

2026年07月02日

国城矿业(000688.SZ)

投资评级: 买入(首次)

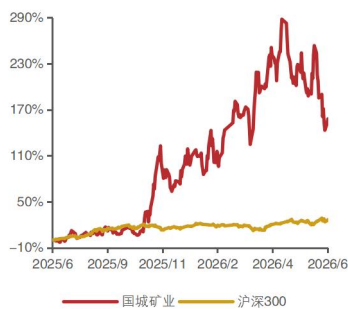
——钼锂双轮驱动, 多品种金属平台打开成长空间

证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
项祈瑞
SAC: S1350524040002
xiangqirui@huayuanstock.com
陈轩
SAC: S1350525120001
chenxuan01@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2026年06月30日

收盘价(元)	34.23
一年内最高/最低(元)	52.73/12.81
总市值(百万元)	40,564.87
流通市值(百万元)	40,564.72
总股本(百万股)	1,185.07
资产负债率(%)	67.84
每股净资产(元/股)	2.53

资料来源: 聚源数据

投资要点:

- 公司概况: 国城入主, 实现金属多元布局, 打造成长新周期。**公司历史上经历过多次资产重组和实控人变更, 2018年国城集团入主后, 逐步构建了“锂矿锂盐新能源、稀贵+有色金属、特色钛化工循环经济”三大产业集群, 主要产品为钼精矿、锌精矿、铅精矿、铜精矿、钛白粉、硫精矿、硫铁矿、工业硫酸、次铁精矿等; 公司重要参股子公司金鑫矿业的主要产品为锂精矿。
- 钼: 核心资产大苏计钼矿实现注入, 有望大幅增厚公司盈利。**2025年公司以现金31.68亿元收购国城集团持有的国城实业60%股权, 并在2026年有望实现剩余40%股权收购。国城实业拥有的大苏计钼矿是国内大型钼金属矿山, 钼金属量13.20万吨, 平均品位0.116%。大苏计钼矿当前采矿权证规模500万吨/年, 后续有望提升至800万吨/年, 2025年实现钼精矿产量7520金属吨。大苏计钼矿盈利能力强, 2025年国城实业净利润为11.5亿元, 按60%股权测算, 2025年为公司归母净利润贡献增量6.88亿元。伴随后续40%股权收购完成, 公司将实现对大苏计钼矿全资控股, 有望进一步增厚公司盈利。
- 锂: 参股马尔康党坝锂辉石矿, 量增空间大。**公司参股金鑫矿业, 间接持有党坝锂辉石矿48%股权, 该矿目前证载采矿许可证规模100万吨/年, 不考虑收率等因素影响, 1.33%氧化锂平均品位, 对应约3.29万吨LCE, 公司权益碳酸锂量为1.58万吨LCE。公司目前正积极办理500万吨/年采矿许可证申请, 远期量增空间大。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。**锂盐方面, 国城锂业远期规划建设20万吨锂盐产能, 一期6万吨稳步推进中。**
- 铅锌矿和钛白粉: 公司铅锌矿等金属资源储量丰富。**截至2025年末, 公司下属三家子公司(东矿、金鹏矿业、中都矿产)保有矿石量1.34亿吨, 锌金属量121.0万吨, 铅金属量32.4万吨, 铜金属量1.1万吨, 金金属量25.2吨, 银金属量1579吨。**各矿山项目改扩建工程稳步推进:**1)东矿(铅锌矿、硫铁矿):正推进285万吨/年采矿扩建项目;2)中都矿产(金矿):35万吨/年采选建设工程项目推进中。**钛白粉方面, 国城钛业20万吨钛白粉项目已实现投产,**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。
- 盈利预测与评级:**我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为19.6/24.4/30.0亿元, 同比增速分别为+82.34%/+24.05%/+22.63%, 当前股价对应的PE分别为21/17/14倍; 我们选取金钼股份、天华新能、赣锋锂业、雅化集团和盛新锂能等其他钼锂上市公司为可比公司。公司收购核心资产大苏计钼矿, 有望大幅增厚公司盈利; 同时公司参股金鑫矿业, 实现锂矿布局, 后续权益锂增量增空间或较大。公司业务实现钼锂双轮驱动, 成长空间大, 未来盈利弹性可期, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 采矿权证办理进展不及预期风险; 钼价大幅下跌风险; 锂价大幅下跌风险。

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,103	4,806	6,118	6,639	7,214
同比增长率(%)	243.11%	17.13%	27.31%	8.52%	8.65%
归母净利润(百万元)	451	1,076	1,963	2,435	2,986
同比增长率(%)	619.75%	138.48%	82.34%	24.05%	22.63%
每股收益(元/股)	0.38	0.91	1.66	2.05	2.52
ROE(%)	10.94%	41.38%	46.07%	38.53%	33.76%
市盈率(P/E)	89.87	37.68	20.67	16.66	13.58

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 19.6/24.4/30.0 亿元，同比增速分别为 +82.34%/+24.05%/+22.63%，当前股价对应的 PE 分别为 21/17/14 倍；我们选取金钼股份、天华新能、赣锋锂业、雅化集团和盛新锂能等其他钼锂上市公司为可比公司。公司收购核心资产大苏计钼矿，有望大幅增厚公司盈利；同时公司参股金鑫矿业，实现锂矿布局，后续权益锂量增空间或较大。公司业务实现钼锂双轮驱动，成长空间大，未来盈利弹性可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

钼矿：钼是全球稀缺的战略性矿产，钼供需格局处于紧平衡，钼价中长期有望上行，我们假设 2026–2028 年 45%钼精矿价格为 5000/5500/6000 元/吨度。公司 2025 年收购国城实业 60%股权，实现核心钼矿并表，有望增厚公司盈利。当前国城实业正在办理采矿权变更手续，拟扩大采矿范围并将生产规模由 500 万吨/年扩大到 800 万吨/年，公司钼精矿远期产销量有望维持增长。

锂矿：公司参股金鑫矿业，间接持有党坝锂辉石矿 48%股权，目前证载采矿许可证规模 100 万吨/年，正办理 500 万吨/年采矿权申请，公司未来权益锂产量增长空间或较大。在供紧需强背景下，锂价有望进入上行周期，我们假设 2026–2028 年碳酸锂均价分别为 18/15/14 万元/吨。

铅锌矿及其副产品：我们假设 2026–2028 年锌均价为 2.3/2.4/2.4 万元/吨，铅均价为 1.65/1.65/1.65 万元/吨。

钛白粉：公司当前 20 万吨钛白粉产能爬坡中，2026 年硫酸价格上涨，成本支撑下，钛白粉价格涨幅明显，我们假设 2026–2028 年钛白粉市场均价为 1.64/1.64/1.64 万元/吨。公司钛白粉业务盈利情况有望大幅改善。

投资逻辑要点

收购核心资产大苏计钼矿，有望大幅增厚公司盈利。钼供需格局偏紧，钼价中枢有望上行。大苏计钼矿后续采矿产能有望从 500 万吨/年提升至 800 万吨/年，公司钼精矿盈利有望受益于量价齐升。

参股党坝锂辉石矿，权益锂产量量增空间大。党坝锂辉石矿目前证载采矿许可证规模 100 万吨/年，正积极办理 500 万吨/年采矿许可证申请。

核心风险提示

- 1) 采矿权证办理进展不及预期风险；
- 2) 钼价大幅下跌风险；
- 3) 锂价大幅下跌风险。

内容目录

1. 公司概况	6
1.1. 发展历程：国城入主，金属多元布局，打造成长新周期	6
1.2. 股权结构：股权结构清晰且集中的民营企业	7
1.3. 财务情况：钼矿为公司核心盈利资产	8
2. 钼：核心钼矿资产注入，打造盈利增长极	11
2.1. 公司：收购高品位钼矿，有望增厚公司盈利	11
2.2. 钼行业：供需格局偏紧，价格中枢有望上行	12
3. 锂：锂行业进入上行周期，公司有望受益于量价齐升	15
3.1. 公司：参股党坝锂辉石矿，量增空间大	15
3.2. 锂行业：供紧需强，锂价进入上行周期	15
3.2.1. 供给端：资本开支见顶回落，锂供给弹性减弱	15
3.2.2. 需求端：储能需求增长超预期，碳酸锂进入去库周期	17
3.2.3. 供需平衡：格局转向紧平衡，锂价进入上行周期	18
4. 其他金属：铅锌矿与钛白粉等传统业务经营稳健	20
5. 盈利预测与评级	21
6. 风险提示	22

