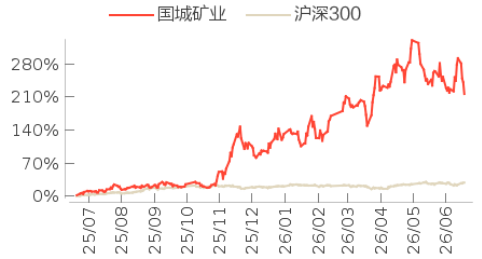
锂钼金同辉，景气共潮生

国城矿业首次覆盖报告

投资评级	买入（首次）
股价（2026年06月18日）	37.86 元
目标价格	46.02 元
52 周最高价/最低价	52.73/11.88 元
总股本/流通 A 股（万股）	118,507/118,506
A 股市值（百万元）	44,867
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2026 年 06 月 21 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-16.46	-8.75	16.29	205.8
相对表现%	-21.1	-10.99	10.21	178.27
沪深 300%	4.64	2.24	6.08	27.53



证券分析师
于嘉懿 执业证书编号：S0860525110005
香港证监会牌照：BYB820
yujiayi1@orientsec.com.cn
021-63326320
宁紫微 执业证书编号：S0860525120005
ningziwei@orientsec.com.cn
021-63326320

核心观点

- **全球钼供需偏紧格局延续，核心矿山并表后公司有望充分受益于钼景气上行周期。**全球钼资源分布高度集中，新增供给释放受制于原生矿扩产周期长、铜矿伴生钼供给弹性弱等多重约束，供给刚性持续强化；下游需求端则由特钢、军工、高端制造及能源升级共同支撑；钼价高位运行具备较强基本面支撑。公司 2025 年完成国城实业 60%股权收购并实现并表后，大苏计钼矿正式成为利润引擎之一；未来随着采选规模扩容与产能逐步释放，公司钼业务的产量与盈利能力均有望继续抬升。
- **锂行业处于供需紧张阶段，公司拥有国内自主锂矿资源，一体化布局打开第二成长曲线。**全球新能源汽车渗透率提升、储能装机高增，固态电池等新一代技术路线正加速走向产业化，共同支撑锂需求中长期扩容；与此同时，锂行业供应增长存在一定刚性，叠加地缘扰动持续，市场逐步转向“紧缺交易”，锂价中枢有望持续抬升。公司围绕党坝锂矿持续推进采选冶一体化布局，未来随着选厂、锂盐项目分期投产爬坡，锂业务有望逐步迈向盈利兑现期，成为公司中长期业绩增长的重要支撑。
- **金矿资源储备厚实，远期有望成为公司新的价值增量。**公司旗下中都矿产拥有安徽凤阳大王府金铅锌多金属矿，已探明金金属量 16.23 吨，若叠加外围勘探区资源潜力，整体储备具备进一步扩容空间。据公司披露，该项目设计采选规模为 35 万吨/年，服务年限较长，具备较好的开发基础。黄金兼具商品属性与避险属性，在全球地缘扰动加剧、美元信用弱化背景下，长期价格中枢具备支撑；未来随着公司矿权开发建设、资本投入推进落地，金矿业务有望成为继钼、锂之后新的利润增长点。

盈利预测与投资建议

- 在不考虑后续或有股权注入的情况下，我们预测公司 2026-2028 年每股收益分别为 1.64、2.18、3.54 元。根据公司所属行业特征及业务布局，考虑到公司仍处在扩证、产能陆续投放的阶段，我们参考 2028 年可比公司平均 11X PE 水平，并结合后续产能继续爬坡或驱动公司增速较快且若完成国城实业剩余股权的收购将增厚公司业绩，我们给予公司 20%的估值溢价，对应 13X PE，每股合理估值为 46.02 元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

项目建设及投产不及预期、矿权审批不及预期、下游需求不及预期、股权收购不及预期、矿区地质扰动风险、假设条件变化影响测算结果风险

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,103	4,806	10,077	12,105	18,064
同比增长(%)	*243.1%*	*17.1%*	*109.7%*	*20.1%*	*49.2%*
营业利润(百万元)	1,136	1,914	3,103	4,020	6,085
同比增长(%)	*1404.7%*	*68.5%*	*62.1%*	*29.6%*	*51.4%*
归属母公司净利润(百万元)	451	1,076	1,945	2,582	4,191
同比增长(%)	*619.8%*	*138.5%*	*80.7%*	*32.7%*	*62.3%*
每股收益（元）	0.38	0.91	1.64	2.18	3.54
毛利率(%)	48.4%	40.2%	28.4%	27.6%	22.8%
净利率(%)	11.0%	22.4%	19.3%	21.3%	23.2%
净资产收益率(%)	12.8%	32.0%	54.2%	45.9%	49.6%
市盈率	109.7	46.0	25.4	19.2	11.8
市净率	12.0	19.0	10.8	7.4	4.8

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

重大投资要素

我们区别于市场的观点

当前市场对公司及行业的认知分歧主要集中在两点：一是市场因公司锂一体化建设而将其在未来视为锂标的，忽视了钼业务的放量，对其增量贡献预期较为保守，且忽视了金矿储备的重要性；二是普遍担忧锂矿项目初期成本较高，将对后续资本开支及项目建设形成约束，从而导致整体放量节奏及产能爬坡低于预期。**我们认为上述两方面预期均存在偏差：**第一，市场低估了公司钼业务的超产潜力与黄金储备的远期资产价值。随着钼矿项目持续释放产能，公司钼业务仍具备一定的超产潜力，有望贡献超越市场预期的盈利及现金流；与此同时，公司旗下的黄金资源储备底色雄厚，同样具备较大的远期开发与重估价值，是目前尚未被市场充分定价的隐形资产。第二，公司依托得天独厚的优质资源禀赋以及持续高效的项目建设，初期面临的边际成本压力将随着规模效应的显现而快速缓解。市场对资本开支约束的担忧过虑。锂资源的经济价值有望逐步全面兑现，并在迎来快速爬坡后贡献核心利润增量。

关键假设

核心逻辑：钼价高位运行支撑公司利润中枢上移，锂业务采选冶一体化布局逐步兑现，推动公司业绩进入加速释放阶段。

核心变量：1）全球钼供需格局及钼价中枢走势；2）大苏计钼矿扩产进度及产量释放节奏；3）党坝锂矿选厂投产爬坡及锂盐项目建设进展；4）行业下游需求景气度；

关键假设：1）全球钼供需维持偏紧格局，钼价中枢稳中有升；2）大苏计钼矿扩产项目按计划推进，采选规模逐步提升，钼产量稳步增长；3）党坝锂矿选厂及德阳锂盐一期项目按预期投产爬坡，锂业务逐步实现放量；4）下游需求超预期增长；

估值和目标价格

根据公司所属行业特征及业务布局，考虑到公司仍处在扩证、产能陆续投放的阶段，我们参考2028 年可比公司平均 11X PE 水平，并结合后续产能继续爬坡或驱动公司增速较快且若完成国城实业剩余股权的收购将增厚公司业绩，我们给予公司 20%的估值溢价，对应 13X PE，每股合理估值为 46.02 元。首次覆盖给予“买入”评级。

股价上涨的催化因素

钼、锂价格随供需缺口扩大进入上行周期，钼矿扩产规模许可顺利落实，锂矿一期项目加快放量、二期项目建成达产，以及下游需求超预期释放。

风险提示

项目建设及投产不及预期、800 万吨/年钼矿项目审批/权证办理不及预期、下游需求不及预期、股权收购不及预期风险、矿区地质扰动风险、假设条件变化影响测算结果风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、公司简介：资源整合构筑优势，成长逻辑清晰 6
1.1 发展历程：稀贵多金属布局逐渐成型，成长逻辑重塑 6
1.2 财务分析：盈利质量提升，业绩进入上行通道 7
二、钼：供需偏紧夯实景气，核心矿山打开成长空间 10
2.1 行业：供给刚性持续强化，供需偏紧支撑钼景气中枢上行 10
2.1.1 资源集中叠加扩产受限，钼供给约束持续加深 10
2.1.2 特钢需求增长，制造升级与政策共振驱动钼需求进入上行周期 13
2.1.3 供需缺口持续走阔，钼价中枢上行趋势进一步强化 16
2.2 公司量本共振驱动，钼业务利润中枢有望持续抬升 17
三、锂：需求扩容推动修复，一体化布局释放弹性 19
3.1 行业：需求扩容叠加供需再平衡，锂价中枢有望稳步上行 19
3.1.1 资源储备支撑供给扩张，结构分化重塑行业竞争格局 19
3.1.2 动力电池夯实需求主线，储能打开第二增长曲线 22
3.1.3 供需格局持续改善，锂价有望迎来趋势性回升 25
3.2 公司一体化布局加速落地，锂业务迎来兑现期 27
四、传统业务稳健利润筑底，金矿储备打开远期空间 28
4.1 传统业务：成熟矿山与多产品体系构成公司利润底盘 28
4.2 金矿产能释放渐近，稀贵金属增量价值逐步兑现 31
五、盈利预测及投资建议 32
六、风险提示 34

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：公司战略转型持续深化逐步成长为综合资源平台 6
图 2：公司业务结构清晰 7
图 3：公司锂业务构建采选冶一体化产业链布局 7
图 4：公司前五大股东持股结构清晰，主要子公司布局完善（截至 2025 年报） 7
图 5：公司营收与归母净利润整体回升向好 8
图 6：毛利率与净资产收益率持续改善提升 8
图 7：公司四项费用率见顶回落，财务与研发费用占比有所提升 9
图 8：传统有色金属业务营业收入稳健 9
图 9：2025 年全球钼资源储量高度集中 10
图 10：全球优质钼矿床集中分布 10
图 11：2021-2025 年全球钼产量集中于主要资源国 11
图 12：钼资源产量结构中中国占据主导地位 11
图 13：中国钼精矿供给增量边际放缓 11
图 14：智利铜矿平均品位整体下行（%） 12
图 15：2026-2035 年铜资源供需缺口逐步扩大 12
图 16：全球钼消费高度集中于工程钢和不锈钢领域 13
图 17：连接螺旋桨的船轴（使用含钼 316 不锈钢） 14
图 18：连接桥梁的拉杆（使用含钼 2205 双相不锈钢） 14
图 19：钼需求中枢逐步抬升中国贡献主要增量 15
图 20：中国钼精矿需求中枢维持高位 15
图 21：2025-2032 年全球特钢需求保持扩张 16
图 22：2025-2028 年钼供需缺口预计持续扩大 16
图 23：45%钼精矿价格持续攀升 17
图 24：国际 65%钼铁价格整体走强 17
图 25：钼金属历史产量与未来产量预测 18
图 26：截至 2024 年全球锂资源储量，智利居首，中澳紧随 19
图 27：各国近 5 年锂储量变化整体呈增加趋势 19
图 28：全球锂资源产量持续释放新兴产区增量逐步显现 20
图 29：2021-2025 年全球锂产量集中于澳智中三国 20
图 30：2026 年全球锂资源供给结构预测仍将由锂辉石主导，盐湖、云母作为补充 20
图 31：电池领域成为锂需求增长核心支撑 22
图 32：主流动力电池正极材料单位锂耗用量相对接近 22
图 33：全球电动汽车销量持续高增 23
图 34：电动化进程加速新能源汽车渗透率稳步提升 23

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图 35：全球动力电池装机量持续高增.....24
图 36：全球储能电池出货量快速增长.....24
图 37：全球储能累计装机规模快速提升.....24
图 38：国产电池级碳酸锂价格经历深度调整后逐步企稳回升.....26
图 39：我们预测全球锂供需缺口有望再度扩大.....26
图 40：公司传统业务毛利由锌精矿主导转向相对多元.....30
图 41：全球铅需求保持温和增长，下游消费韧性较强.....30
图 42：全球锌需求逐步企稳回升，下游支撑增强.....30
图 43：硫酸价格逐步走强有望提升副产品盈利水平.....31
图 44：我们预测公司黄金产量在 2028 年或将达 800kg 以上.....32

表 1：截至 2026 年 4 月中国大型钼矿多处于在产状态.....12
表 2：中国加强钼出口管制进一步强化全球供给约束.....13
表 3：钼凭借优异性能深度应用于高端制造关键领域.....14
表 4：主要经济体制造升级与钢铁高端化政策.....15
表 5：大苏计钼矿钼资源丰富.....18
表 6：全球锂资源类型差异显著.....21
表 7：资源国政策收紧加大全球锂供给不确定性.....21
表 8：全球头部企业加速推进固态电池产业化.....25
表 9：公司锂板块产能布局清晰，采选冶一体化加速落地.....27
表 10：公司传统有色资源储备丰富.....29
表 11：硫资源综合利用业务完善传统有色产业链协同布局.....29
表 12：中都矿业金矿储备扎实且达产后有望贡献稳定增量.....31
表 13：可比公司估值表.....34

