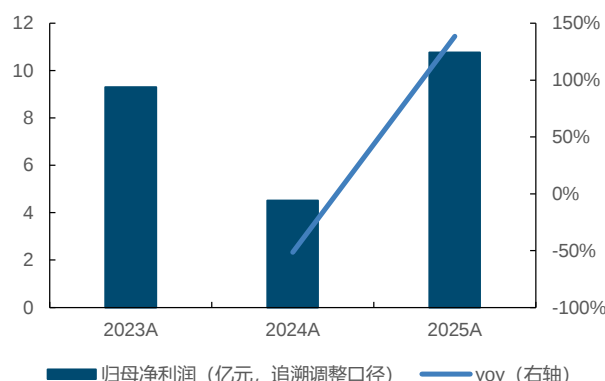
2025 年公司实现营业收入 48.06 亿元，同比+17.1%，主要受益于钨价上涨及钛白粉业务放量；归母净利润 10.76 亿元，同比+138.5%，主要受 2025Q1 出售宇邦矿业等非经常性损益带动；2025 年扣非归母净利润为-2.57 亿元。2026Q1 公司实现营业收入 16.96 亿元，同比+56.1%；归母净利润 3.53 亿元，受上年同期资产处置收益高基数影响同比-52.5%，扣非归母净利润 3.60 亿元，同比+849.4%。



图表46：钼价上涨、钛白粉放量驱动营收增长



图表47：出售宇邦矿业增厚 2025 年净利润

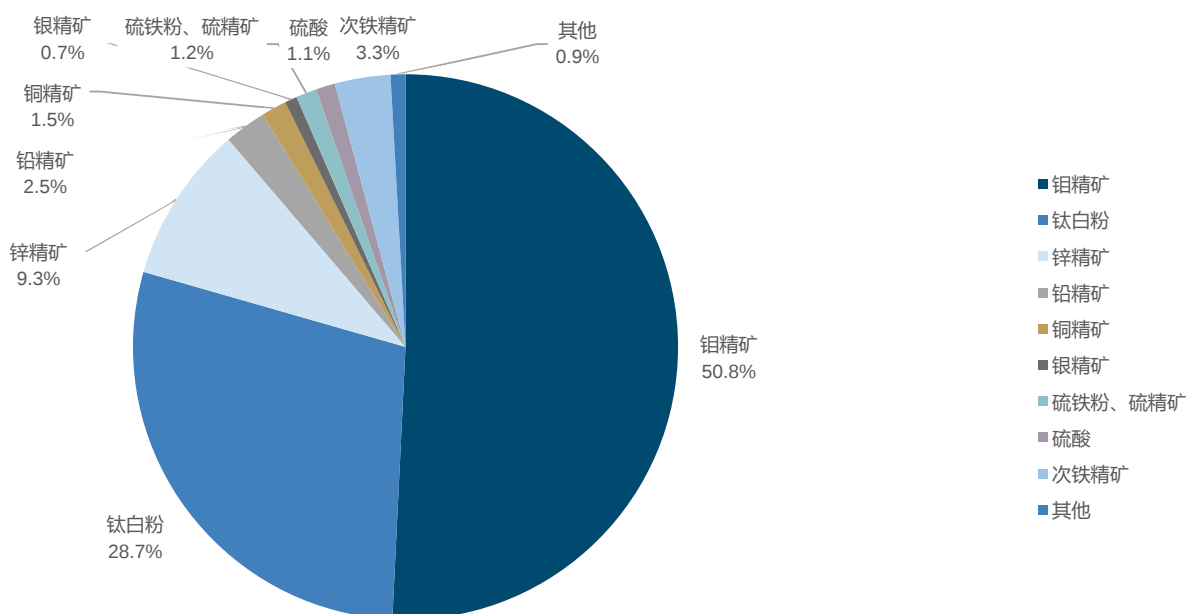


来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

业务结构方面，钼业务是公司收入及利润的核心来源。2025 年公司钼精矿/钛白粉/锌精矿收入分别为 24.40/13.78/4.48 亿元，占营业收入的 50.8%/28.7%/9.3%。其中，钼精矿业务毛利率同比+4.02pcts 至 70.33%，全年钼精矿产量和销量分别为 7520/7287 金属吨，同比+7.7%/+3.9%。钛白粉业务加速放量，营收同比+260.9%，毛利率同比+16.19pcts 至-8.67%，亏损显著收窄。