图表目录

图表 1: 国城矿业发展历程.....	7
图表 2: 国城矿业股权结构.....	7
图表 3: 公司 2020-2026Q1 营收及增速.....	8
图表 4: 公司 2020-2026Q1 归母净利润.....	8
图表 5: 2021-2025 年公司各产品营收.....	8
图表 6: 2021-2025 年公司各产品营收结构.....	8
图表 7: 2021-2025 年公司各产品毛利.....	9
图表 8: 2021-2025 年公司各产品毛利结构.....	9
图表 9: 2021-2025 年公司各产品毛利率.....	9
图表 10: 公司 2020-2025 年各项费用.....	10
图表 11: 公司 2020-2026Q1 各项费用率.....	10
图表 12: 2020-2026Q1 公司资产负债率.....	10
图表 13: 大苏计钼矿 2023-2025 年产销量.....	11
图表 14: 大苏计钼精矿 2023-2025 年单位成本.....	11
图表 15: 国城实业 2023-2025 年营业收入.....	12
图表 16: 国城实业 2023-2025 年净利润.....	12
图表 17: 2023-2025 年国内主要钼精矿生产公司产量 (万金属吨).....	12
图表 18: 2024 年全球钼终端应用领域分布情况.....	13
图表 19: 2021-2025 年全球钼供需平衡 (万金属吨).....	14
图表 20: 钼精矿价格.....	14
图表 21: 马尔康党坝锂辉石矿资源量 (截至 2025 年 12 月 31 日).....	15
图表 22: 国内锂盐企业资本开支见顶回落.....	16
图表 23: 2026-2028 年锂供给预测 (万吨 LCE).....	17
图表 24: 中国新能源汽车月度销量.....	17
图表 25: 中国新能源汽车单车平均带电量提升.....	17
图表 26: 中国储能电芯月度产量.....	18
图表 27: 中国磷酸铁锂月度产量.....	18
图表 28: 碳酸锂样本周度库存(吨).....	18
图表 29: 碳酸锂供需平衡.....	19

图表 30: 公司铅锌等金属资源量	20
图表 31: 公司盈利拆分与预测	21
图表 32: 可比公司估值表	22

1. 公司概况

公司主要从事有色金属采选及资源循环综合利用业务。主要产品为钼精矿、锌精矿、铅精矿、铜精矿、钛白粉、硫精矿、硫铁矿、工业硫酸、次铁精矿等；公司重要参股子公司金鑫矿业的主要产品为锂精矿。公司业务分为：1) 有色金属采选业务，核心资产包括国城实业大苏计钼矿、东矿（铅锌、硫铁矿）、中都矿产（金矿）等。2) 新能源业务，包括锂资源开采和锂盐产品加工，公司下属参股公司金鑫矿业拥有马尔康党坝锂辉石矿采矿权，控股子公司国城锂业规划建设 20 万吨/年锂盐产能。3) 钛化工资源循环综合利用业务，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，主营产品为钛白粉等。

1.1. 发展历程：国城入主，金属多元布局，打造成长新周期

公司始建于 1978 年，前身为涪陵市建筑陶瓷厂，后续经历多轮资产重组、主业和实控人变更，一度沦为上市壳资源。2018 年后，国城集团入主，逐步确立了“以传统铅锌为基础，向稀贵金属、战略资源延伸”的发展战略，后续实现对白银、锂矿等金属多元布局，以及钼矿等核心资产注入，打开了公司的成长新周期。

第一阶段：壳公司转型—借壳注入铅锌主业（1997 - 2017）。1997 年，涪陵建陶于深交所上市，后历经多次重组及更名（朝华科技），主业曾涉及 IT、电子等，最终沦为壳资源。2012 - 2013 年，建新集团参与朝华集团破产重整，2013 年 1 月完成重大资产重组，将内蒙古东升庙矿业（铅锌采选）等资产注入上市公司，后更名“建新矿业”，确立铅锌精矿采选为主业。

第二阶段：国城入主—实控人变更与战略重塑（2017 - 2018）。2017 年 12 月，法院批准建新集团重整计划，国城控股成为重整方，间接持有上市公司 40.99% 股份。2018 年 2-4 月，国城控股发起要约收购，合计持有 73.98% 股份，实控人变更为吴城。2018 年 8 月，上市公司更名为国城矿业股份有限公司，形成“以传统铅锌为基础，以稀贵金属为核心，以矿产资源综合利用为辅”的三位一体业务集群，努力将公司打造成为稀贵金属行业龙头企业。

第三阶段：多元扩张—布局白银、锂矿与钛循环经济（2019 - 2024）。2020 年，公司以约 9.8 亿元收购赤峰宇邦矿业 65% 股权，宇邦矿业拥有双尖子山银铅矿（银资源储量亚洲第一）采矿权，公司正式切入白银及稀贵金属赛道。2022 年，公司通过国城常青基金间接持有四川马尔康金鑫矿业约 48% 股权（党坝锂辉石矿），布局新能源锂资源，锁定川西硬岩锂矿战略资产。2024 年，公司全资子公司国城资源硫铁矿资源循环综合利用项目投产，满产后将实现年产 20 万吨钛白粉产能规模。

第四阶段：钼锂双轮驱动—核心资产注入与成长新周期（2025 - 至今）。2025 年 12 月，公司以 31.68 亿元现金收购控股股东所持内蒙古国城实业 60% 股权（核心资产为大苏计钼矿），国城实业纳入合并报表，新增高盈利钼精矿采选业务。2026 年，公司拟以 23.68 亿元收购国城实业剩余 40% 股权，完成后将实现全资控股。公司参股金鑫矿业 5000t/d 选矿项目试车，锂矿开发取得实质性进展。

图表 1：国城矿业发展历程

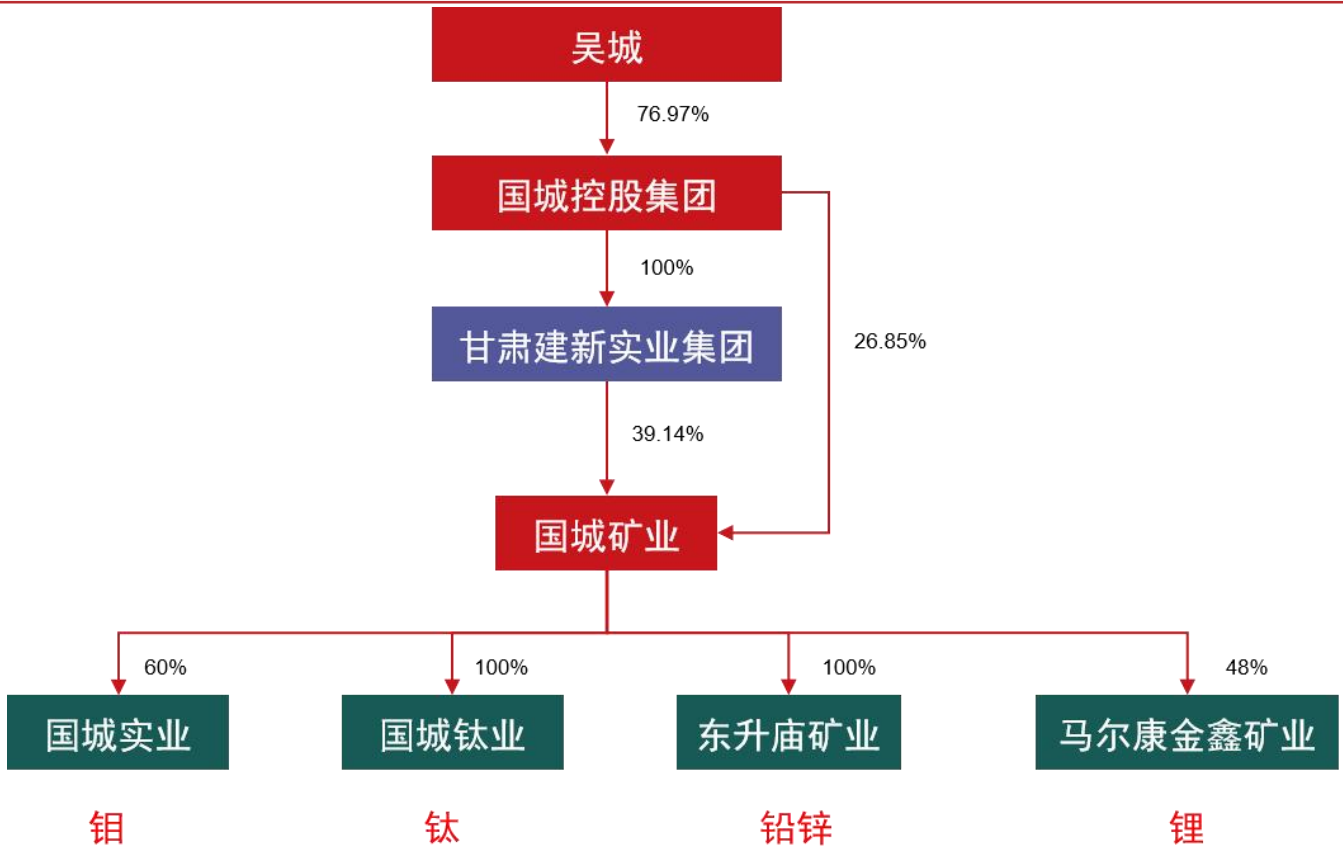


资料来源：wind，公司公告，华源证券研究所

1.2. 股权结构：股权结构清晰且集中的民营企业

实控人为吴城先生，合计持有公司股权比例为 50.79%。截至 2026 年 6 月 11 日，公司控股股东国城控股集团直接和间接持有公司股权比例 65.99%，实控人吴城先生直接和间接持有国城控股集团股权比例为 76.97%，穿透后，实控人吴城先生合计持有公司股权比例为 50.79%。公司旗下控股子公司包括：国城实业（60%，钼），国城钛业（100%，钛），东升庙矿业公司（100%，铅锌），参股公司包括马尔康金鑫矿业（48%，锂）。