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

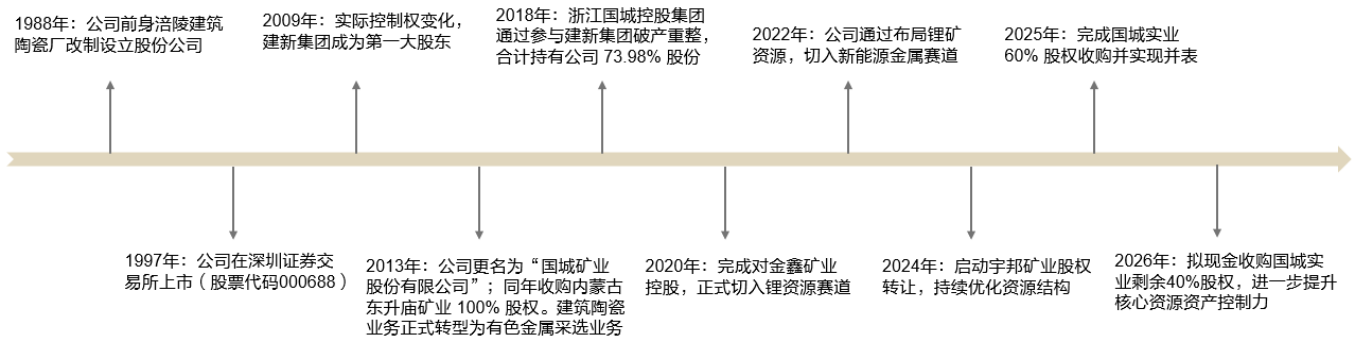
一、公司简介：资源整合构筑优势，成长逻辑清晰

1.1 发展历程：稀贵多金属布局逐渐成型，成长逻辑重塑

国城矿业（000688.SZ）深耕有色金属采选与销售领域多年，是深交所主板的重要资源类上市公司。早期公司业务主要围绕传统铅锌等有色金属展开，经营重心偏向区域性矿产资源开发与利用。2018 年控股股东变更后，公司整体发展战略迎来深刻调整，业务逻辑由传统单一有色金属企业，逐步转向以稀贵金属资源整合与产业链延伸为核心的高质量发展路径。此后，公司明确了以稀贵金属为核心的“三位一体”业务集群。国城矿业确立了在巩固传统有色金属采选业务的基础上，重点布局银、金、钼等稀贵金属领域，并同步推进矿产资源综合利用的战略方针。相比此前以单一矿山经营为主的模式，公司目前更强调资源配置的优化与产业结构的深度调整，战略方向明显向“资源平台化、经营综合化”演进，力争打造成为国内领先的智能化、绿色化矿业标杆。

公司通过“内生增长+外延并购”双轮驱动，实现了产业链条的纵向延伸与一体化升级。一方面，公司继续依托原有矿山与采选基础，确保传统有色金属板块的稳定运营与现金流贡献；另一方面，通过深挖存量矿山潜力与横向并购优质资源项目，不断提升资源掌控力。官方资料显示，公司已将矿产资源投资开发作为主业方向，并积极向产业链下游延伸，拓展矿产资源综合利用相关业务。这标志着国城矿业的发展逻辑已不再局限于单一的矿山采选，而是逐步升级为“资源获取—矿山运营—综合利用”的一体化产业集群。

图 1：公司战略转型持续深化逐步成长为综合资源平台



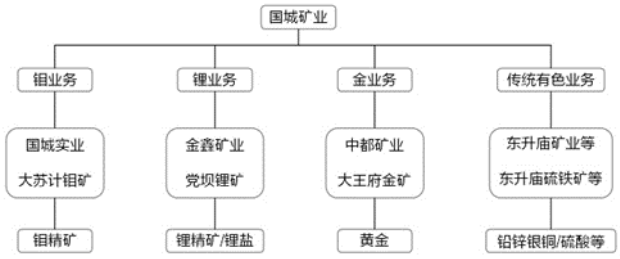
数据来源：国城集团官网，iFind，东方证券研究所

业务结构：传统有色筑牢底层资产，钼锂双轮驱动估值重塑。公司传统有色板块经营成熟，凭借较强的稳定度与现金流属性，构筑起稳健增长的底层资产。以此为基，公司通过内生外延双向发力：一方面加速国城实业大苏计钼矿的优质资产剩余少数股权注入，凭借原生矿的低成本优势与高毛利属性，使钼板块成为驱动利润中枢上移与行业地位抬升的核心引擎；另一方面，公司前瞻性锚定能源转型大势，通过锂业务“采选冶一体化”的深度布局，实现了从传统金属向新能源金属领域的跨维度延伸。公司的全产业链布局不仅强化了成本控制力与资源附加值，更通过钼锂双轮的协同发力，平抑了单一品种的周期风险，全面强化了公司作为综合性资源平台的成长预期与市场竞争力。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图 2：公司业务结构清晰



数据来源：国城矿业官网，东方证券研究所

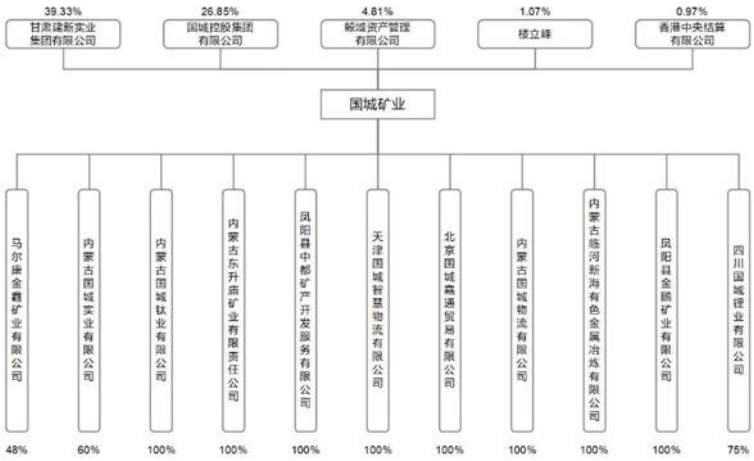
图 3：公司锂业务构建采选冶一体化产业链布局



数据来源：证券时报网，东方证券研究所

股权集中度较高，子公司体系较为完善。公司股权结构较为集中，控股股东为甘肃建新实业集团有限公司，持股 39.33%，第二大股东国城控股集团有限公司持股 26.85%，前两大股东合计持股超过 65%，控股权稳定，有利于公司战略执行与资源整合；公司以矿产资源开发为底层逻辑，通过全资或高比例控股模式深度布局采选、冶炼及配套物流业务。除马尔康金鑫矿业（持股 48%）作为联营企业外，公司对其余 10 余家核心主体均实现了 60%至 100%的控股并表。高度一体化的管控架构，令优质矿产资源的产出有效地转化为归母业绩，同时配合参股运作的灵活性。

图 4：公司前五大股东持股结构清晰，主要子公司布局完善（截至 2025 年报）



数据来源：iFind，东方证券研究所

1.2 财务分析：盈利质量提升，业绩进入上行通道

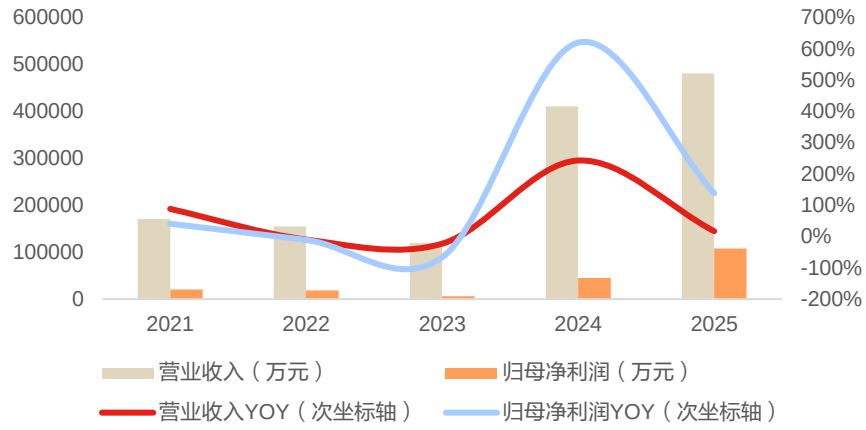
公司于 2024 年实现经营拐点，收入与利润同步进入快速增长通道。2021 至 2023 年间，公司营业收入在 10-20 亿元区间内窄幅震荡，增长动能受限；同期归母净利润受管理费用攀升影响逐年回落，并于 2023 年触及阶段性底部，盈利能力短期显著承压；自 2024 年起，公司基本面发生显著改善，营业收入一举突破 40 亿元规模，同比大幅增长 243%，收入端实现跨越式提升，显示公

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

司在产能释放和产品结构优化等因素驱动下，增长动能明显增强。与此同时，利润端表现更为亮眼，2024 年归母净利润同比大幅增长 620%，显著高于收入增速，体现出极强的利润弹性。进入 2025 年，公司延续良好增长趋势，营业收入进一步提升至 48 亿元，规模持续扩张，公司已逐步摆脱此前增长瓶颈，进入新一轮成长周期。

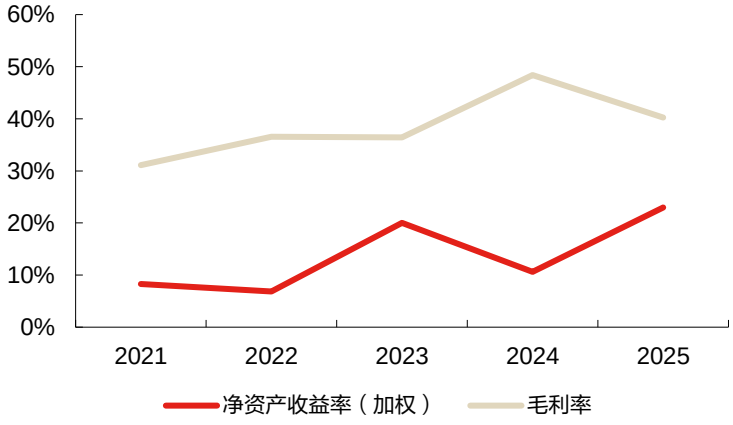
图 5：公司营收与归母净利润整体回升向好



数据来源：东方财富网，东方证券研究所

盈利韧性凸显，公司毛利率持续处于高位区间，ROE 在经历波动后重回上升通道。2021 至 2023 年，毛利率由 31%攀升至 36%，表现出显著的稳健性；进入 2024 年，毛利率跨越式增长，触及 48%的历史峰值，虽然 2025 年回落至 40%水平，但仍显著高于 2023 年以前的平均水平。40%的高毛利率印证了公司在行业内极强的成本转嫁能力与竞争壁垒。此外，加权 ROE 在 2023 年达到 20%的阶段性高点后，于 2024 年出现明显回调，下降至 11%。步入 2025 年，ROE 展现出极强的反弹动能，回升至 23%。这可能受益于高毛利钼业务并表带动利润增厚，以及资产处置收益和并表一次性收益的集中释放。整体来看，公司不仅具备获取高额毛利的能力，更在资源整合后实现了资本回报效率的系统性抬升，长期盈利前景依然宽阔。

图 6：毛利率与净资产收益率持续改善提升



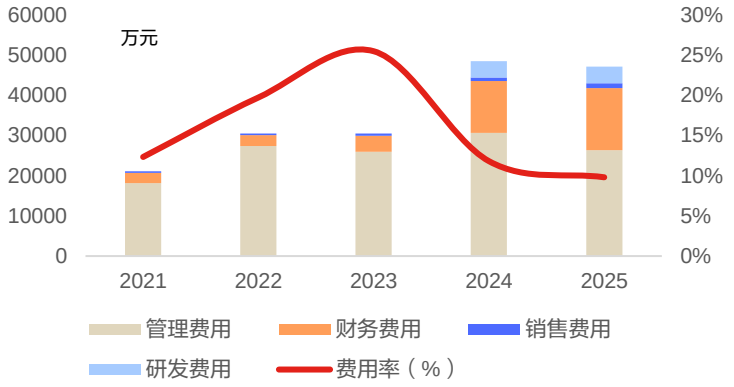
数据来源：东方财富网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

费用率阶段性承压后已显著回落，后续仍具优化空间。公司四项费用率呈现出明显的“先升后降”走势，在经历 2021 至 2023 年的阶段性抬升后，自 2024 年起已进入稳步回落区间。前期费用率的波动主要受管理与财务费用增加所致：一方面，2022 年并表宇邦矿业带来了管理成本的被动扩张，加之融资规模扩大导致利息支出同步上行；另一方面，2023 年员工持股计划的费用摊销进一步加重了管理端压力，致使整体费用率触及阶段性顶部。再者，公司费用结构以管理费用占主体，自 2024 年以来研发费用占比趋势性提升，显现出公司正加速围绕钼、锂、金等核心资源项目夯实技术储备。综上，前期费用端的波动反映了公司在资源整合与项目培育期的阶段性投入。随着核心资源项目陆续投产并释放产能，规模效应将驱动期间费用率持续下行，公司的控费效能与盈利弹性有望进一步显现。