图表48：2025 年钼精矿贡献公司主要营收



来源：公司 2025 年报，国金证券研究所

大苏计钼矿是公司核心钼矿资产。公司于 2025 年 12 月收购国城实业 60%股权，剩余股权收购预期明确：2026 年 5 月，公司披露将以 23.68 亿元现金购买中信信托所持国城实业剩余的 40%股权，若交易完成，国城实业将成为公司全资子公司，上市公司对大苏计钼矿的权益比例将由 60%提升至 100%。截至 2025 年末，国城实业矿权范围内保有矿石量 1.09 亿吨、钼金属量 12.63 万吨，现有采矿许可证规模 500 万吨/年；公司正办理扩大矿区范围及 800 万吨/年采矿许可证，落地后证载规模将提升 60%。

东矿方面，东升庙矿拥有大型锌硫资源，285 万吨/年扩建技改项目持续推进；新建采厂项目预算 9.52 亿元，截至 2025 年末累计投入约 95.5%。中都矿产 35 万吨/年金铅锌矿采选项目已完成可研评审、项目核准及安全设施设计评审，其他开工前手续正在办理。锂矿方面，参股公司金鑫矿业正申请将党坝锂矿采矿规模由 100 万吨/年提升至 500 万吨/年，控股子公司国城锂业规划建设 20 万吨/年锂盐产能，一期 6 万吨/年基础锂盐项目稳步推进。



图表49：国城矿业持股或参股主要矿山（截至 2025 年报）

资产	所属公司	权益比例	矿种	矿石量 (万吨)	保有资源量	平均品位	采选规模 (万吨/年)
大苏计钼矿	国城实业	60%	钼	10,873	钼 12.63 万吨	0.12%	500, 拟扩至 800
东升庙硫铁矿	东矿公司	100%	锌铅铜硫等	12,346	锌 114.96 万吨、铅 25.47 万吨、金 7427 公斤等	/	350
中家山铅锌（金银）矿	金鹏矿业	100%	铅锌金银	90	锌 2.82 万吨、铅 2.60 万吨、金 1582 公斤、银 52 吨	/	15
江山-大王府整合区金铅锌矿	中都矿产	100%	金铅锌等	992	金 16226 公斤、铅 4.36 万吨、锌 3.22 万吨	/	35
党坝锂矿	金鑫矿业	48%	锂钽铌	8,413	Li ₂ O 111.84 万吨	1.33%	100, 拟扩至 500

来源：公司 2025 年报，国金证券研究所

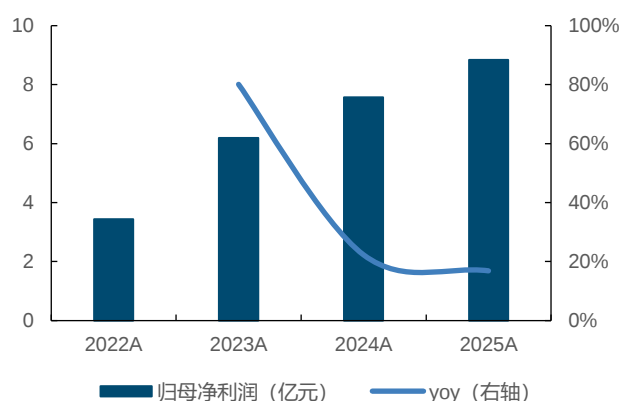
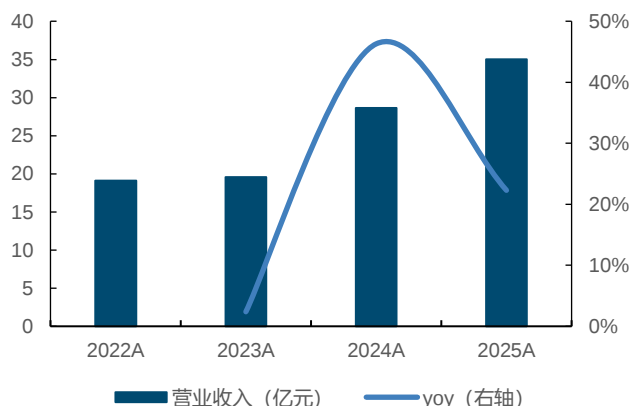
7.3 盛龙股份：钼资源禀赋突出，采选与深加工并进

洛阳国资委控制的钼资源开发平台。公司主要从事钼矿采选、钼铁冶炼及钼产品销售，核心产品为钼精矿和钼铁。截至 2025 年报，公司拥有 4 宗采矿权和 1 宗探矿权，保有钼金属量 70.06 万吨，同时拥有三氧化钨 5.53 万吨、铅 6.78 万吨等共伴生资源。2026 年 3 月公司深交所主板上市，募集资金净额 15.69 亿元，用于安沟钼多金属矿采选工程项目以及矿业技术研发中心项目建设。