图表 2：国城矿业股权结构



资料来源：wind，华源证券研究所

注：参控股公司股权比例截至 2025 年报，其他数据截至 2026 年 6 月 11 日

1.3. 财务情况：钼矿为公司核心盈利资产

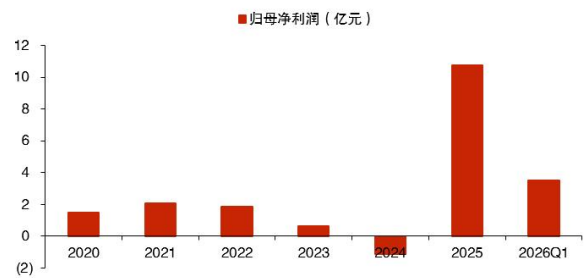
核心资产大苏计钼矿注入并表，公司盈利能力显著增强。2025 年公司实现归母净利润 10.8 亿元，相比往年大幅增长，主要原因包括：1) 公司于 2025 年出售宇邦矿业 65% 股权，获得投资收益 7.76 亿元。2) 公司收购国城实业 60% 股权，核心资产大苏计钼矿利润并表。2025 年国城实业实现净利润 11.46 亿元，按 60% 股权计算增加上市公司归母净利润 6.88 亿元。2026 年 Q1 公司实现归母净利润 3.5 亿元，核心资产大苏计钼矿注入并表后，剔除 25Q1 出售资产的一次性投资收益，公司盈利能力显著增强。

图表 3：公司 2020-2026Q1 营收及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

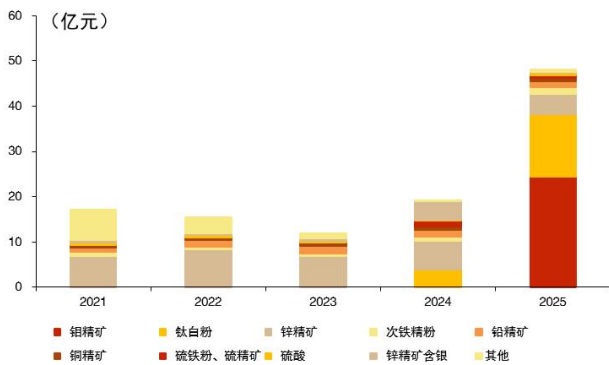
图表 4：公司 2020-2026Q1 归母净利润



资料来源：wind，华源证券研究所

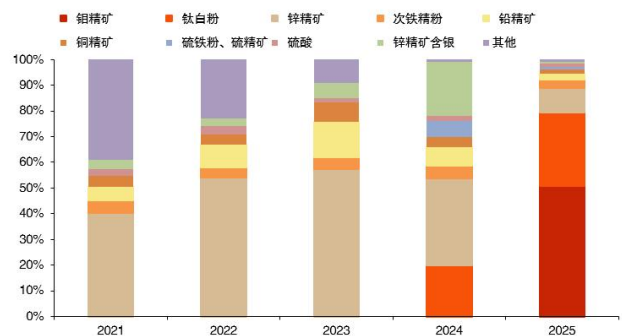
钼精矿为公司核心盈利产品。2025 年公司钼精矿/钛白粉/铅锌精矿及其副产品营收分别为 24.4/13.8/9.5 亿元，占总营收比例分别为 51%/29%/20%，毛利分别为 17.2/-1.2/3.0 亿元，占总毛利比例分别为 89%/-6%/16%。

图表 5：2021-2025 年公司各产品营收



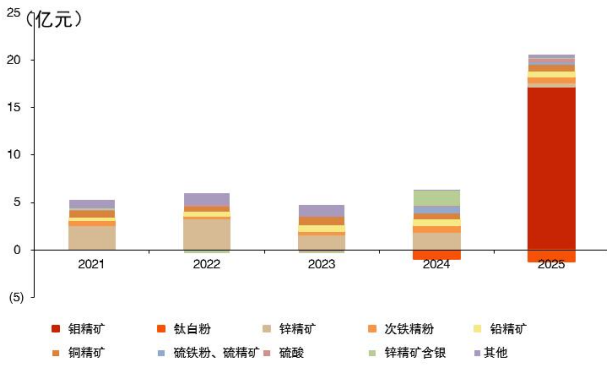
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 6：2021-2025 年公司各产品营收结构



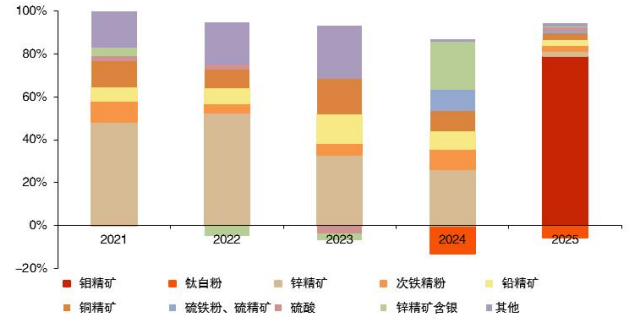
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 7：2021-2025 年公司各产品毛利