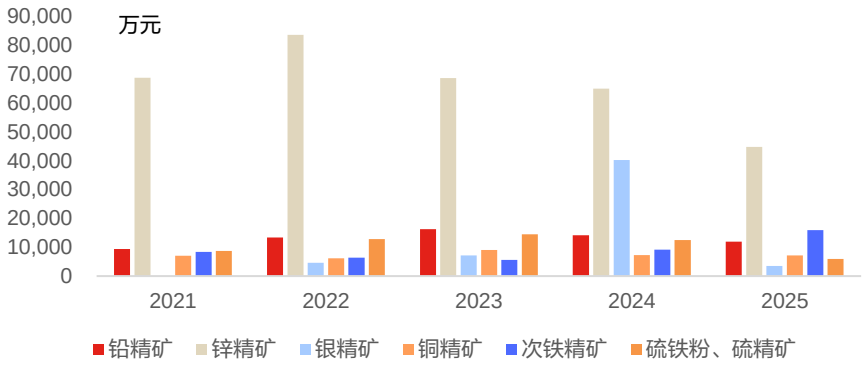
图 7：公司四项费用率见顶回落，财务与研发费用占比有所提升



数据来源：东方财富网，公司年报，东方证券研究所

传统有色业务稳定运行，持续贡献现金流。2025 年，公司以下几项主营有色业务合计实现收入约 9 亿元，夯实了整体业绩底盘。从产品结构看，锌精矿作为传统核心品种，全年贡献收入 4.48 亿元；铅、铜及次铁精矿分别实现收入 1.19 亿元、0.72 亿元和 1.59 亿元；同时，硫铁粉与硫精矿作为重要的副产资源，亦贡献了稳定的经营现金流。公司涵盖铅、锌、铜、铁、硫等多元素的协同产出格局，有效平抑了单一金属价格波动对整体经营带来的扰动，显著增强了板块的抗风险能力。得益于成熟矿山优异的资源禀赋与运营韧性，该板块在维持稳定产出的同时，实现了高效的资金回笼。

图 8：传统有色金属业务营业收入稳健



数据来源：iFind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

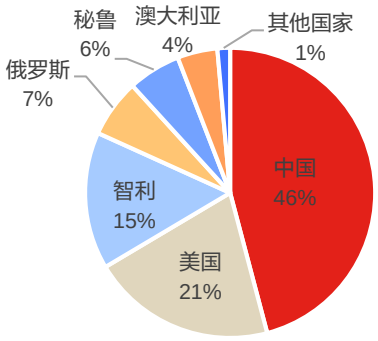
二、钼：供需偏紧夯实景气，核心矿山打开成长空间

2.1 行业：供给刚性持续强化，供需偏紧支撑钼景气中枢上行

2.1.1 资源集中叠加扩产受限，钼供给约束持续加深

资源端高度集中，全球钼供给具备天然稀缺属性。根据美国地质调查局（USGS），全球钼资源储量高度集中，其中中国以 46%的全球占比位居绝对核心；美国、智利及俄罗斯分别占据全球储量的 21%、15%和 7%。前四大资源国控制全球近 90%储量，意味着全球钼的初始供给对核心产区的矿产政策及地缘扰动具有极高的敏感性。此外，全球重要钼矿床的空间分布与构造背景高度相关，大量铜钼及钼相关斑岩矿床集中于环太平洋及其相邻构造成矿带；其中，美洲西部以 Climax 等北美西部矿床和智利大型铜钼伴生矿为代表，东亚则以中国东秦岭等成矿带为重要集聚区。USGS 指出，在全球五大钼生产国中，仅中国和美国同时具备原生钼矿与铜矿副产钼供给，其余主要生产国的钼产出基本完全依赖于铜矿伴生资源。考虑到资源开采的不可再生性，单纯的资源禀赋优势并非一劳永逸，资源国未来能否持续维持成本优势，仍取决于核心矿山的开采效率与增量项目的落地节奏。

图 9：2025 年全球钼资源储量高度集中



数据来源：USGS，东方证券研究所

图 10：全球优质钼矿床集中分布



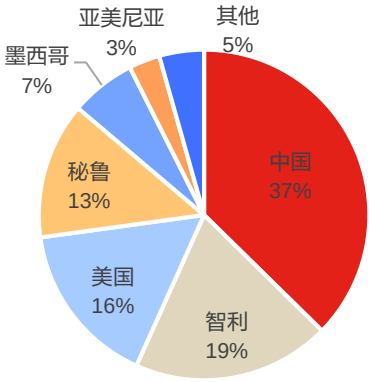
数据来源：中国国土资源经济公众号，东方证券研究所

供给对价格响应迟缓，钼产量呈现典型低弹性特征。从产量结构来看，全球钼产量高度依赖少数核心产区，新增供给来源分布极其单一，并未表现出分散化趋势。中国作为全球最大的生产国，近 5 年贡献了约 37%的产量，是全球供应体系中名副其实的“压舱石”；智利与美国紧随其后，合计占据了全球约 35%的供应份额，秘鲁则以 13%的产量占比位居第四。另外，全球钼总产量长期维持在 25 万吨/年左右的区间震荡，且整体增量释放节奏显著滞后。供给低弹性现象的根源在于双重约束：一方面，钼作为一种稀有金属，其产能扩张受到长周期资本开支和日益严格的环保政策限制，导致新项目从规划到投产的周期较长；另一方面，全球钼供给中大部分来源于铜矿伴生，这使得供给端的释放取决于全球铜矿项目的开发进度，而非只受钼自身需求或价格的变化影响，导致其供给弹性在机制上天然偏弱。因此，当前全球钼供给缺乏能够随价格信号快速释放的有效增量，供给端呈现出明显的稀缺性与刚性特征。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

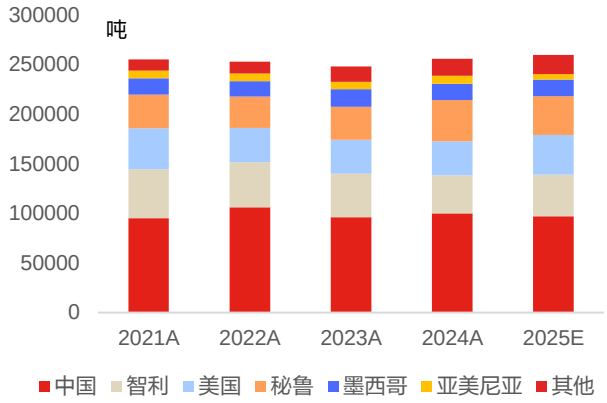
仅供内部参考，请勿外传

图 11：2021-2025 年全球钼产量集中于主要资源国



数据来源：USGS，东方证券研究所

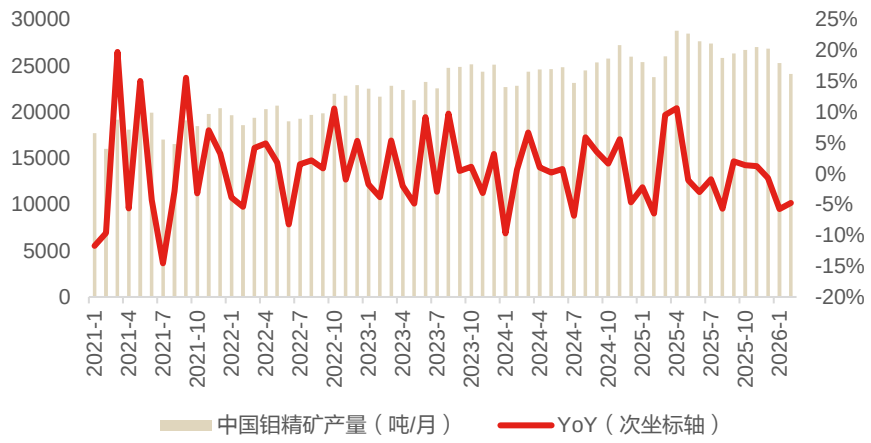
图 12：钼资源产量结构中中国占据主导地位



数据来源：USGS，东方证券研究所

国内供给进入存量主导阶段，边际增量逐步受限。从产量走势来看，尽管国内钼精矿产量中枢在过去几年经历了阶梯式抬升，但近期同比增速已显著放缓。进入 2025 年后，月度产量波动区间收窄，国内主要产区正面临资源品位下滑与生产成本抬升的双重压力，供给端的扩张动能明显钝化。审视国内核心供给体系，当前国内多数超大型矿山如金堆城、三道庄、上房沟及鹿鸣钼矿均已处于满负荷稳定生产状态。经过前期的产能优化，存量矿山通过技术改造进一步大幅扩产的空间已相对有限。与此同时，具备一定资源禀赋的新建大型项目，如新疆哈密东戈壁钼矿，虽然储量可观，但受限于建设周期及外部环境，从资源储备转化为实际产量贡献仍需较长时间。

图 13：中国钼精矿供给增量边际放缓



数据来源：iFind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

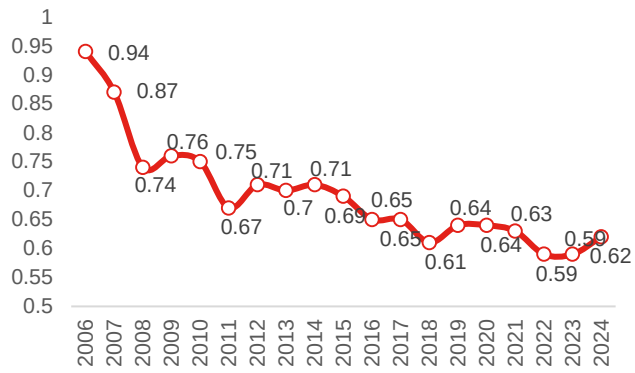
表 1：截至 2026 年 4 月中国大型钼矿多处于在产状态

矿山	地区	所属公司	矿种属性	钼金属储量	项目状态
金堆城钼矿	陕西	金堆城钼业	原生钼矿	61.99 万吨	在产
三道庄钼钨矿	河南洛阳	洛阳钼业	钼钨伴生	67.25 万吨	在产
上房沟钼铁矿	河南洛阳	洛阳钼业	原生钼矿	72.56 万吨	在产
鹿鸣钼矿	黑龙江伊春	伊春鹿鸣矿业	原生钼矿	65.5 万吨	在产
东戈壁钼矿	新疆哈密	洛阳钼业	原生钼矿	50.8 万吨	未开发
南泥湖钼矿	河南洛阳	洛阳盛龙矿业	原生钼矿	71.05 万吨	在产
汝阳东沟钼矿	河南洛阳	金堆城钼业	原生钼矿	68.98 万吨	在产

数据来源：中诚信国际，中证网，证券时报，洛阳钼业官网，盛龙股份招股书等，东方证券研究所

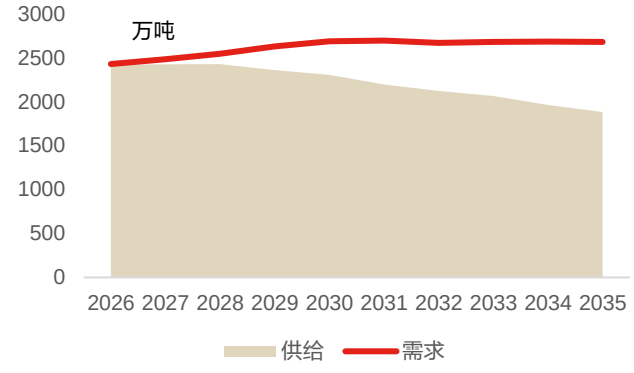
铜矿供给约束加深，钼资源稀缺价值持续提升。如前文所述，全球绝大部分钼产出源自斑岩铜矿的伴生回收，钼的供给节奏高度受限于铜矿项目的开发进度，供给端难以实现快速独立扩张。从全球铜矿资源禀赋来看，供给端的刚性约束正在持续加剧。以全球核心产区智利为例，其铜矿平均品位已由 2006 年的 0.94%趋势性下滑至 2024 年的 0.62%。在品位衰减的背景下，即便维持现有开发强度，矿山的实际金属产出仍面临较大的缩减压力。与此同时，根据国际能源署（IEA）预测，2026 至 2035 年全球铜需求将保持高位增长，而现有及规划项目的供给放量相对有限，全球铜供需缺口将进入持续扩张阶段。基于此逻辑，未来铜矿企业的资本开支将优先聚焦于补足主产品缺口，而伴生钼的释放仍将严格受制于铜矿的建设周期与生产节奏，无法形成灵活的增量对冲。对于钼市场而言，高品位原生钼矿的资源稀缺性与战略安全价值将因此得到重估。

图 14：智利铜矿平均品位整体下行（%）



数据来源：智利铜业委员会，东方证券研究所

图 15：2026-2035 年铜资源供需缺口逐步扩大



数据来源：IEA，东方证券研究所

中国强化高端钼出口管制，全球钼供给约束预期升温。中国作为全球核心供应方，其政策动向对市场预期具有深远影响。2025 年 2 月，国家商务部及海关总署正式发布并实施《对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制的决定》，明确将高纯度钼粉、合金颗粒及生产技术资料纳入监管范畴。根据公告，管制重点聚焦于关键军工应用领域，特别是用于导弹部件制造、钼含量≥97%且颗粒尺寸≤50μm 的高端物项。这一政策标志着国家对钼元素战略防御价值及资源安全属性的认知提升，在实操层面收紧了高附加值钼产品的跨国流通，进一步强化了全球市场的“供给受限”预期。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

表 2：中国加强钼出口管制进一步强化全球供给约束

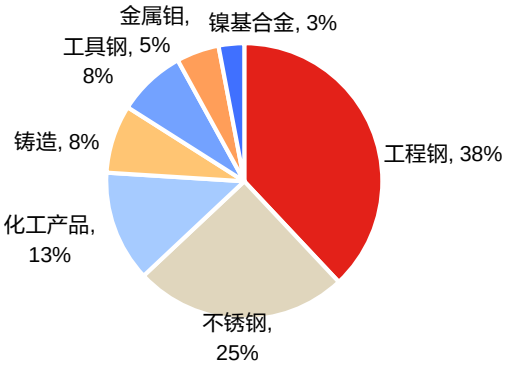
发布时间	发布部门	公告名称	管制对象	管制内容	实施时间	政策影响
2025.2.4	商务部、海关总署	《对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制的决定》	钼粉，以及生产该项的技术及资料	用于制造导弹部件、钼含量大于等于 97%、颗粒尺寸小于等于 50μm 的钼及合金颗粒。	自公告日起	强化高端钼产品出口监管，提升全球钼供给约束预期