2025 年公司实现营业收入 35.03 亿元，同比+22.3%；归母净利润 8.84 亿元，同比+16.8%。2022-2025 年，公司营业收入由 19.11 亿元提升至 35.03 亿元，CAGR 约 22.4%；归母净利润由 3.44 亿元提升至 8.84 亿元，CAGR 约 37.0%。

图表50：公司营收持续增长

图表51：公司利润稳步扩张



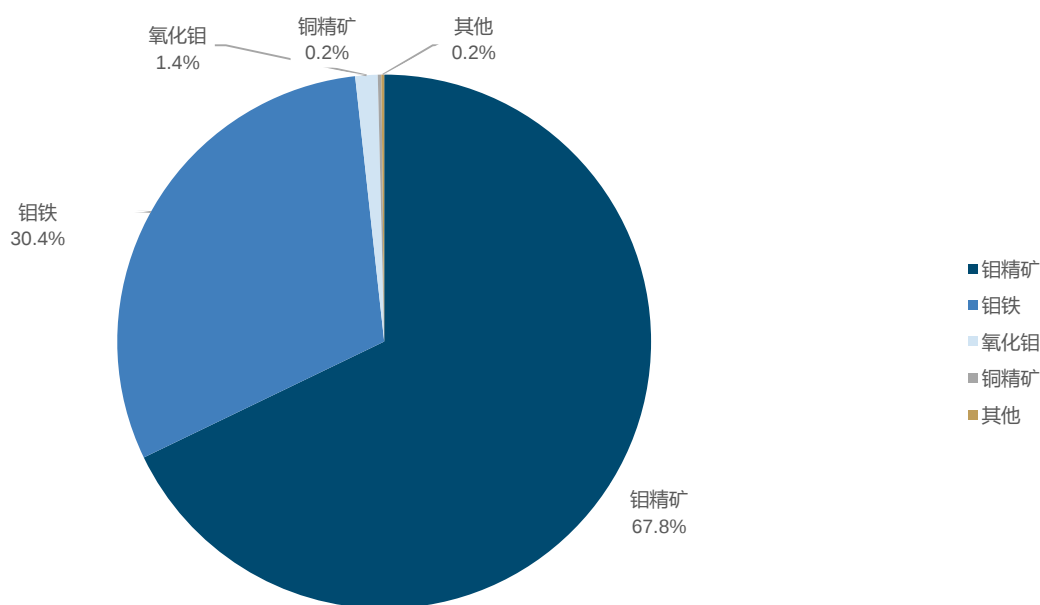
来源：公司年报，公司招股书，国金证券研究所

来源：公司年报，公司招股书，国金证券研究所

2025 年公司钼精矿、钼铁、氧化钼分别实现收入 23.76/10.65/0.48 亿元，占营业收入 67.8%/30.4%/1.4%，合计占营收的 99.6%，钼业务整体毛利率 50.2%。2025 年钼产品折合钼精矿口径销量 2.36 万吨，同比+18.6%；产量 2.01 万吨，同比-5.7%。产量阶段性回落主要由于小庙岭选厂技改停工；该选厂已于 2025 年 12 月完成改造，产能提升至 1.5 万吨/日，为后续稳产增量奠定基础。



图表52：2025年钼产品贡献公司主要收入



来源：公司 2025 年报，国金证券研究所

矿端扩产叠加材料端延伸，钼产业链布局持续完善。矿山方面，南泥湖钼矿采矿许可证生产规模为 1650 万吨/年，是公司核心在产矿山；随着矿山扩产建设推进，南泥湖钼矿未来将形成 5 万吨/日采选能力。嵩县安沟钼多金属矿规划形成 0.5 万吨/日采选能力，2025 年末工程累计投入约 4.35 亿元、进度 29.5%。两大体系全部达产后，公司整体采选能力预计达到 5.5 万吨/日，钼金属量产量有望提升至 1.23-1.31 万吨/年。材料端，龙兴新材料 2 万吨/年高性能钼材料项目预计 2026 年完工；该项目有望增强公司钼精矿向钼铁及高性能钼材料转化能力。

风险提示

钼价波动风险。若全球钼供给超预期释放或下游需求走弱，钼价可能大幅波动并对相关企业盈利产生影响。

下游需求不及预期。若船舶、电力、能源化工、汽车、机械等终端需求低于预期，钼消费量增速可能放缓。

项目投产不及预期。钼矿项目建设及产能爬坡受审批、施工进度和生产调试等因素影响，新增供给投产节奏及产量可能偏离预期。

安全生产及环保风险。矿山生产可能受到安全事故或环保监管趋严影响，导致停产限产或生产成本上升。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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