资料来源：ifind，华源证券研究所

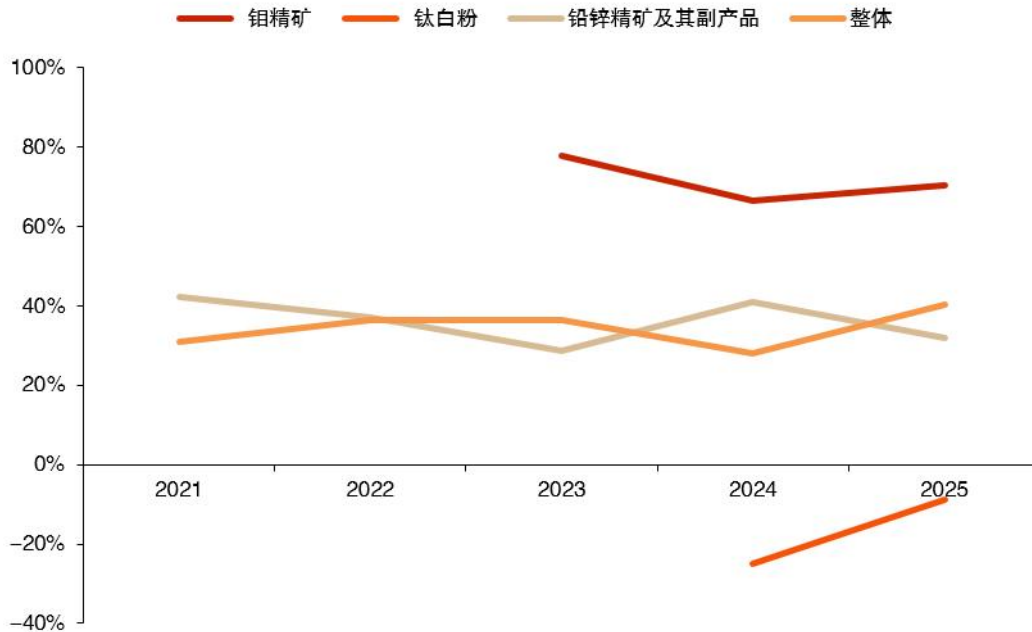
图表 8：2021-2025 年公司各产品毛利结构



资料来源：ifind，华源证券研究所

钼精矿盈利能力强，2025 年毛利率高达 70%。2025 年公司钼精矿/钛白粉/铅锌精矿及其副产品毛利率分别为 70%/ -9%/32%。

图表 9：2021-2025 年公司各产品毛利率

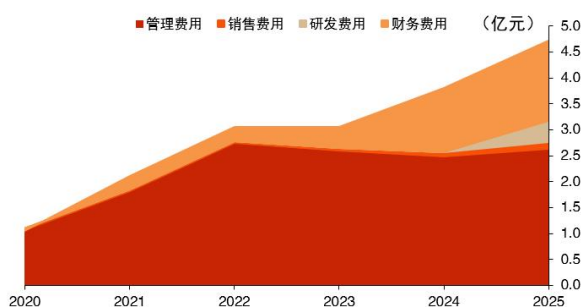


资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

注：公司 2021-2024 年整体毛利率不包含钼精矿产品，钼精矿 2023-2024 年毛利率数据来源于国城实业。

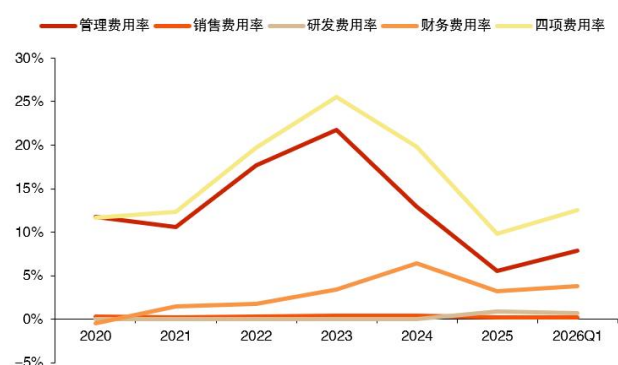
公司主要费用为管理费用和财务费用。2022-2025 年公司管理费用/销售费用/研发费用/财务费用平均年度费用为 2.6/0.1/0.1/0.9 亿元，四项费用合计平均 3.7 亿元。2026Q1 公司管理费用率/销售费用率/研发费用率/财务费用率分别为 7.9%/0.2%/0.7%/3.7%，四项费用率合计 12.5%。

图表 10：公司 2020-2025 年各项费用



资料来源：wind，华源证券研究所

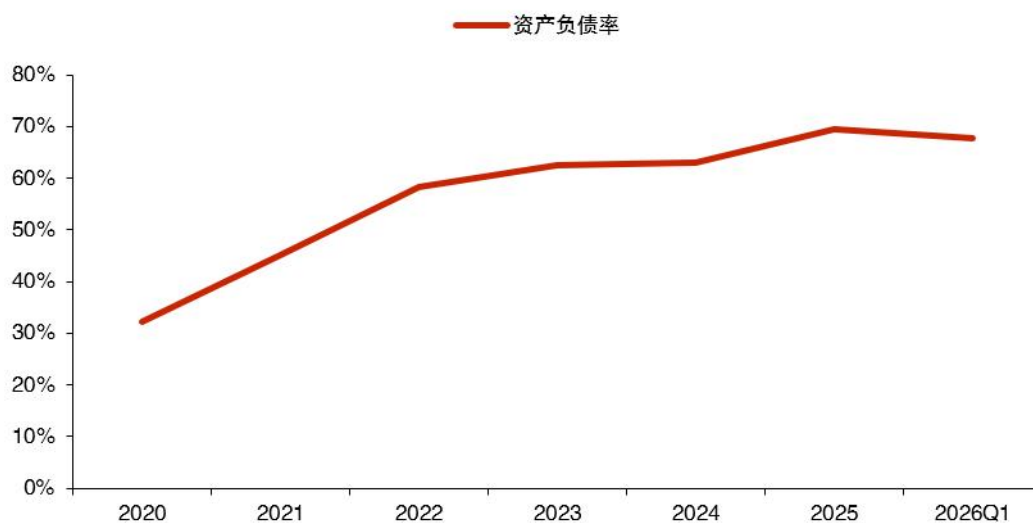
图表 11：公司 2020-2026Q1 各项费用率



资料来源：wind，华源证券研究所

当前公司资产负债率相对较高，伴随核心盈利资产注入，公司资产负债率有望逐步改善。公司资产负债率由 2020 年 32% 逐步增长至 2025 年 70%，或主要由收购宇邦矿业和国城实业，公司增加长期和短期借款所致。伴随核心盈利资产钼矿注入，公司经营性现金流或将大幅提升，偿债能力增强，资产负债率有望逐步改善。

图表 12：2020-2026Q1 公司资产负债率



资料来源：wind，华源证券研究所

2. 钼：核心钼矿资产注入，打造盈利增长极

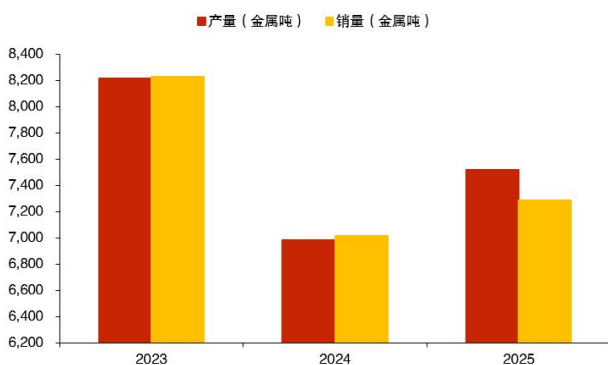
2.1. 公司：收购高品位钼矿，有望增厚公司盈利

公司实现对国城实业 60% 股权收购，核心钼矿实现并表。2025 年 12 月，公司以现金 31.68 亿元收购国城集团持有的国城实业 60% 股权。国城实业拥有的大苏计钼矿是国内大型钼金属矿山，资源品质、产能位于全国前列。截至 2025 年 6 月 30 日，大苏计矿区含矿石量 1.13 亿吨，钼金属量 13.20 万吨，平均品位 0.116%。当前国城实业正在办理采矿权变更手续，拟扩大采矿范围并将生产规模由 500 万吨/年扩大到 800 万吨/年。

公司拟以现金收购国城实业剩余 40% 股权，核心钼矿有望实现全资控股。2026 年 5 月，公司发布公告称，拟以现金 23.68 亿元收购中信信托持有的国城实业 40% 股权，交易完成后，国城实业将成为公司全资子公司。

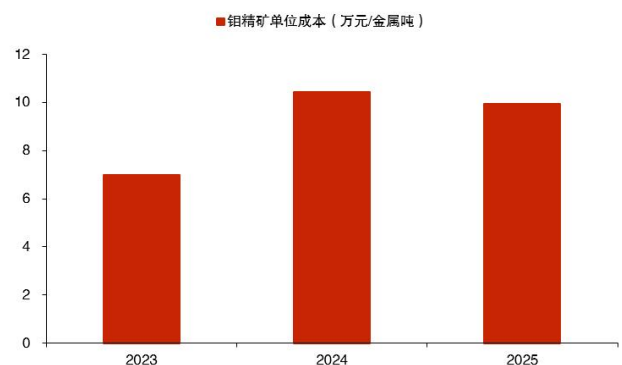
大苏计钼矿产销量和单位成本受原矿入选品位等因素影响。2023-2025 年大苏计钼矿实现钼精矿产量分别为 8215/6984/7520 金属吨，销量分别为 8229/7015/7287 金属吨，2023-2025 年钼精矿单位成本分别为 7.0/10.4/9.9 万元/金属吨。公司钼精矿历年产销量和单位成本有所波动，主要受原矿入选品位影响，入选品位越低，单位成本越高，同时也影响产出钼金属量。

图表 13：大苏计钼矿 2023-2025 年产销量



资料来源：公司公告，华源证券研究所

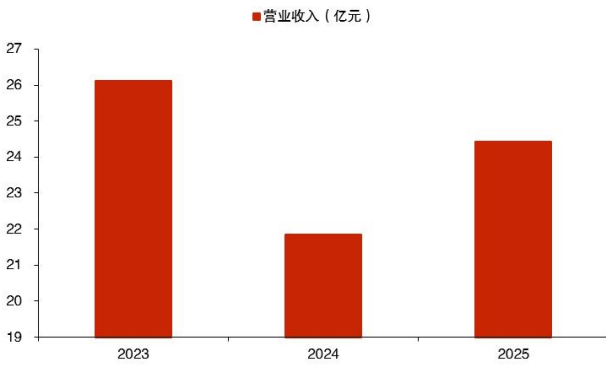
图表 14：大苏计钼精矿 2023-2025 年单位成本



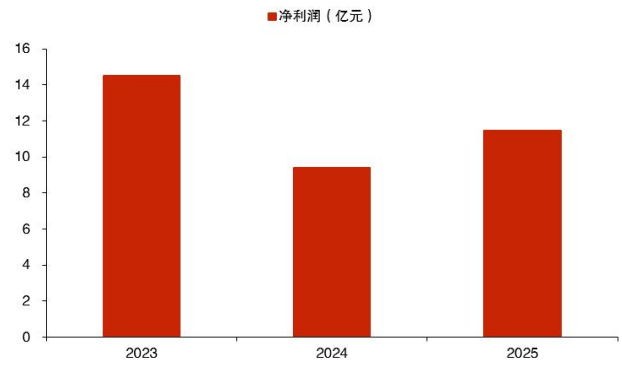
资料来源：公司公告，华源证券研究所

注：2025 年单位成本使用“营业成本/销量”测算

大苏计钼矿盈利能力强，并表后有望大幅增厚公司盈利。2023-2025 年国城实业净利润为 14.5/9.4/11.5 亿元，按 60% 股权测算，2025 年为公司归母净利润贡献增量 6.88 亿元。伴随后续 40% 股权收购完成，公司将实现对大苏计钼矿全资控股，有望进一步增厚公司盈利。