数据来源：国家商务部，东方证券研究所

2.1.2 特钢需求增长，制造升级与政策共振驱动钼需求进入上行周期

特钢消费构筑基本盘，高端制造驱动增量空间。钼凭借高熔点、高强度、耐腐蚀及卓越的抗蠕变性能，成为现代工业中极其重要的合金强化元素，其需求结构表现出显著的行业集中特征。根据 IMOA 数据披露，工程钢（38%）与不锈钢（25%）是钼最核心的消费去向。在特种钢材的冶炼过程中，钼的加入能显著提升材料的淬透性、韧性及高温强度。因此，全球钢铁产业的产能更替、产品结构升级以及下游大型基础设施建设的景气度，直接构筑了钼需求的基本盘。此外，钼在非钢领域的应用同样不可忽视。化工产品（13%）、铸造（8%）及工具钢（8%）等领域构成了钼消费的重要支柱，特别是在化工催化、航空航天高温合金以及精密铸造件中，钼的替代难度极高。我们认为在未来，全球制造业的“高端化”进程将成为钼需求增长的重要底盘。随着油气开采向深海/高硫环境延伸、新能源汽车轻量化需求增加、以及核电与半导体装备的国产化提速，这些领域对高钼含量特种材料的依赖度持续攀升，钼的需求弹性正随特钢产业的提质扩容而稳步释放。

图 16：全球钼消费高度集中于工程钢和不锈钢领域



数据来源：IMOA，东方证券研究所

军工需求扩张下，钼的战略金属属性持续强化。从底层应用逻辑审视，钼在高端材料领域具备不可替代的战略价值，尤其在当前全球地缘环境趋紧与制造业结构性升级的背景下，其需求刚性显著强化。在国防军工领域，钼作为提升工程钢强度与韧性的关键元素，是坦克底盘、火炮臂架及重型导弹运输车大梁等核心装备的首选材料。随着俄乌战争、巴以冲突、美伊战争等局部战争的演进，全球对于地面装甲力量补强及远程导弹储备的需求激增，这种大规模、消耗性的军事对抗直接驱动了高性能军工特钢进入放量周期，钼作为其必不可少的“战略味精”，消耗量随之攀升。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图 17：连接螺旋桨的船轴（使用含钼 316 不锈钢）



数据来源：IMOA，东方证券研究所

图 18：连接桥梁的拉杆（使用含钼 2205 双相不锈钢）



数据来源：IMOA，东方证券研究所

高端制造与能源升级共振，钼的高端材料价值进一步凸显。不锈钢应用方面，钼显著增强了材料的抗点蚀与耐缝隙腐蚀能力，这决定了其在潜艇外壳、深海探测器及海洋采油平台等严苛场景中的硬性地位。随着全球资源开发向深海及极地延伸，深海油气开采、超超临界火电及第四代核电等重大能源基础设施对含钼特材的依赖度进一步加深。此外，在化工与尖端技术领域，钼基合金凭借在强酸碱环境下的极高稳定性，已成为航天燃料储罐、核燃料后处理设备及高纯电子气体反应釜的核心材料。与尖端应用场景深度绑定的物理属性，赋予了钼极高的替代难度。

表 3：钼凭借优异性能深度应用于高端制造关键领域

应用领域	核心作用	终端产品
工程钢	提升淬透性与综合强度	火箭发射车臂架、坦克底盘、重型导弹运输车大梁等
不锈钢	增强抗点蚀与缝隙腐蚀	潜艇外壳、深海探测器耐压舱、海洋采油平台等
化工产品	强酸碱环境下的化学稳定	航天燃料推进剂储罐、核燃料后处理设备、高纯电子气体反应釜等
铸造	改善组织均匀性与韧性	燃气轮机涡轮壳体、导弹舵架、大型泵体外壳等
工具钢	赋予极高的热硬度（红硬性）	高速精密钻头、航空铝合金铣刀、冷冲压模具等
金属钼	高熔点及优异导电性	火箭喷管喉衬、核反应堆包覆管、医疗 X 射线靶材、玻璃熔炼电极等
镍基合金	强化抗蠕变与极端耐蚀	航空发动机涡轮叶片、燃气轮机燃烧室、核动力潜艇热交换器等

数据来源：工信部，东方证券研究所

全球制造升级与绿色转型同频，驱动高端特钢及钼需求中长期上行。当前，全球核心工业国对“制造业高端化”的战略共识正在加速。国内方面，随着“十五五”规划及行业稳增长方案的落地，钢铁产业重心全面锚定高端化与绿色化转型，推动产品结构向高附加值领域换代；国家重点领域技术路线图的动态迭代，确立了高端装备、新材料及智能制造作为产业升级的核心主线，直接引导产品结构向高附加值领域换代。政策主张从“钢铁大国”向“钢铁强国”产生质变，为高性能特钢提供了确定性的增长空间。国际方面，欧盟 CBAM 机制的正式实施引导欧洲钢铁消费向绿色材料倾斜，显著提升了高端合金钢的市场渗透率；英、日两国则分别通过《Steel Strategy》与 GX 绿色转型体系，从国防安全、精密制造、以及低碳等维度强化了特种钢材的战略地位。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

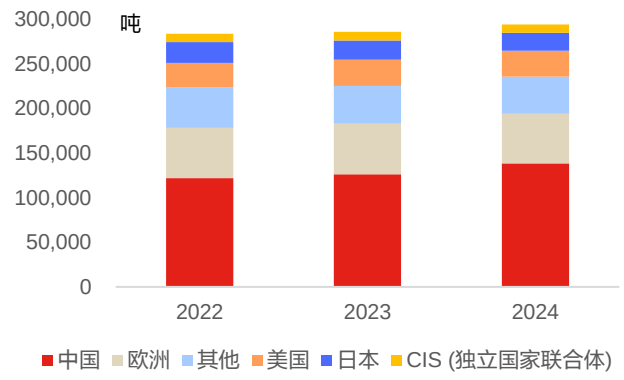
表 4：主要经济体制造升级与钢铁高端化政策

时间	地区	政策说明
2025.9	中国	工信部等五部门联合发布《钢铁行业稳增长工作方案》，提出推动钢铁行业稳运行和结构升级，明确提升高端钢材供给能力、推动产品结构优化，并加快超低排放改造及绿色低碳转型，强化高性能特钢在高端制造领域的供给支撑。
2025.1	中国	2025 年，中国工程院发布《中国制造 2025 重点领域技术路线图》，报告中指出高端装备、新材料和智能制造等重点方向至今仍是产业升级的重要主线。
2026.3	英国	英国政府于 2026 年发布《UK Steel Strategy》，明确将 speciality steels（特种钢）列为产业升级重点，提出通过绿色转型投资、能源成本优化及供应链支持等措施，提升本土高端钢材供给能力。
2026.1	欧盟	欧盟碳边境调节机制《Carbon Border Adjustment Mechanism》（CBAM）于 2026 年 1 月进入正式实施阶段，钢铁等高碳行业进口产品面临更严格碳成本约束，推动欧洲钢铁产业加快向低碳、高性能绿色钢材方向升级。
2025.2	日本	日本经产省推动“Green Steel for GX”政策体系建设，2025 年起通过《绿色采购法》优先采购低碳钢材，并配套清洁能源汽车补贴等政策，推动钢铁行业绿色转型和高端钢材需求提升。

数据来源：国务院，Mysteel 公众号，中国工程院，英国政府，日本经济产业省网等，东方证券研究所

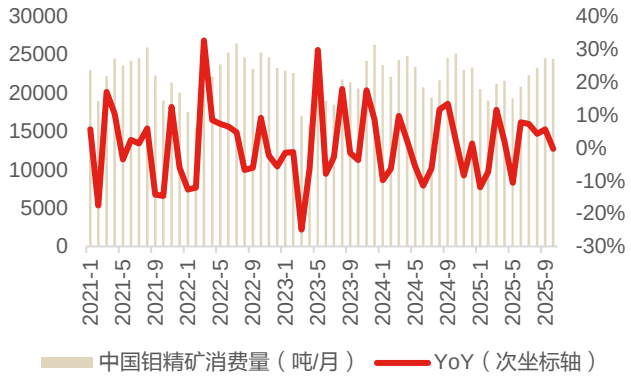
中国主导全球消费格局，钼需求景气维持高位。全球消费格局显示，钼需求总量呈现出明显的“以中国为主导、全球协同增长”特征。2022 至 2024 年期间，全球钼消费量整体保持稳步增长态势，其中中国作为核心消费市场，其份额约占据全球总量的 50%，成为带动全球需求扩张的绝对引擎。与之相呼应，欧美及其他地区的消费基数亦保持相对稳健。根据 iFind 数据，中国钼精矿单月需求中枢已稳固在 20,000 吨至 25,000 吨的高位区间，尽管受季节性因素影响存在正常波动，但同比增速多数时间处于正区间，有力地证明了终端消耗具备极强的内生韧性。

图 19：钼需求中枢逐步抬升中国贡献主要增量



数据来源：IMOA，东方证券研究所

图 20：中国钼精矿需求中枢维持高位



数据来源：iFind，东方证券研究所

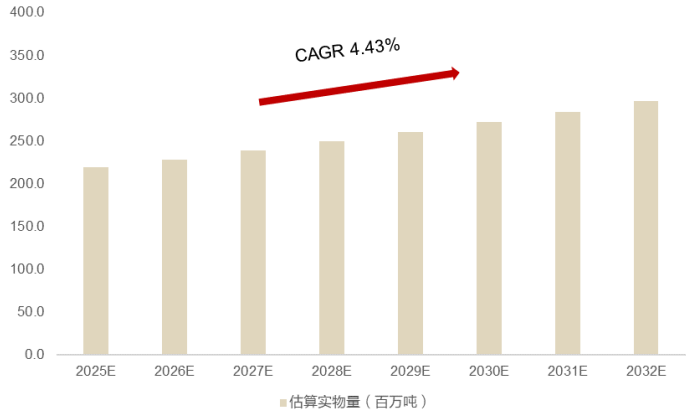
中长期预测持续上修，特钢带动钼需求进入稳步扩张通道。我们根据 360iresearch、世界钢铁协会等数据测算，2025 至 2032 年全球特钢需求量预计有望由约 2.2 亿吨持续攀升至 3 亿吨左右，年均复合增长率保持在 4.4%左右。这一预测模型显示特钢需求增速中枢呈现稳中有升态势，说

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

明需求扩张并非短期扰动，而是具备跨周期的结构性趋势。全球核心消费市场的持续引领及规模性的需求中枢抬升，让原材料钼的需求增长在进入中长期维度后，展现出高度的确定性。

图 21：2025-2032 年全球特钢需求保持扩张

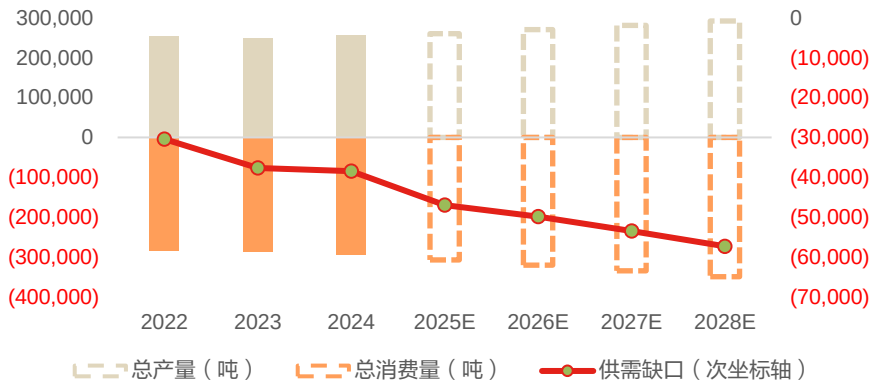


数据来源：世界钢铁协会，不锈钢及特种合金联盟公众号，360iresearch，东方证券研究所

2.1.3 供需缺口持续走阔，钼价中枢上行趋势进一步强化

全球钼市场供需缺口加速扩张，驱动价格中枢进入系统性抬升通道。根据 USGS 的历史数据，2022 至 2024 年全球钼市场已处于紧平衡状态，但供需缺口尚属温和。进入 2025 年后，参考雅虎（Yahoo Finance）及世界钢铁协会（WSA）对全球产出增速与下游需求端的预测数据，供需缺口呈现出显著放大趋势，且预计在 2026 至 2028 年间持续走阔。这一数据指向明确：全球钼市场正由前期的“偏紧状态”实质性跨入长期的“结构性短缺”阶段。从定价逻辑来看，持续扩张的缺口意味着市场应对供给扰动的安全边际正急速收窄，价格弹性将随之显著增强，这将为钼价中枢的趋势性抬升筑牢底层逻辑，并在全球供应链持续紧平衡的背景下，赋予了未来价格高位运行极强的确定性。