图表 15：国城实业 2023-2025 年营业收入


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 16：国城实业 2023-2025 年净利润


资料来源：公司公告，华源证券研究所

大苏计钼矿收购完成后，公司钼金属产量位列国内前列。我国钼品位高于 0.1% 的钼矿床仅占总储量的 35%，国城实业的大苏计钼矿品位达 0.116%，属于较高品位。产量方面，2023 年、2024 年中国钼金属产量为 12.78 万吨和 13.37 万吨，国城实业所占市场份额分别是 6.42% 和 5.22%，是市场上重要的钼精矿供应商之一。国内目前市场生产钼精矿的公司主要为金钼股份、洛阳钼业、鹿鸣矿业、紫金矿业、盛龙股份等。

图表 17：2023-2025 年国内主要钼精矿生产公司产量（万金属吨）

公司	2023 年钼金属产量	2024 年钼金属产量	2025 年钼金属产量
金钼股份	2.3	2.56	2.53
洛阳钼业	1.56	1.54	1.39
鹿鸣矿业	1.5	1.49	1.42
紫金矿业	0.8	0.9	1.15
国城矿业	0.82	0.7	0.75
盛龙股份	0.71	0.68	-

资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.2. 钼行业：供需格局偏紧，价格中枢有望上行

钼是全球稀缺的战略性矿产。根据中国地质调查局乌鲁木齐中心《“钼”之所及》显示，钼在地壳中的平均含量约为 0.00011%。作为一种重要的不可再生的稀缺性战略资源，钼以其独特的物理化学性能通过含钼不锈钢、含钼合金钢、钼金属及钼化工产品等形态最终可应用于包括钢铁行业、石油化工、建筑工程、汽车与交通运输、船舶及海洋工程、医疗制药、农业等传统行业。在国家推动新质生产力发展的背景下，钼的下游需求持续增长，应用领域也进一步拓展到国防军工、航空航天、新能源、高端装备制造业、电子、芯片等众多新兴行业，钼的应用领域不断拓展，战略性地位也在不断提升，许多国家将钼列为重要的战略性矿产或关键矿产。

中国钼资源储量世界第一，占全球比例约 46%。根据美国地质调查局（USGS）数据，2025 年全球钼金属储量为 1,700 万吨。2025 年，中国的钼资源储量为 780 万吨，占全球总

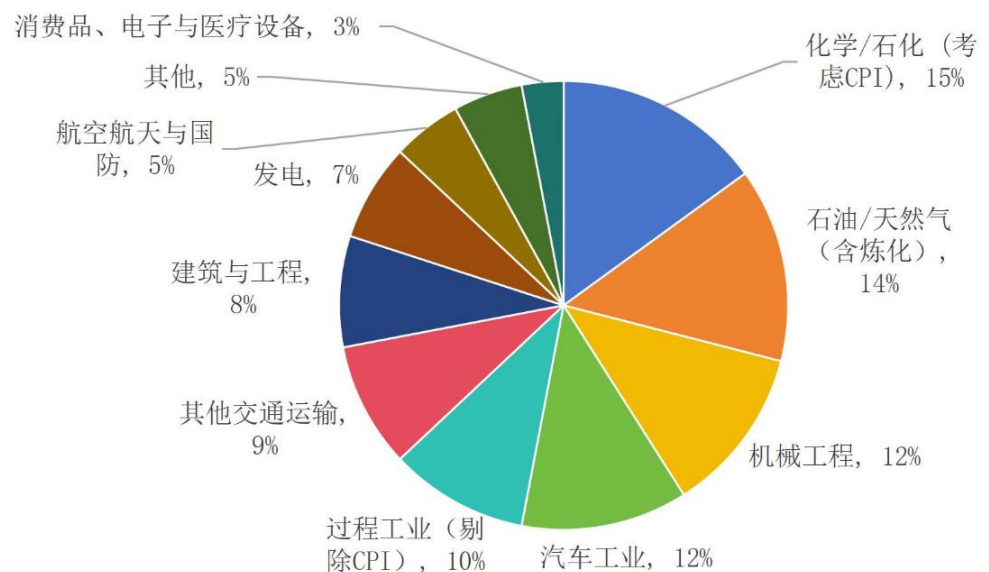
量约 45.88%，位于世界第一，其他钼资源分布于美国、秘鲁、智利等国。2025 年全球钼矿生产总量中，中国钼产量排名世界第一。根据国际钼协会（IMOA）公布数据，中国 2025 年钼产量约为 13.7 万吨，较 2024 年同期增长约 1%。

钼供应增长空间有限。从供应端看，全球约 60%钼资源为伴生矿，海外以铜钼矿为主，受铜矿品位下滑、新增大型矿源不足及开发难度大等影响，供应提升空间有限。根据国际钼协会（IMOA）统计资料，2025 年全球钼产量为 30.51 万吨，同比增长 4%。中国是全球最大钼生产与消费国，钼精矿供给总体稳定，但矿山面临环保约束、资源品位降低、新增产能释放慢等压力。

钼具备高强度、高熔点、耐腐蚀等优异性能，应用场景广泛。我国钼消费主要用于钢铁行业，钼常作为钢材冶炼的添加剂，制成的钢材被广泛用于输油管道、热交换管道、海上建筑等高温、腐蚀性强的环境中。近年来，在国家推动新质生产力发展的背景下，钼的下游需求出现结构性变化，应用领域进一步拓展到风电、新能源汽车、国防军工、航空航天、高端装备制造、电子电器等众多新兴行业。根据国际钼协会（IMOA）数据，2020 年至 2024 年我国钼消费持续增长，年均复合增长率 6.78%，2025 年钼消费达 15.32 万吨，较 2024 年同比增长约 9%。

2024 年钢铁行业占钼需求总量 71%。钼的初级消费主要应用于钢铁行业各类钢种的添加剂，以提高钢的强度、弹性限度、抗磨性及耐冲击、耐腐蚀、耐高温等性能，2024 年钢铁行业占钼需求总量的 71%。其中，工程钢、不锈钢、工具钢等优特钢对钼的需求较大。根据国际钼协会统计的全球钼终端应用领域分布情况，2024 年全球钼终端应用领域主要集中在化工/石化、石油/天然气、机械工程、汽车等领域。

图表 18：2024 年全球钼终端应用领域分布情况



资料来源：国际钼协会（IMOA），华源证券研究所

在供给端增量有限，需求端稳步增长背景下，钼供需格局或将偏紧。2023年，历史新高的钼价与缓慢的全球经济复苏共同抑制了下游对钼的需求，导致全球钼市场的供需缺口同比缩小。2024年，需求显著回升，全球钼供需缺口同比2023年有所扩大。2025年，国内钼的需求增长约9%，欧洲等经济恢复缓慢，全球钼金属供求暂时处于平衡状态。

图表 19：2021-2025 年全球钼供需平衡（万金属吨）

名称	2025 年	2024 年	2023 年	2022 年	2021 年
全球钼总产量	30.51	29.02	28.46	26.21	26.37
全球钼消费量	30.47	29.41	28.57	28.64	27.86
缺口（供给-需求）	0.03	-0.39	-0.11	-2.44	-1.49

资料来源：国际钼协会（IMO），华源证券研究所

钼供需格局偏紧，钼价中枢趋势上行。截至2026年6月17日，45%钼精矿价格为5135元/吨度，折合23.1万元/金属吨，较年初上涨32%。

图表 20：钼精矿价格



资料来源：smm，华源证券研究所

3. 锂：锂行业进入上行周期，公司有望受益于量价齐升

3.1. 公司：参股党坝锂辉石矿，量增空间大

公司参股金鑫矿业，间接持有党坝锂辉石矿 48% 股权。公司下属参股公司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，目前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，Li₂O 112.07 万吨，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。不考虑收率等因素影响，100 万吨/年采矿规模，1.33% 氧化锂平均品位，对应约 3.29 万吨 LCE，公司权益碳酸锂量为 1.58 万吨 LCE。

图表 21：马尔康党坝锂辉石矿资源量（截至 2025 年 12 月 31 日）

马尔康党坝锂辉石矿	
矿石量（万吨）	8425.5
Li ₂ O 品位	1.33%
Li ₂ O（万吨）	112.07
折合碳酸锂（万吨 LCE）	277

资料来源：公司公告，华源证券研究所

金鑫矿业正积极办理 500 万吨/年采矿许可证申请，远期量增空间较大。截至 2025 年末，金鑫矿业已完成采矿许可证所需要的重要前置手续办理工作，已通过包括《四川省马尔康市党坝锂矿资源储量核实报告》评审备案、《马尔康金鑫矿业有限公司四川省马尔康市党坝锂矿矿产资源开发利用方案》专家审查以及《矿山地质环境保护与土地复垦方案》审查。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。

国城锂业远期规划建设 20 万吨锂盐产能，一期 6 万吨稳步推进中。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，规划建设 20 万吨/年锂盐产能，其中一期 6 万吨/年基础锂盐项目正在稳步推进。截至 2025 年年末，国城锂业已开展相关基建工程，完成了包括转型酸化工段基础及主体、净化工段基础及主体、硫酸钠工段基础及主体钢构安装、碳酸锂工段基础及主体工程，以及配套分析检测站、行政综合楼等配套公辅主体封顶等工作。

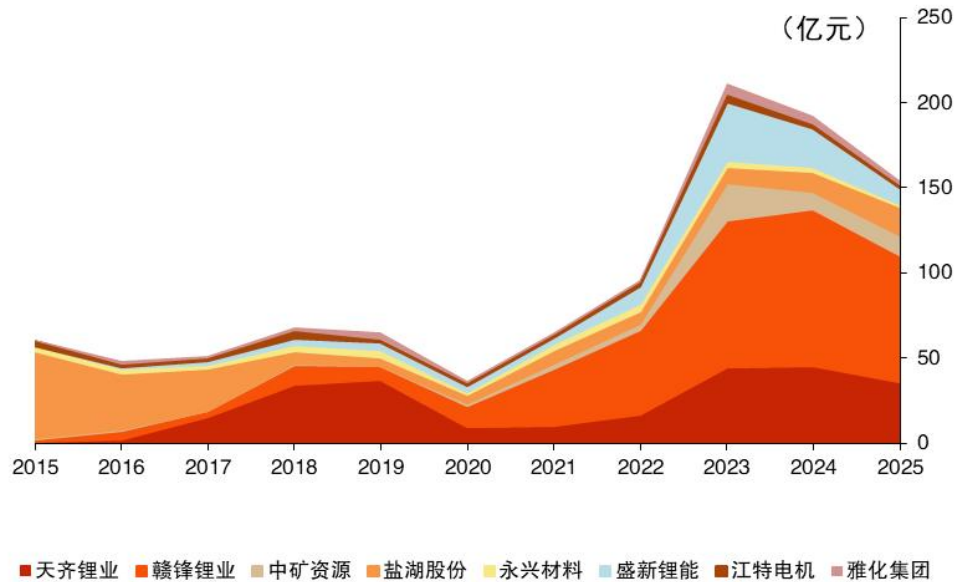
3.2. 锂行业：供紧需强，锂价进入上行周期

3.2.1. 供给端：资本开支见顶回落，锂供给弹性减弱

锂行业资本开支见顶回落，新一轮资本开支周期或需要更高的锂价刺激。2020 年起新能源汽车需求高增，碳酸锂供不应求，锂价一度涨至近 60 万元/吨，高利润的锂价驱动行业大规模资本开支，国内样本锂盐企业资本开支由 2020 年 37 亿元大幅增长至 2023 年 211 亿元，造成锂供给大幅增长，碳酸锂供过于求逐步过剩，锂价开始逐步下行，2025 年 6 月锂价一度

跌破 6 万元/吨，该锂价下大部分锂矿项目均处于亏损状态，各锂盐企业资本开支开始缩减，国内样本锂盐企业 2025 年资本开支下滑至 154 亿元，锂行业资本开支逐步见顶回落，后续供给弹性或将大幅减弱，新一轮资本开支周期或需要更高的锂价刺激。

图表 22：国内锂盐企业资本开支见顶回落



资料来源：wind，华源证券研究所

上一轮锂行业资本开支周期的新建和扩产项目集中于 2023–2025 年投产，预计 2026 年锂供给弹性减弱，主要增量来源包括 2025 和 2026 年新项目的投产放量以及锂价回升背景下部分锂矿产能利用率的回升。我们预计 2026–2028 年锂供给分别为 220/268/308 万吨 LCE，同比增长 28%/22%/15%，供给弹性逐步减弱。

预计 26 年锂供给增量来源主要包括：

澳矿：1) 格林布什 52 万吨锂精矿扩产项目放量；2) 高锂价下，其他澳矿产能利用率回升。

非洲：1) 赣锋锂业马里 Goulamina 锂矿的爬产放量；2) 海南矿业 Bougouni 锂矿的爬产放量；3) 其他非洲锂矿产能利用率提升。

南美：1) 巴西 Sigma 锂矿扩产项目投产放量；2) 紫金矿业 3Q 盐湖爬产放量；3) 赣锋锂业 Mariana 盐湖爬产放量。

中国：1) 大中矿业湖南鸡脚山锂矿和四川加达项目放量；2) 藏格矿业麻米错盐湖 5 万吨项目投产；3) 盐湖股份 4 万吨扩产项目投产放量；4) 紫金矿业湖南锂矿项目放量；5) 新疆有色集团大红柳滩锂矿项目放量。

图表 23：2026-2028 年锂供给预测（万吨 LCE）

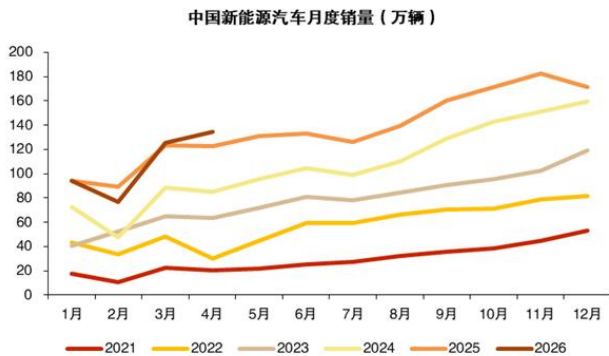
		2024	2025	2026E	2027E	2028E
锂辉石提锂	澳洲	43.4	48.7	57.0	66.2	65.2
	非洲	11.0	20.1	36.4	53.4	63.4
	巴西	4.3	7.1	10.2	11.2	12.8
	加拿大	2.1	2.5	3.0	3.0	3.0
	中国	4.8	7.0	13.8	14.9	19.9
	合计	65.6	87.2	120.4	148.7	164.4
云母提锂	中国	15.4	18.0	19.9	27.1	33.3
	合计	15.4	18	19.9	27.1	33.3
盐湖提锂	中国	12.9	14.75	20.7	26.9	34.9
	智利	26.7	28.9	30	32	32
	阿根廷	9.1	13.9	18.3	20.6	28.4
	美国	1	1	1	1	1
	合计	50	59	70	81	96
回收提锂	中国	6.8	8.8	10	12	14
	合计	6.8	8.8	10	12	14
碳酸锂总供给		137	173	220	268	308
增速			25%	28%	22%	15%

资料来源：各公司公告等，华源证券研究所

3.2.2. 需求端：储能需求增长超预期，碳酸锂进入去库周期

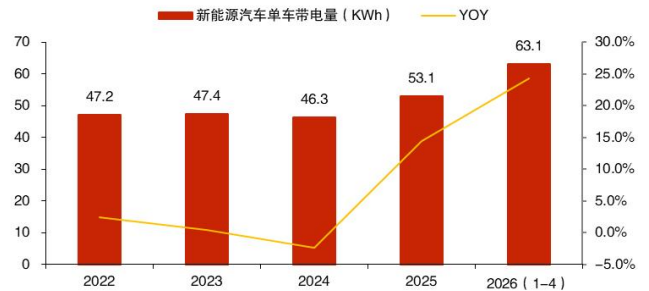
单车带电量提升叠加出口需求增加，电车需求对锂需求的拉动有望维持高增。2026 年 1-4 月中国新能源汽车销量 431 万辆，同比增长 0.2%，主要受 1-2 月数据拖累，当前单月销量同环比增长逐步修复，4 月销量 134 万辆，同比增长 10%，环比增长 7%。同时高油价下电车销量有望上修，我们预计 2026 年中国新能源汽车全年销量仍能维持 10%+增速。虽然新能源汽车销量增速相比前期高位有所下滑，但单车带电量同比大幅提升，2026 年 1-4 月新能源汽车单车平均带电量为 63.1kWh，同比增长 24.3%。出口方面，2026 年 1-4 月中国新能源汽车出口量为 138.5 万辆，同比增长 117%。