图 22：2025-2028 年钼供需缺口预计持续扩大



数据来源：Yahoo Finance，世界钢铁协会，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

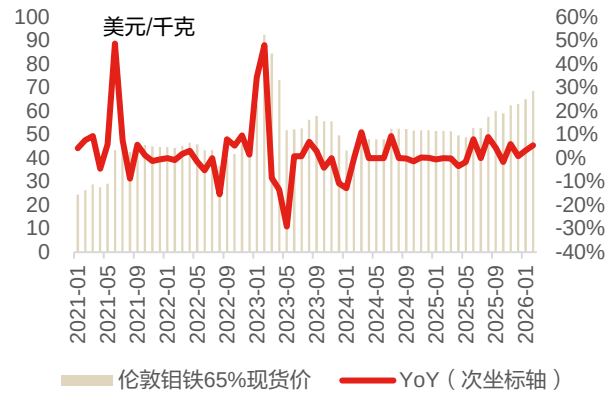
国内外价格体系联动共振，全球供需偏紧驱动钼价进入中枢系统性抬升的新阶段。 自 2021 年起，国内 45%钼精矿价格实现了由历史底部向高位运行区间的跨越式跃迁，价格中枢由 1600 元/吨度附近持续攀升并稳固在 4000 元/吨度左右。与此同时，伦敦战略金属市场（LME）钼铁 65%现货价格展现出高度一致的震荡抬升态势，共同验证了全球性供应短缺的客观事实。从深层逻辑来看，钼价中枢的强韧性源于供给与需求的双重重构：一方面，全球钼资源分布高度集中且扩产周期较长，存量矿山品位下行导致供给端对价格的响应存在天然滞后；另一方面，下游特钢、高温合金及国防军工等领域的刚性需求在边际变化中不断强化价格支撑。国际价格作为全球“定价锚”，通过贸易流动与市场预期的联动效应，进一步夯实了国内钼价的上行刚性。目前，随着国内外同比波动的逐步收敛，市场正由前期的剧烈动荡转向高位稳步运行。展望后市，在全球供给缺口持续扩大的预期下，全球钼价底座已显著抬升，长效的价格支撑将为公司钼业务的盈利释放提供宽阔的边际空间。

图 23：45%钼精矿价格持续攀升



数据来源：SMM，东方证券研究所

图 24：国际 65%钼铁价格整体走强



数据来源：iFind，东方证券研究所

2.2 公司量本共振驱动，钼业务利润中枢有望持续抬升

核心资产并表筑牢基本盘，原生纯钼矿保障供应自主。通过对优质资产的战略整合，公司已构建起稳健且具高成长性的供应体系。2025 年，公司顺利完成对国城实业 60%股权的收购并实现财务并表，正式将大苏计钼矿纳入业务版图。2026 年 5 月，公司公告拟现金收购国城实业剩余 40%股权，加固了钼板块作为公司业绩“压舱石”的战略地位。依托这一资本布局，核心资产大苏计钼矿展现出卓越的资源保障能力。该矿山坐落于内蒙古乌兰察布，拥有 3.46 亿吨资源储量及 42.42 万吨钼金属储量；其中经评审备案的矿石量为 1.24 亿吨，钼金属量 14.48 万吨，平均品位达 0.117%。作为稀缺的原生纯钼矿床，其独立成矿特性赋予了公司极高的产量自主掌控力，能有效规避伴生矿山常见的被动减产风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

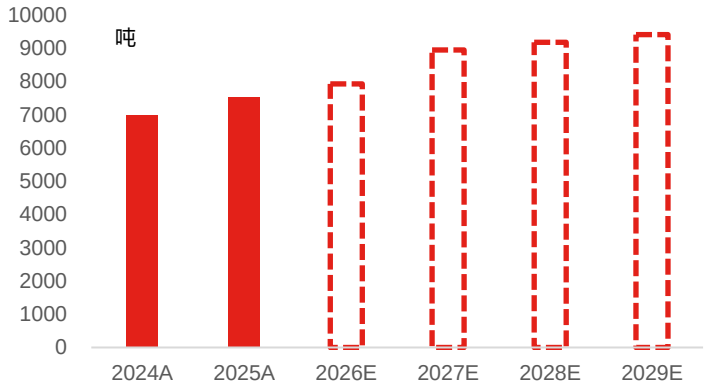
表 5：大苏计钼矿钼资源丰富

项目	探矿权面积	钼资源量	钼储量	平均品位	年产钼金属	回收率
大苏计钼矿	1.54km²	42.42 万吨	14.48 万吨	0.117%	2025 年产 7520 吨；2026 年-2028 年出产量仍有上升空间	81.97%

数据来源：国城矿业官网，东方证券研究所

量：生产节拍稳健向好，技改扩能驱动产量阶梯式跃升。从产出表现来看，矿山近年来维持高景气满产状态，2025 年钼金属产量达 7520 吨，同比增长 7.68%。为进一步释放资源价值，公司正积极推进采选规模扩容项目，拟将原矿处理能力提升至 800 万吨/年。基于现有生产节奏，我们预测 2026 年公司钼金属产量有望延续上一年的产量高位。根据我们测算，在资源禀赋未发生实质变化的背景下，当前高品位矿段的支撑效应有望维持。随采选效率的持续优化及生产流程的改善，待公司取得 800 万吨/年采选许可证后，产能释放空间将进一步打开。基于此，我们预计 2027 年钼金属产量或突破 8000 吨，并有望于 2028 至 2029 年随着产能爬坡超过 9000 吨量级。

图 25：钼金属历史产量与未来产量预测



数据来源：公司年报，东方证券研究所

成本：资源禀赋与露采优势深度共振，构筑公司显著的低成本竞争壁垒。公司的竞争力不仅体现在规模扩张，更源于不可复制的天然资源禀赋与集约化生产模式的有机结合。在开采环节，核心矿山优越的露天开采条件构成了其成本结构的首要优势。相比于地质条件复杂、安全维护投入巨大的深部地下开采，露天作业在剥采效率、大型机械化协同以及能源消耗控制上具有先天的结构性领先，极大地降低了单位原矿的开采综合成本。在选冶环节，大苏计钼矿作为优质原生钼矿床，其矿石质量与选矿指标表现优异。根据公司公告披露，评估测算采用的选矿回收率为81.97%，对应钼精矿品位45.80%，高效的资源转化效率在保证了产品质量的同时有效摊薄了单位金属的处理成本。根据我们测算，钼金属的成本在未来几年预计控制在 13-14 万元/吨左右。整体而言，依托露天开采的规模效应与卓越的矿石可选性，公司已形成极具竞争力的成本护城河，这不仅赋予了公司在价格波动周期中超越行业的盈利弹性，更夯实了其抵御市场波动的抗风险韧性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

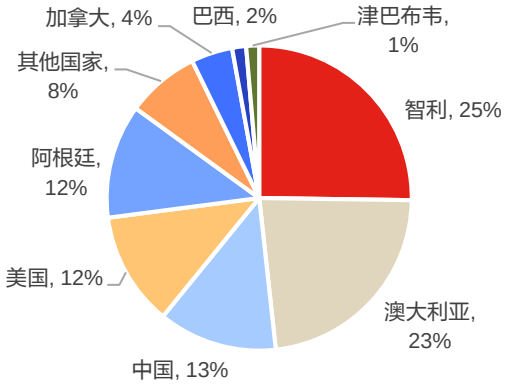
三、锂：需求扩容推动修复，一体化布局释放弹性

3.1 行业：需求扩容叠加供需再平衡，锂价中枢有望稳步上行

3.1.1 资源储备支撑供给扩张，结构分化重塑行业竞争格局

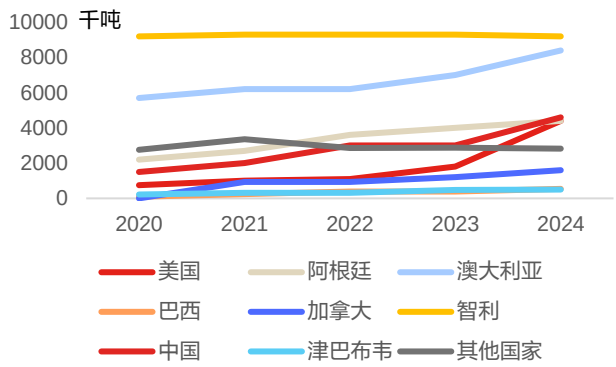
全球锂资源储备充足，地域集中度较高。与供给刚性较强的钼不同，锂并不受制于资源稀缺，全球供给长期处于扩张通道。从资源分布看，锂虽高度集中于少数国家，但总量并不匮乏。据 USGS，截至 2024 年，智利和澳大利亚分别占全球锂储量的 25%和 23%，中国、美国和阿根廷各占 13%、12%和 12%。全球锂资源主要分布于南美盐湖、澳洲锂辉石及中国锂辉石、盐湖和锂云母等体系。从储量变化看，主要资源国近年来锂资源储备整体呈小幅增长或持平态势，反映出全球锂资源开发热度持续升温，行业中长期供给能力具备稳步扩张的潜力。

图 26：截至 2024 年全球锂资源储量，智利居首，中澳紧随



数据来源：USGS，东方证券研究所

图 27：各国近 5 年锂储量变化整体呈增加趋势



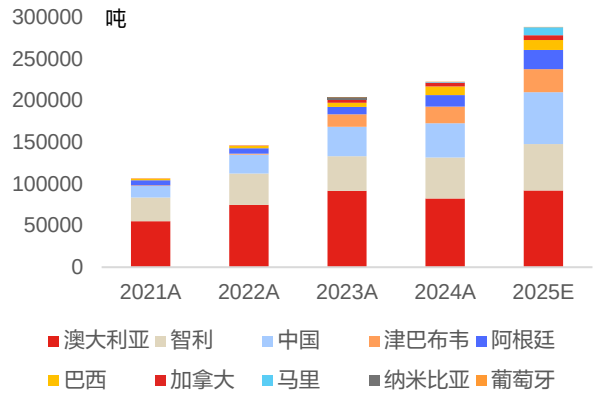
数据来源：USGS，东方证券研究所

全球锂产量持续释放，新增供给仍集中于少数核心产区。全球锂产量延续增长态势，供给格局呈现“总量扩张、集中度高”的显著特征。据 USGS，近五年全球锂产量持续攀升，澳大利亚、智利与中国作为全球供给的核心基石，贡献了绝大部分增量。与此同时，阿根廷、津巴布韦、巴西等新兴产区的产能边际贡献正逐步显现，新增供给由传统中心向多元化产区扩散。然而，从整体供给结构来看，行业的头部效应依然固化。USGS 数据显示，2021 至 2025 年期间，澳大利亚（41%）、智利（22%）与中国（18%）三大生产国合计市占率超八成。这表明，尽管全球供给规模在持续扩容，但新增有效产能仍高度依仗少数核心产区，全球锂供给的头部集中格局短期内难以撼动。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

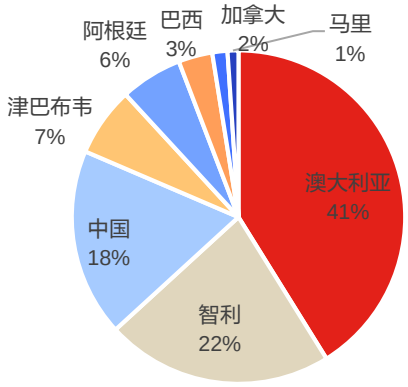
仅供内部参考，请勿外传

图 28：全球锂资源产量持续释放新兴产区增量逐步显现



数据来源：USGS，东方证券研究所

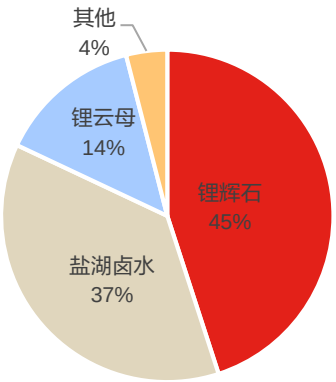
图 29：2021-2025 年全球锂产量集中于澳智中三国



数据来源：USGS，东方证券研究所

锂辉石与盐湖构成主要供给来源，资源类型差异加剧供给分化。根据中国产业经济信息网的预测，2026 年全球锂资源供给中，锂辉石为最主要的供给来源，盐湖资源紧随其后，锂云母则构成重要补充。观测全球主要产量国的锂资源类型，澳大利亚、津巴布韦以锂辉石资源为主，智利、阿根廷主要依托盐湖卤水资源，中国则兼具锂辉石、盐湖和锂云母等多元资源类型。不同资源类型的开发方式存在本质区别，这种差异决定了供给释放的非均质化特征。锂辉石项目得益于极高的工业化成熟度，其“采选+冶炼”路径技术确定性强且放量节奏快，但由于其高度依赖精密的采选体系与产业链配套，导致产业链条冗长，成本弹性相对受限；盐湖项目受资源禀赋差异与气候波动影响，其投产及产能爬坡周期呈现出显著的长尾效应。尽管直接提锂（DLE）技术作为关键的效率变量正加速迭代，但其经济平衡点仍需因地制宜地进行动态评估。因此，开发路径与成本结构的差异，决定了全球锂供给的扩张并非同步化的释放，深度的供给侧分化将进一步重塑未来的行业竞争边界。

图 30：2026 年全球锂资源供给结构预测仍将由锂辉石主导，盐湖、云母作为补充



数据来源：中国产业经济信息网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

表 6：全球锂资源类型差异显著

国家	主要锂资源类型	具体矿床/产区
澳大利亚	锂辉石型（极少量锂云母）	格林布什（Greenbushes）、皮尔甘古拉（Pilgangoora）、马里恩山（Mt Marion）、沃吉纳（Wodgina）等
智利	盐湖卤水型	阿塔卡马盐湖（Atacama）、拉伊斯拉盐湖（La Isla）、阿圭拉盐湖（Aguilar）等
中国	锂辉石型+盐湖型+锂云母型	锂辉石：西昆仑—松潘—甘孜成矿带（四川、新疆、青海）；盐湖：青海等地；锂云母：江西等地
津巴布韦	锂辉石型	比基塔矿（Bikita）、阿卡迪亚矿（Arcadia）、萨比星（Sabi Star）等
阿根廷	盐湖卤水型	卡乌查里-奥拉罗斯（Cauchari-Olaroz）、森特纳里奥-拉托内斯（Centenario-Ratones）、菲尼克斯（Fénix）、马里亚纳（Mariana）等 34 个项目

数据来源：中华人民共和国自然资源部，数字储能网，中国科学院院刊等，东方证券研究所

资源国政策收紧叠加项目推进扰动，我国锂供给不确定性上升。近年来，全球主要锂资源国加速强化对本国资源的控制力度，供给端由过去相对市场化的扩张模式，逐步转向以国家主导为核心的开发体系。在南美“锂三角”区域，资源收归国有的趋势愈发显著：玻利维亚坚持由国企 YLB 主导开发，受环境权益诉讼干扰，中资财团合作项目推进迟缓，缺乏明确进展；墨西哥通过法律修订取消既有特许经营权，导致赣锋锂业相关项目权益受阻；智利则推出国家锂战略，要求政府必须在新项目中控股，天齐锂业针对 SQM 的控制权申诉于 2026 年初败诉，标志着当地盐湖开发权向国企彻底收敛。此外，非洲资源国的出口禁令同样加剧了供给焦虑。津巴布韦宣布自 2027 年起仅允许出口硫酸锂，迫使矿端资源本地化冶炼。考虑到我国雅化集团、盛新锂能、华友钴业等企业在津巴布韦拥有深度的矿业布局且高度依赖其进口，该政策导致我国供给端的收缩预期被迅速放大。总的来说，全球范围内的政策波动正系统性地抬高我国锂资源的获取成本与保障难度。

表 7：资源国政策收紧加大全球锂供给不确定性

时间	地点	政策	事件	限制出口	限制外资开发
2017.4	玻利维亚	国企主导开发战略，2017 年开始选择性引入外资合作	YLB 于 2023 年与 CBC 财团（宁德时代、洛阳钼业、广东邦普循环）达成合作协议，并于后续签署乌尤尼盐湖锂项目相关合同；此后，当地团体以项目可能侵害环境权益为由提起诉讼，项目审批及推进节奏受到扰动，目前尚未见明确新增进展。	否	是；以 YLB 主导合作方式推进
2022.4	墨西哥	墨西哥《矿业法》修订明确锂为公共利益资源，不再授予与锂有关的特许权和许可；同时设立国有机构 Litio para México（LitioMX）负责开发	赣锋锂业曾通过 Sonora Lithium/Bacanora 体系持有 Sonora 锂项目相关矿权/权益。随着《矿业法》的修订，墨西哥矿业总局取消了赣锋锂业在墨西哥的 9 个锂矿特许权。	否	是

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

2023.4	智利	推出国家锂战略，要求锂项目由国家主导并通过公私合作推进	智利开采锂矿的两家公司为 SQM 和美国的 Albemarle，天齐锂业持有 SQM 约 22%的股权。政策公布后，SQM 与 Codelco 建立合作伙伴关系，共同开发阿塔卡马盐湖。天齐锂业认为这损害了股东权益，并提起上诉；而后天齐锂业于 2026 年 1 月败诉，全球最大锂盐湖——阿塔卡马盐湖的控制权归智利国有企业所有。	否	否；但需与国家合作、国家通常控股
2025.6	津巴布韦	2022 年，津巴布韦禁止出口未加工的锂矿石，只允许出口锂精矿；2025 年 6 月宣布从 2027 年起仅允许出口硫酸锂	雅化集团、中矿资源、华友钴业、盛新锂能、天华新能等多家中国企业在津巴布韦有锂矿业务布局，其受政策产生的不确定性正在凸显。此外，我国依赖来自津巴布韦的锂资源进口，该政策导致我国供给端的收缩预期被迅速放大。	是	否

数据来源：商务部，财联社，观察者网，中国能源新闻网，证券日报等，东方证券研究所

3.1.2 动力电池夯实需求主线，储能打开第二增长曲线

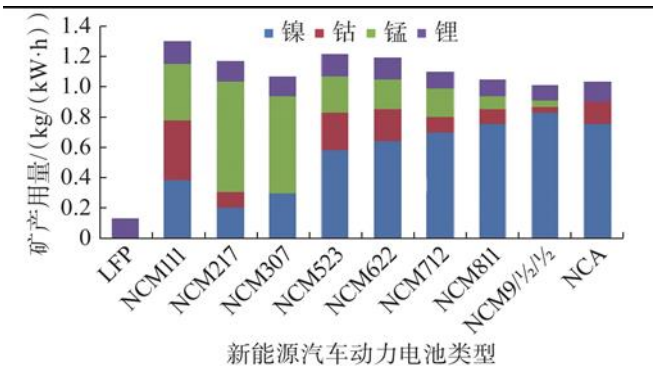
电池主导需求结构，锂则奠定材料根基。从全球锂盐的需求结构观察，锂消费的核心增量已深度锚定于电池领域。据 USGS，电池用锂的需求占比已攀升至 87%，相较于陶瓷、玻璃及润滑脂等传统工业领域展现出压倒性优势，这标志着锂资源已全面进入“电化学储能时代”。电池之所以能成为锂需求的战略支撑，其逻辑在于锂金属作为电化学势能最高的金属元素，是当前及未来各类主流电池技术路线不可或缺的基础材料：无论是能量密度占优的三元体系，还是成本优势突出的磷酸铁锂路径，正极材料的配方虽随技术迭代不断演进，但锂作为电荷载体的基础地位始终稳固。因此，电池技术的内部演进推动了产能规模的持续扩张，并直接传导至上游锂盐需求的爆发式增长。

图 31：电池领域成为锂需求增长核心支撑

应用领域	占比	说明
电池	87%	动力电池、储能电池、消费电子电池等
陶瓷/玻璃	5%	传统工业应用，需求稳定
润滑脂	2%	工业润滑剂
空气处理	1%	空调系统等
其他	5%	包括铸造模具助熔剂、医疗等

数据来源：中国有色金属协会锂业分会，USGS，东方证券研究所

图 32：主流动力电池正极材料单位锂耗用量相对接近



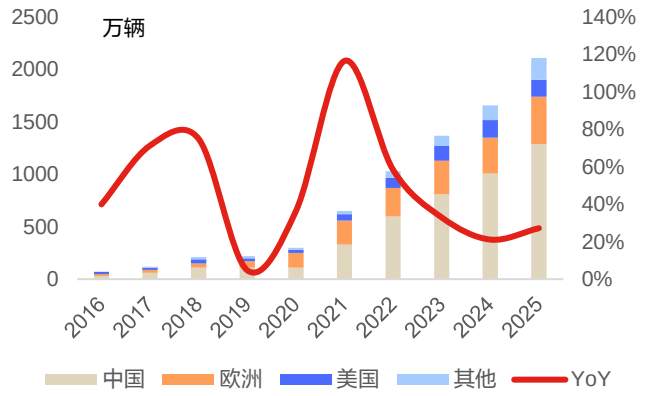
数据来源：中国矿业期刊，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

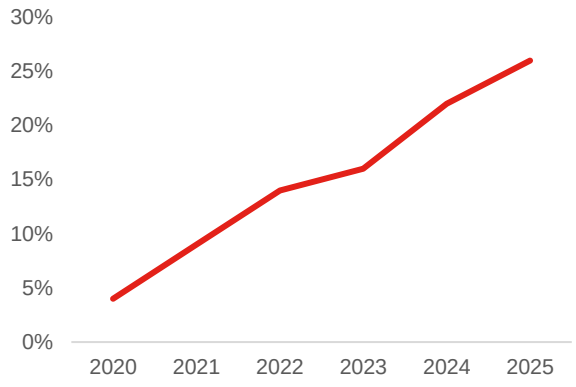
动力电池：新能源汽车销量与渗透率双提速，驱动装机规模跨越式增长。新能源汽车销量与渗透率的协同演进，是当前锂需求增长最核心的驱动力。根据 IEA 和东方财富网，2016 年以来全球主要地区电动汽车（BEV+PHEV）销量持续攀升，中国作为全球最大的新能源汽车市场贡献了主要增量，同时欧美市场也保持稳健扩张，全球电动车销量已正式由早期的“低基数试点”步入“规模化增长”区间。终端市场的爆发直接带动了渗透率的快速上行，根据中国汽车报披露的数据，全球电动车渗透率已从 2020 年的 4 %持续跃升至 2025 年的 26%，此结构性的替代趋势为上游锂盐需求奠定了坚实的增长基调。

图 33：全球电动汽车销量持续高增



数据来源：IEA，东方财富网，东方证券研究所

图 34：电动化进程加速新能源汽车渗透率稳步提升



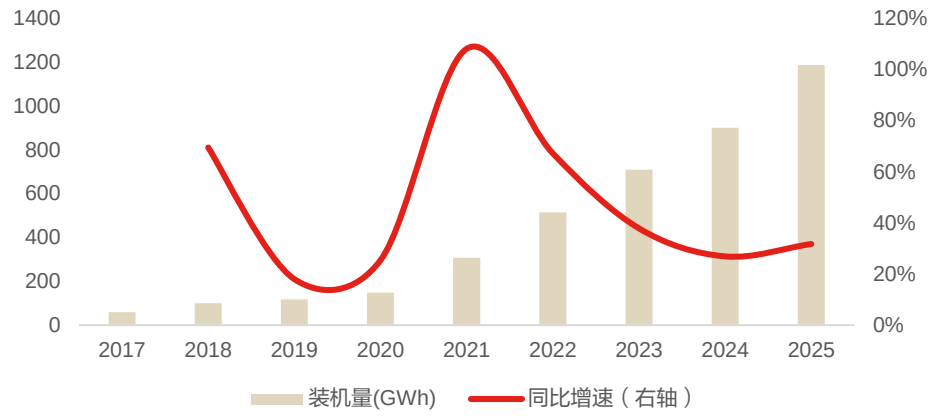
数据来源：中国汽车报，Clean Technica，东方证券研究所

动力电池：新能源汽车放量驱动动力电池装机提升。终端需求的放量最终传导至制造端，体现为动力电池装机规模的持续扩张。根据第三方研究机构 SNE research，全动力电池装机量自 2017 年以来实现跨越式增长，由 59GWh 攀升至 2025 年的 1187GWh。尽管随着产业成熟度提升，增速在高基数背景下有所波动，但装机绝对总量仍保持强劲上升势头。作为新能源汽车价值量最高的增量部件，动力电池装机需求的本质源于电动车的终端普及，因此其装机规模的持续抬升，不仅意味着动力电池在电动工具、工业设备等多元场景的应用深化，更标志着新能源汽车已成为推动全球锂资源需求增长的决定性力量。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

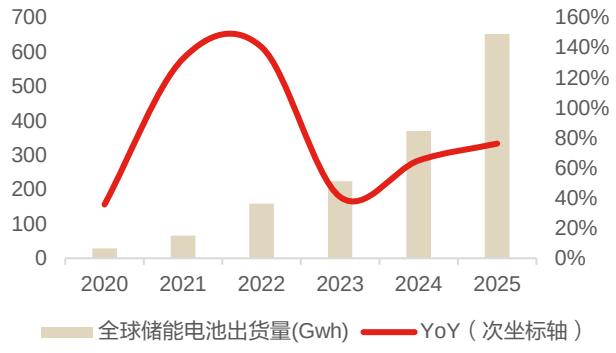
图 35：全球动力电池装机量持续高增



数据来源：SNE research，东方证券研究所

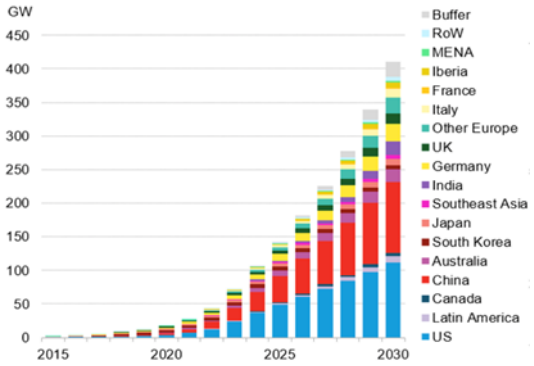
储能电池：全球能源转型驱动需求进阶，构筑锂消费“第二增长极”。随着全球能源转型持续推进，风电、光伏等可再生能源装机占比不断提升，电力系统对调峰、调频及能量管理的需求日益紧迫。储能作为提升新能源力与电网灵活性的关键技术路径，其建设需求已进入加速释放阶段。需求端的爆发传导至制造端，体现为储能电池出货量的激增。根据 iFind，全球储能电池出货量由 2020 年的 29Gwh 一路暴增至 2025 年的 652Gwh，储能正由早期的示范试点阶段正式迈向规模化商业应用阶段。从中长期视角来看，储能装机的增长潜力依然巨大。根据彭博社能源财经预测，全球储能累计装机规模到 2030 年将保持高速扩张，其中中国与美国凭借坚实的政策支撑与市场化机制，将持续引领全球储能装机的增长空间。由于储能电池对长循环寿命和安全性有极高要求，这不仅带动了磷酸铁锂等相关材料的需求，更在边际上显著改变了锂盐消耗的结构，构筑起锂需求增长的第二曲线。