图表 24：中国新能源汽车月度销量



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 25：中国新能源汽车单车平均带电量提升

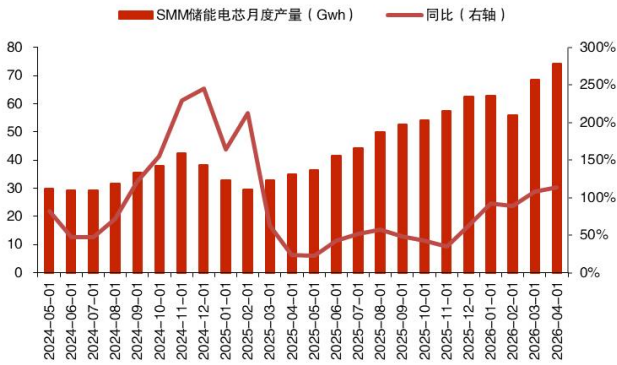


资料来源：乘联分会&科瑞咨询，华源证券研究所

在国内电价市场化改革以及海外缺电等因素驱动下，国内外储能需求增长超预期。2025 年国内储能电芯产量达 529.4Gwh，同比增长 54%。2026 年 1-4 月，储能电芯产量 262Gwh，同比增长 101%，储能成为锂需求的重要增长来源。

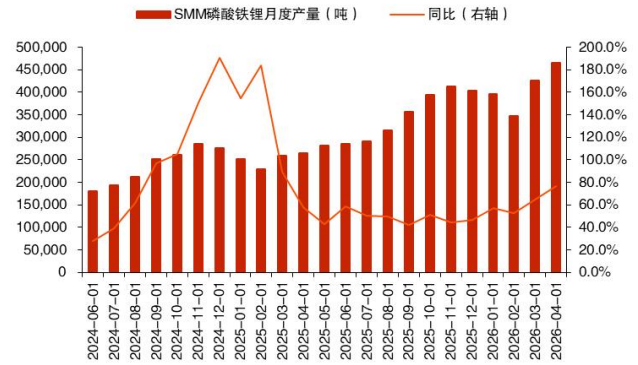
在储能需求增长超预期带动下，磷酸铁锂作为储能电芯正极材料，其排产也延续高增。2026 年 4 月磷酸铁锂产量 46.6 万吨，同比增长 76.4%，环比增长 9.3%。

图表 26: 中国储能电芯月度产量



资料来源: smm, 华源证券研究所

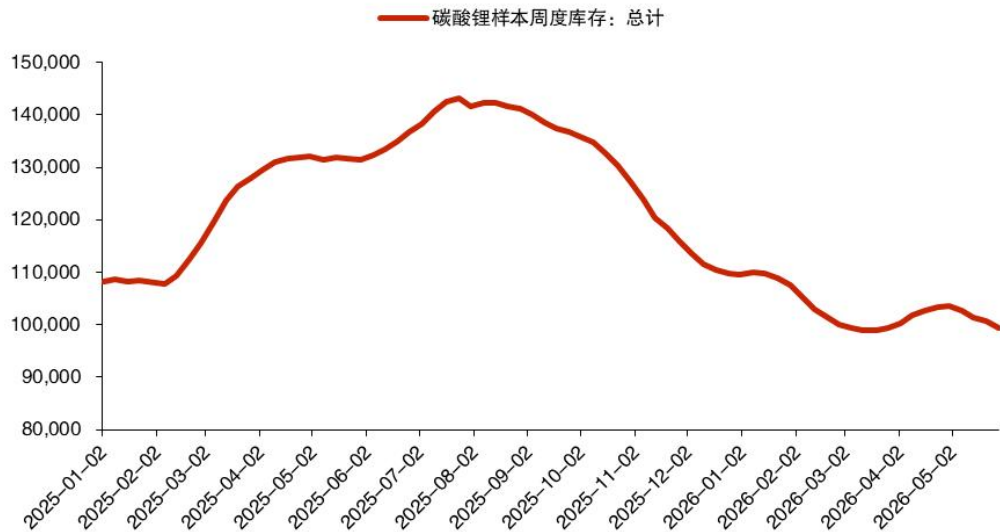
图表 27: 中国磷酸铁锂月度产量



资料来源: smm, 华源证券研究所

锂电需求强劲，碳酸锂持续去库。在锂电强劲需求下，碳酸锂月度供需供不应求，库存持续去化。自 2025 年 8 月起，碳酸锂样本周度库存从高位超 14 万吨持续去化。截至 2026 年 5 月 28 日，碳酸锂样本周度库存为 9.9 万吨，或反映出需求的强现实。

图表 28: 碳酸锂样本周度库存(吨)



资料来源: smm, 华源证券研究所

3.2.3. 供需平衡：格局转向紧平衡，锂价进入上行周期

碳酸锂供需迎来反转，格局由大幅过剩转向紧平衡，锂价进入上行周期。锂电需求增长超预期下，碳酸锂需求增长的弹性或将高于供给弹性，我们预计 2026-2028 年全球碳酸锂需求分别为 230/274/312 万吨，同比增长 33%/19%/14%，供给分别为 220/268/308 万吨，供需缺口为 9.5/6.2/4.2 万吨，碳酸锂 2026 年供需或转向紧平衡，锂价迎来上行周期。

图表 29：碳酸锂供需平衡

	单位	2024	2025	2026E	2027E	2028E
中国磷酸铁锂产量	万吨	234	375	544	680	782
yoy		49%	60%	45%	25%	15%
全球磷酸铁锂产量	万吨	246	395	572	715	823
碳酸锂单耗	吨	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
磷酸铁锂-碳酸锂需求量	万吨	62	99	143	179	206
中国三元材料产量	万吨	69	82	98	108	119
yoy		10.1%	19.5%	20%	10%	10%
全球三元材料产量	万吨	91	109	131	144	159
中国三元材料产量占全球比例		75%	75%	75%	75%	75%
碳酸锂单耗	吨	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
三元材料-碳酸锂需求量	万吨	35	42	50	55	60
中国钴酸锂产量	万吨	9.0	12.5	15.0	17.3	19.8
yoy		17.8%	39.7%	20%	15%	15%
全球钴酸锂产量	万吨	9.9	13.9	16.7	19.2	22.0
碳酸锂单耗	吨	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
钴酸锂-碳酸锂需求量	万吨	3.8	5.3	6.3	7.3	8.4
中国锰酸锂产量	万吨	12	14	17	20	23
yoy		31.1%	25%	20%	15%	15%
全球锰酸锂产量	万吨	13.3	16.0	19.2	22.1	25.4
碳酸锂单耗	吨	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
锰酸锂-碳酸锂需求量	万吨	2.7	3.2	3.8	4.4	5.1
中国六氟磷酸锂产量	万吨	18	26.0	31.2	35.9	41.3
		38.8%	30%	20%	15%	15%
全球六氟磷酸锂产量	万吨	24.00	35.62	44.57	51.26	58.95
		75%	73%	70%	70%	70%
六氟磷酸锂单耗	吨	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
六氟磷酸锂-碳酸锂需求量	万吨	7.9	11.8	14.7	16.9	19.5
中国正极材料碳酸锂需求量	万吨	96.3	141.1	192.8	233.4	266.4
全球正极材料碳酸锂需求量	万吨	110.7	160.5	217.8	262.3	298.9
其他碳酸锂需求量	万吨	12	12	12	12	13
碳酸锂总需求量	万吨	123	172	230	274	312
yoy		24%	41%	33%	19%	14%
全球锂盐产量 (万吨LCE)		131	164	210	256	294
锂回收量 (万吨LCE)		6.8	8.8	10	12	14
碳酸锂总供给	万吨	137	173	220	268	308
yoy		32%	25%	28%	22%	15%
供需缺口	万吨	14.8	0.0	-9.5	-6.2	-4.2
过剩比例		12%	0%	-4%	-2%	-1%

资料来源：smm，华源证券研究所

4. 其他金属：铅锌矿与钛白粉等传统业务经营稳健

公司铅锌矿等金属资源储量丰富。截至 2025 年末，公司下属三家子公司（东矿、金鹏矿业、中都矿产）保有矿石量 1.34 亿吨，**锌金属量 121.0 万吨，铅金属量 32.4 万吨，铜金属量 1.1 万吨，金金属量 25.2 吨，银金属量 1579 吨。**

图表 30：公司铅锌等金属资源量

单位	保有矿石量 万吨	锌金属量 万吨	铅金属量 万吨	铜金属量 万吨	金金属量 吨	银金属量 吨
东矿	12346	115.0	25.5	0.9	7.4	1380
金鹏矿业	90	2.8	2.6		1.6	52
中都矿产	992	3.2	4.3	0.2	16.2	147
合计	13429	121	32.4	1.05	25.235	1579

资料来源：公司公告，华源证券研究所

东矿（铅锌矿、硫铁矿）：正推进 285 万吨/年采矿扩建项目。公司下属全资子公司东矿位于内蒙古自治区巴彦淖尔，该地区有色金属采选和冶炼形成了完整的产业链。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。其多金属硫铁矿系大型锌硫矿床，开采矿种包括锌矿、铅矿、铜矿、硫铁矿等。2025 年东矿正在开展 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。