图 36：全球储能电池出货量快速增长



数据来源：iFind，东方证券研究所

图 37：全球储能累计装机规模快速提升



数据来源：彭博新能源财经，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

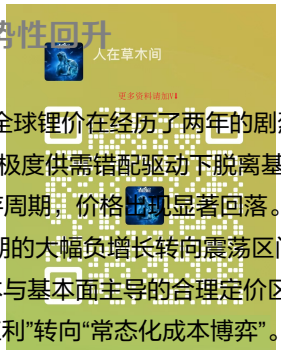
固态电池产业化展望：由技术突破迈向量产应用的新纪元。从全球头部企业的披露来看，全固态锂电池的产业化路径已表现出高度的确定性与协同性。丰田、三星 SDI 等巨头已跨越实验室阶段，进入中试验证与供应链建设的实质性转折点。根据当前的落地节奏，2026 至 2028 年将成为全球固态电池商业化的核心元年：丰田已获日本经产省（METI）认证，明确 2026 年开启投产；三星 SDI 通过 S-Line 试验线已向核心客户送样，目标直指 2027 年量产；日产与本田亦计划在 2020 年代后半期通过干法工艺等技术实现整车搭载。固态电池的推广将从两个维度深远影响锂需求空间：在“质”的层面，固态体系对能量密度与循环性能的极致追求，带动材料体系全面升级，高纯度锂盐及高端正极材料的渗透率有望快速提升；在“量”的层面，随着锂金属负极等前沿技术的应用，单车耗锂量存在翻倍增长的潜力。随着 2026 年后 QuantumScape 的 Eagle Line 及三星 S-Line 等产能相继释放，锂电产业链将迎来由“液态”向“固态”的代际跨越，高纯度锂源及新型锂盐加工环节有望在这一波产业化浪潮中占据核心溢价地位。

表 8：全球头部企业加速推进固态电池产业化

企业	技术路线	已披露进展	目标
丰田 Toyota	全固态锂电池	2023 年与出光兴产达成合作，共同推进全固态电池量产所需材料、制造工艺及供应链体系建设；2024 年其全固态电池研发及生产计划获日本经济产业省（METI）认证。	2026 年开始逐步生产面向 BEV 的全固态电池，为后续规模化应用奠定基础。
日产 Nissan	全固态锂电池	2025 年 1 月正式启动全固态电池试验线运行；同年 8 月与美国 LiCAP Technologies 达成合作，联合开发全固态电池（ASSB）干法电极生产工艺。	计划于 2028 财年推出搭载自研全固态电池的电动车型。
三星 SDI Samsung SDI	全固态锂电池	2023 年建成全球领先的全固态电池试验产线 S-Line，并已向核心客户提供样品，持续推进性能验证与工艺优化。	计划于 2027 年实现全固态电池量产，进一步巩固高端电池市场竞争优势。
本田 Honda	全固态锂电池	2024 年公开位于日本栃木县樱市的全固态电池示范生产线；2025 年 1 月启动示范线试生产，并同步开展量产工艺验证。	计划于 2020 年代后半期推动全固态电池在电动车型中的商业化应用。
QuantumScape	全固态锂电池	2025 年完成 Cobra 隔膜生产工艺部署，并于同年安装中试产线 Eagle Line；2026 年正式启动 Eagle Line 试运行，持续验证规模化制造能力。	计划于 2026 年实现 QSE-5 电芯小批量生产并支持客户送样验证，逐步推进产品集成及量产能力建设。

数据来源：Toyota 官方新闻，Nissan 官方新闻，Samsung SDI 官方新闻，Honda 官方新闻，Quantum Space 官方新闻，东方证券研究所

3.1.3 供需格局持续改善，锂价有望迎来趋势性回升

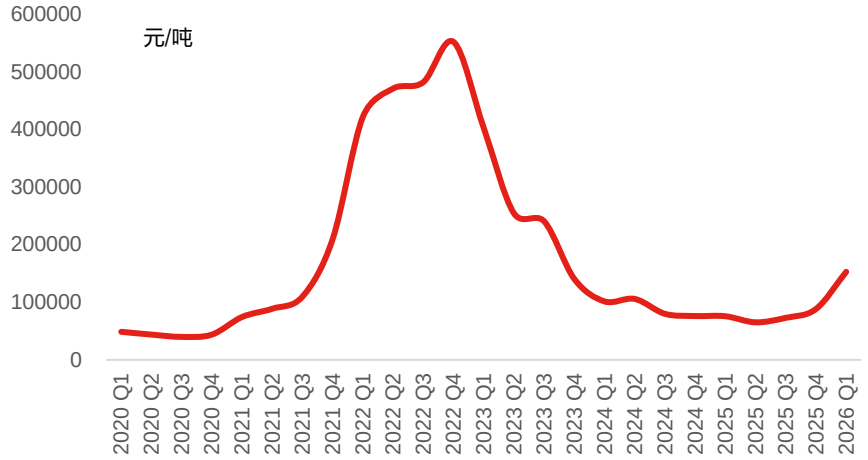


从短缺溢价向成本博弈回归，价格中枢经历结构性重塑。全球锂价在经历了两年的剧烈波动后，正逐步进入筑底企稳阶段。回顾 2021 至 2022 年，锂价在极度供需错配驱动下脱离基本面快速冲高；而自 2023 年起，随着供给集中释放，市场进入去库存周期，价格出现显著回落。根据 iFind 数据来看，当前锂盐价格跌幅已逐步收敛，环比增速由前期的大幅负增长转向震荡区间，这标志着市场已由此前的“极端短缺溢价”阶段，正式回归至由成本与基本面主导的合理定价区间。IEA 亦证实，锂价自高位回撤逾 80%，行业盈利模式已从“暴利红利”转向“常态化成本博弈”。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

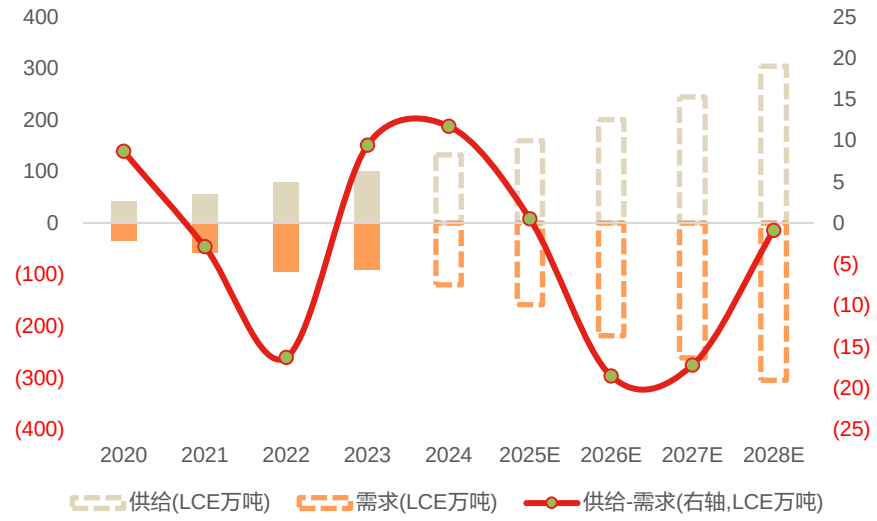
图 38：国产电池级碳酸锂价格经历深度调整后逐步企稳回升



数据来源：iFind，东方证券研究所

锂行业供需格局正从前期的剧烈波动向均衡区间收敛。根据我们测算，在中国锂电产业的强势驱动下，2025 至 2026 年锂行业总需求由 158.8 万吨 LCE 提升至 218.8 万吨（考虑补库），2028 年将进一步增长至 304.7 万吨，其中储能锂电池需求占比预计由 23%提升至 35%。此外，全球 LCE 在 2020 至 2022 年经历供给短缺，2023 至 2024 年供给集中释放导致显著宽裕，呈现了一个周期轮回。尽管短期内市场仍面临产能消化压力，但我们预测，2025 年后随着需求基数的持续扩张，供需缺口将进入逐步收窄通道并再次呈现供应短缺的局面。随着需求持续扩张，市场正逐渐消耗新增供给，价格有望维持高位。

图 39：我们预测全球锂供需缺口有望再度扩大



数据来源：IGO 公告，SQM 公告等，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

激励价格构筑底部，上行取决于供需再平衡节奏。从价格形成机制来看，锂价的短期波动易受库存周期、补库节奏及市场情绪等因素扰动，但其中长期走势根本上受制于边际成本的约束。据发表于《Resources Policy》的一项研究，学者 Fleming 等人在对全球 150 个锂项目进行测算后，得出的行业激励价格区间约为 12,500-15,000 美元/吨 LCE。若锂价长期显著低于此区间，高成本项目及新增产能的经济性将受到严重削弱，进而抑制资本开支意愿，最终制约远期的供给能力。这意味着，锂价的上行空间由供需格局决定，而下行底线则由边际成本与资本开支意愿共同支撑。因此，即便短期因情绪或库存扰动出现超跌，只要需求不发生崩塌式萎缩，锂价就难以在激励价格区间下方长期运行。

3.2 公司一体化布局加速落地，锂业务迎来兑现期

量：采选放量叠加锂盐扩产，锂板块进入产能兑现阶段。根据国城集团官方信息，2025 年为业务夯实期，金鑫矿业 5000 吨/天选厂扩建与德阳锂盐一期建设稳步交叠，已完成产业链纵向延伸的初步布局。步入 2026 年，上游选矿厂已进入带料试车及产能爬坡阶段，二季度起将形成稳定的精矿供给支撑；同期，德阳锂盐一期项目按前期规划推进投产及爬坡进程。公司矿山具备独特的阳面地理优势，叠加二期选厂加装的防寒保温措施，将有效平滑高海拔地区常见的“冬歇期”产量波动，大幅提升全年作业率。在阿坝州“原矿不出州”的政策导向下，园区冶炼配套已成为矿端放量的高效承接点。展望 2027 至 2029 年，公司已规划了清晰的递进式产出蓝图，随着 500 万吨矿权扩证与配套工程的有序落地，锂盐板块将分三阶段释放增长潜力：一期项目产出目标为 6 万吨电池级碳酸锂；二期项目拟进一步扩充 6 万吨电池级碳酸锂及 3 万吨电池级氢氧化锂产能，深化多品种覆盖；远期三期项目则规划 5 万吨碳酸锂、氢氧化锂及金属锂产能。通过阶梯式投产节奏，公司锂业务产量中枢有望实现逐级抬升，构筑起具备长期确定性的业绩高增长极。

表 9：公司锂板块产能布局清晰，采选冶一体化加速落地

项目名称	金鑫矿业选矿项目（党坝锂矿配套）	四川国城锂业 20 万吨基础锂盐项目（一期）	四川国城锂业 20 万吨基础锂盐项目（二期）	四川国城锂业 20 万吨基础锂盐项目（三期）
矿种/类型	锂矿采选	锂盐 / 冶炼	锂盐 / 冶炼	锂盐 / 冶炼
所在地区	四川-党坝矿区	四川-德阳产业园区	四川-德阳产业园区	四川-德阳产业园区
权益比例	48%	75%	75%	75%
储量	氧化锂储量 112 万吨，折 LCE 约 270 万吨	-	-	-
品位	锂精矿目标品位 6%，当前实际 5%+	-	-	-
项目进度	带料试车成功	在建	规划中	规划中

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

投产时间	2026 年 2 月试车成功，二季度正式投产	2025 年 2 月全面开工；2025 年 12 月建成调试；2026 年 3 月建成投产	计划 2027 年初开工	预计 2029 年初开工
设计产能	一期 150 万吨采选；二期规划 500 万吨采选	6 万吨/年	9 万吨/年	5 万吨/年

数据来源：国城集团官网，国城集团公众号，财联社，新华网，东方财富网，东方证券研究所

成本：锂业务成本结构持续优化，一体化布局驱动中枢进一步下移。公司锂板块目前表现出良好的成本控制能力，随着“采选冶一体化”布局的深化，未来成本中枢仍具显著下行空间。随着 2026 年自有选厂投产并进入产能爬坡期，规模效应与生产自主权的提升将驱动成本结构进一步优化。我们预计公司参股金鑫矿业 2026 年锂精矿生产成本在行业中或具备较强竞争力，且待二期项目达产后成本有进一步下移空间。资源端的卓越禀赋与成熟开采工艺，为上游成本的安全边际提供了长期支撑，党坝锂矿矿山采用技术成熟且成本低廉的平洞开采方式，约 80%的资源量高度集中于 8 号主矿体，其矿体厚度大、剥采比易控的物理特性，极大降低了单位矿石的开采强度与安全维护投入。展望未来，公司已确立了多维度的内生性降本路径，进一步释放盈利弹性。首先，随着自有选厂逐步满产，公司将减少对外部加工环节的依赖，通过实现全流程的自主化生产压降中间成本。其次，通过优化运输组织链路与集约化管理，有望显著降低目前物流环节的溢价空间。最后，依托采选冶规模的阶梯式扩张，公司将同步强化对伴生资源的综合利用效率，进一步平摊单位产品的固定成本。