中都矿产（金矿）：35 万吨/年采选建设工程项目推进中。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。截至 2025 年末，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。

国城钛业（钛白粉）：20 万吨钛白粉项目投产。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，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。该项目达产后将实现年产 20 万吨钛白粉的生产规模。面对钛白粉行业周期性调整，2025 年国城钛业通过采购降本、渣矿混配、物流联运等措施实现降本增效，同时积极拓展多元化销售渠道，逐步增强市场竞争力，为后续发展夯实基础。

5. 盈利预测与评级

钼矿：钼是全球稀缺的战略矿产，钼供需格局处于紧平衡，钼价中长期有望上行，我们假设 2026–2028 年 45%钼精矿价格为 5000/5500/6000 元/吨度。公司 2025 年收购国城实业 60%股权，实现核心钼矿并表，有望增厚公司盈利。当前国城实业正在办理采矿权变更手续，拟扩大采矿范围并将生产规模由 500 万吨/年扩大到 800 万吨/年，公司钼精矿远期产销量有望维持增长。

锂矿：公司参股金鑫矿业，间接持有党坝锂辉石矿 48%股权，目前证载采矿许可证规模 100 万吨/年，正办理 500 万吨/年采矿权申请，公司未来权益锂产量增长空间或较大。在供需强背景下，锂价有望进入上行周期，我们假设 2026–2028 年碳酸锂均价分别为 18/15/14 万元/吨。

铅锌矿及其副产品：我们假设 2026–2028 年锌均价为 2.3/2.4/2.4 万元/吨，铅均价为 1.65/1.65/1.65 万元/吨。

钛白粉：公司当前 20 万吨钛白粉产能爬坡中，2026 年硫酸价格上涨，成本支撑下，钛白粉价格涨幅明显，我们假设 2026–2028 年钛白粉市场均价为 1.64/1.64/1.64 万元/吨。公司钛白粉业务盈利情况有望大幅改善。

图表 31：公司盈利拆分与预测

	单位	2025	2026E	2027E	2028E	
钼精矿	营业收入	亿元	24.40	31.81	34.99	38.17
	营业成本	亿元	7.24	7.24	7.65	8.74
	毛利	亿元	17.16	24.57	27.34	29.43
	毛利率	%	70%	77%	78%	77%
铅锌矿及其副产品和其他	营业收入	亿元	9.33	10.13	9.60	9.60
	营业成本	亿元	6.64	5.72	5.80	5.89
	毛利	亿元	2.69	4.42	3.80	3.71
	毛利率	%	29%	44%	40%	39%
钛白粉	营业收入	亿元	13.78	19.24	21.81	24.37
	营业成本	亿元	14.97	16.59	18.80	21.01
	毛利	亿元	-1.19	2.65	3.00	3.36
	毛利率	%	-9%	14%	14%	14%
合计	营业收入	亿元	47.51	61.18	66.39	72.14
	营业成本	亿元	28.86	29.55	32.26	35.65
	毛利	亿元	18.65	31.63	34.14	36.49
	毛利率	%	39%	52%	51%	51%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 19.6/24.4/30.0 亿元，同比增速分别为 +82.34%/+24.05%/+22.63%，当前股价对应的 PE 分别为 21/17/14 倍；我们选取金钼股份、天华新能、赣锋锂业、雅化集团和盛新锂能等其他钼锂上市公司为可比公司。公司收购核心资产大苏计钼矿，大幅增厚公司盈利；同时公司参股金鑫矿业，实现锂矿布局，后续权益锂量增空间或较

大。公司业务实现钼锂双轮驱动，成长空间大，未来盈利弹性可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 32：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE		
		2026/6/30	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
601958.SH	金钼股份	28.11	1.14	1.21	1.31	24.6	23.2	21.4	
300390.SZ	天华新能	93.51	5.33	6.21	7.49	17.5	15.0	12.5	
002460.SZ	赣锋锂业	65.40	3.31	4.00	4.89	19.7	16.4	13.4	
002497.SZ	雅化集团	20.37	2.07	2.47	3.03	9.8	8.3	6.7	
002240.SZ	盛新锂能	44.83	2.07	2.61	3.08	21.7	17.2	14.5	
	平均值					18.7	16.0	13.7	

资料来源：wind、华源证券研究所。注：收盘价单位为元/股，EPS 单位为元/股，上述可比公司盈利预测来自 wind 一致预期。

6. 风险提示

1) 采矿权证办理进展不及预期风险。当前公司正在办理钼矿采矿权变更手续，拟扩大采矿范围并将生产规模由 500 万吨/年扩大到 800 万吨/年。若办理进展不及预期，将影响公司未来钼精矿产销量，从而影响公司业绩。

2) 钼价大幅下跌风险。公司盈利主要来源于钼精矿，若钼价大幅下跌，公司业绩将受较大影响。

3) 锂价大幅下跌风险。公司参股金鑫矿业实现锂矿布局，若锂价大幅下跌，将影响公司投资收益而影响公司整体业绩。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	907	1,352	1,226	973
应收票据及账款	550	479	520	565
预付账款	120	81	87	95
其他应收款	44	358	388	422
存货	475	474	518	572
其他流动资产	59	77	83	90
流动资产总计	2,155	2,821	2,822	2,717
长期股权投资	1,285	2,116	3,179	4,748
固定资产	4,638	4,942	5,609	6,653
在建工程	1,421	2,239	2,783	3,026
无形资产	1,075	1,052	1,038	1,024
长期待摊费用	226	202	174	143
其他非流动资产	331	326	313	301
非流动资产合计	8,976	10,878	13,097	15,894
资产总计	11,131	13,698	15,919	18,611
短期借款	1,118	982	844	703
应付票据及账款	1,349	1,442	1,651	1,914
其他流动负债	1,869	2,808	3,062	3,381
流动负债合计	4,336	5,232	5,557	5,998
长期借款	2,315	2,059	1,767	1,434
其他非流动负债	1,091	1,091	1,091	1,091
非流动负债合计	3,405	3,149	2,858	2,525
负债合计	7,742	8,381	8,415	8,523
股本	1,185	1,185	1,185	1,185
资本公积	232	232	232	232
留存收益	1,185	2,844	4,902	7,427
归属母公司权益	2,602	4,261	6,319	8,844
少数股东权益	788	1,056	1,184	1,245
股东权益合计	3,390	5,317	7,504	10,089
负债和股东权益合计	11,131	13,698	15,919	18,611

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1,534	1,493	1,664	1,796
折旧与摊销	521	533	606	707
财务费用	154	130	113	95
投资损失	-794	-1,105	-1,337	-1,842
营运资金变动	-340	812	335	434
其他经营现金流	18	1,059	1,291	1,797
经营性现金净流量	1,093	2,922	2,673	2,987
投资性现金净流量	1,080	-1,651	-1,880	-2,208
筹资性现金净流量	-1,555	-825	-919	-1,031
现金流量净额	618	445	-127	-252

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,806	6,118	6,639	7,214
营业成本	2,872	2,955	3,226	3,565
税金及附加	292	421	457	497
销售费用	12	12	12	12
管理费用	264	337	312	325
研发费用	42	38	41	45
财务费用	154	130	113	95
资产减值损失	-47	-61	-66	-72
信用减值损失	1	-19	-21	-23
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	794	1,105	1,337	1,842
公允价值变动损益	-9	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1
其他收益	4	4	4	4
营业利润	1,914	3,255	3,733	4,428
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	53	50	50	50
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,863	3,206	3,684	4,379
所得税	328	975	1,120	1,332
净利润	1,534	2,231	2,563	3,047
少数股东损益	458	268	128	61
归属母公司股东净利润	1,076	1,963	2,435	2,986
EPS(元)	0.91	1.66	2.05	2.52

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	17.13%	27.31%	8.52%	8.65%
营业利润增长率	68.53%	70.03%	14.69%	18.63%
归母净利润增长率	138.48%	82.34%	24.05%	22.63%
经营现金流增长率	250.91%	167.35%	-8.54%	11.75%
盈利能力				
毛利率	40.24%	51.70%	51.42%	50.58%
净利率	31.93%	36.46%	38.61%	42.24%
ROE	41.38%	46.07%	38.53%	33.76%
ROA	9.67%	14.33%	15.30%	16.04%
ROIC	23.07%	37.04%	35.31%	33.09%
估值倍数				
P/E	37.68	20.67	16.66	13.58
P/S	8.44	6.63	6.11	5.62
P/B	15.59	9.52	6.42	4.59
股息率	0.38%	0.75%	0.93%	1.14%
EV/EBITDA	14	11	10	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。