四、传统业务稳健利润筑底，金矿储备打开远期空间

4.1 传统业务：成熟矿山与多产品体系构成公司利润底盘

多元矿产协同，夯实传统业务底盘。公司传统业务已构建起以东升庙矿业为核心，金鹏矿业与中都矿产为重要补充的多金属矿山布局，资产主体均实现 100%控股。该板块覆盖铅、锌、银、铜、金及硫等多种资源品种，形成了极具韧性的资源底盘。其中，东升庙矿业作为核心支柱，矿石储量高达 1.38 亿吨，具备 130 万吨/年的稳健采选能力；金鹏与中都两家矿山则在资源储备及后续开发方面与核心矿区形成有效梯队，共同支撑公司传统业务的经营稳健性。在深耕上游采选的同时，公司通过临河新海冶炼公司实现了产业链的纵向延伸。该业务利用东升庙矿业产出的硫铁粉作为核心原料，配套 10 万吨/年工业硫酸及次铁精粉产能。“矿山产出-延伸加工”的业务模式，不仅提升了副产品的附加值与资源综合利用率，更在内部形成了循环经济闭环，显著增强了传统业务板块的整体抗风险能力与经营完整性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

表 10：公司传统有色资源储备丰富

资产主体	东升庙矿业	金鹏矿业	中都矿产
矿床名称	东升庙硫铁矿	中家山铅锌（金银）矿	大王府铅锌矿
金属储量	锌 166.02 万吨；铅 4.53 万吨；铜 1.24 万吨；硫折标量 5031.09 万吨	铅 5.2 万吨；锌 6.8 万吨；金 2.88 吨；银 96 吨	金金属量 16.22 吨；锌金属量 3.22 万吨；铅金属量 4.34 万吨；铜金属量 1544 吨；银金属量 147 吨
资源储量	矿石量约 1.38 亿吨	矿石量约 173 万吨	矿石量 992.43 万吨
年采选能力	130 万吨/年	15 万吨/年	35 万吨/年
主要产品	铅精矿、锌精矿、硫精矿、铜精矿、硫铁粉	锌精矿、铅精矿、硫精矿、伴生银	金精矿、铅精矿、锌精矿，伴生银及少量铜
权益占比	100%	100%	100%
矿权有效期	2009/1-2029/1	2018/7–2027/7	2025/1-2035/1

数据来源：国城矿业官网，资产评估书，中国自然资源部，东方财富网，东方证券研究所

表 11：硫资源综合利用业务完善传统有色产业链协同布局

资产主体	业务性质	主要原料来源	主要产品	产能	权益占比	业务定位
临河新海冶炼公司	硫资源综合利用及冶炼配套	以东升庙矿业生产的硫铁粉为原料	92.5%、98%工业硫酸，105%、115%发烟硫酸，液体 SO_3，次铁精粉等	工业硫酸 10 万吨/年，次铁精粉 10 万吨/年	100%	传统业务配套冶炼平台，提升资源综合利用率并增厚稳定收益

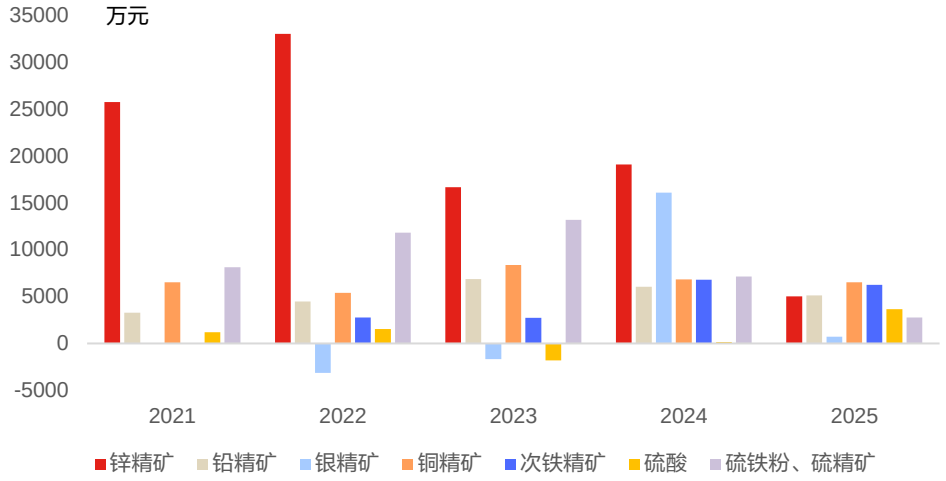
数据来源：国城矿业官网，证券时报网，东方财富网，东方证券研究所

传统采选业务通过稳健的品种结构筑牢经营韧性底盘。锌精矿长期作为公司传统业务的核心利润支柱，为整体业绩提供了稳固的基础支撑。2025 年，公司对业务布局进行了战略性调整，将生产资源与管理精力向盈利能力更强的钼精矿业务倾斜，导致锌精矿产销量出现了预见性的下调，利润规模收窄。资源配置的优化虽在短期内压制了传统锌矿的业绩贡献，但显著提升了公司向高附加值矿产转型的效率。与此同时，铅、铜及次铁精矿等副产品持续贡献稳定收益，增强了传统板块在转型期内的盈利韧性。此前，银精矿及硫酸业务因矿山复工节奏及成本波动曾出现阶段性亏损，但盈利能力已随着生产恢复和成本控制而修复。银精矿的利润贡献于 2025 年基本出清，这主要源于公司对非核心资产的战略性剥离：公司于 2024 年底启动重大战略重组，拟转让控股子公司宇邦矿业 65%的股权，随着该项重组的实质性推进，自 2025 年起宇邦矿业不再纳入公司合并报表范围，导致报表端银精矿利润相应调减。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图 40：公司传统业务毛利由锌精矿主导转向相对多元



数据来源：东方财富网，iFind，东方证券研究所

中长期展望：核心品种供需格局向好，传统板块基本面支撑有力。铅、锌、铜等传统有色金属在未来数年内仍具备一定基本面支撑，为公司传统业务持续贡献稳定利润提供产业基础。锌方面，国际铅锌研究小组（ILZSG）预计，2026 年全球精炼锌市场需求小幅上行，价格中枢具备支撑；铅方面，ILZSG 预计 2026 年全球精炼铅需求仍将增长，市场维持小幅短缺，显示铅需求在存量更换和工业应用支撑下韧性仍存；铜方面，IEA 指出，铜是电力相关技术和能源转型中最关键的基础金属之一，在既有政策情景下其需求到 2040 年仍有显著增长空间，这意味着铜需求主线具较高确定性。此外，硫铁粉虽然并非公司传统板块的核心利润来源，但其对提升资源综合利用率和增强盈利稳定性仍具备现实意义。硫铁粉本质上依托公司多金属矿山伴生硫资源形成，具有较强的副产品属性，其盈利更多取决于资源综合回收能力和下游化工需求，整体波动通常小于单一高弹性金属品种。

图 41：全球铅需求保持温和增长，下游消费韧性较强



数据来源：ILZSG，东方证券研究所

图 42：全球锌需求逐步企稳回升，下游支撑增强



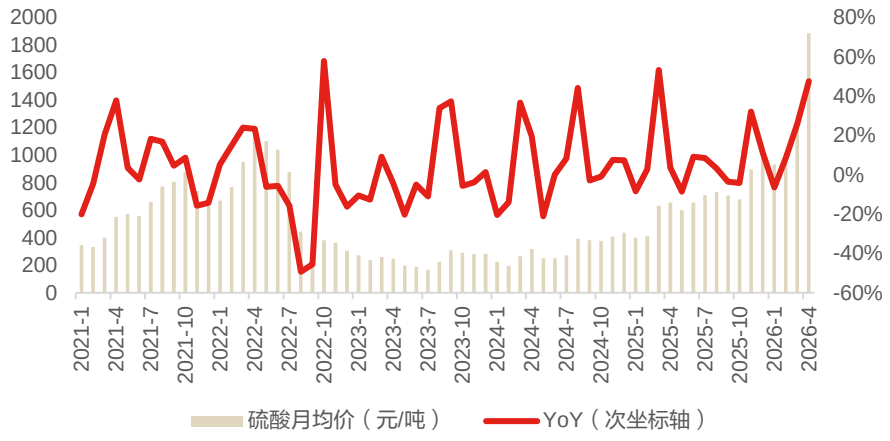
数据来源：ILZSG，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

硫酸业务依托资源综合利用并持续贡献稳定补充收益。公司依托临河新海冶炼公司，以多金属矿山伴生硫铁粉为核心原料，形成了硫资源综合回收及冶炼配套体系，当前具备工业硫酸 10 万吨/年的生产能力。从盈利表现来看，硫酸及硫系副产品除 2023 年以外持续贡献稳定利润，虽整体利润弹性弱于核心金属品种，但在传统业务板块中已形成一定的补充收益。根据 USGS，硫酸作为基础化工原料被广泛应用于磷肥、化工及部分冶金环节，下游需求具备较强工业刚性。从历史走势看，硫酸价格近年来整体中枢呈震荡抬升趋势，反映出其供需格局仍具一定支撑。随着资源综合利用效率持续提升，硫酸业务有望持续贡献稳定现金流，并在中长期平滑业绩波动方面发挥积极作用。

图 43：硫酸价格逐步走强有望提升副产品盈利水平



数据来源：iFind，东方证券研究所

4.2 金矿产能释放渐近，稀贵金属增量价值逐步兑现

金矿资源储备扎实，远期开发价值突出。在公司的稀贵金属战略远景规划中，金矿业务作为核心价值增量，正依托全资子公司中都矿业实现产能释放。从资源禀赋来看，公司旗下的大王府铅锌多金属矿展现出极高的开发潜力：其采矿权范围内保有矿石量达 992.43 万吨，探明金金属量达 16.226 吨，资源基础坚实。根据最新披露的项目规划，该矿山采选建设工程设计规模为 35 万吨/年，预计建成后生产周期可达 23 年。除投产初期与收尾阶段外，中间 21 年均可维持满负荷运营状态，尽管目前矿权有效期至 2035 年，但基于丰富的储备，未来续展预期明确。由于该项目由上市公司 100%全资控股，这种长效且稳定的盈利产出将全额归母，极大地保证了公司资产价值的内含增量与长期估值的清晰度。

表 12：中都矿业金矿储备扎实且达产后有望贡献稳定增量

项目	矿区面积	采矿规模	品位	金属储量	年产量	回收率	达产年份

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

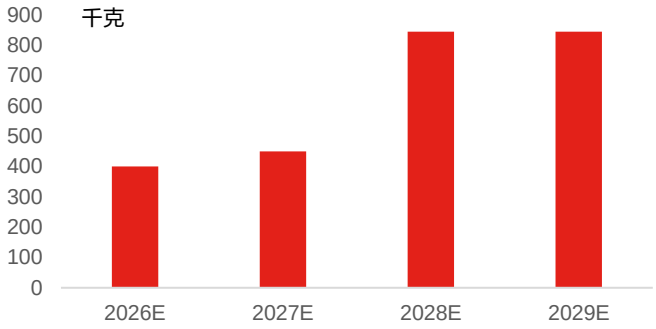
仅供内部参考，请勿外传

大王府金矿	1.875km²	35 万吨/年	2.41 克/吨	16.23 吨	达产后 844 千克	81.91%	2028

数据来源：国城矿业官网，探矿权评估报告书，东方证券研究所

采选项目稳步推进，金矿业务盈利弹性可期。随着采选工程的逐步落地，金矿业务有望贡献显著的产量增量并构建起稳健的成本护城河。根据大王府矿山 2.41 克/吨的平均金品位测算，我们预计达产后金金属年产量中枢将有望稳定在 840-860 千克左右。在成本维度，该项目展现出独特的结构性优势，我们预计完全成本约为 350-400 元/克。值得关注的是，作为典型的多金属共生矿床，该业务具备极强的成本冲抵能力。通过对矿石中伴生铅、锌等副产品的综合回收与销售，公司能够有效抵消采选过程中的部分固定支出，实际净成本在扣除伴生矿收益后有望进一步下探。这种以金为主、铅锌协同的产出模式，不仅增强了公司抵御单一金属价格波动的韧性，更使其在金价景气周期中具备更宽阔的利润边际与溢价空间。

图 44：我们预测公司黄金产量在 2028 年或将达 800kg 以上



数据来源：公司公告，东方证券研究所

五、盈利预测及投资建议

我们认为公司未来仍具备较强的成长性，盈利中枢有望持续抬升，原因在于：1）钼业务方面，大苏计钼矿并表后已成为公司核心利润来源，在全球钼供给偏紧、特钢及高端制造需求稳步增长的背景下，钼价中枢有望维持高位；同时公司具备露天开采、原生矿低成本等资源禀赋优势，钼业务盈利能力有望持续增强；2）锂业务方面，公司已形成“锂矿采选+锂盐加工”一体化布局，随着金鑫矿业选矿厂及相应扩建项目逐步投产，锂业务有望于 2026 年起进入放量兑现阶段，在锂价企稳修复背景下，未来有望为公司贡献显著边际利润增量；3）金矿及传统有色业务方面，金矿项目有望驱动新增利润弹性，传统铅锌等成熟业务则持续提供稳定现金流支撑。

关键假设：

根据公司核心项目投产节奏及业务经营特征，我们预计：a）大苏计钼矿采选效率持续提升，且 800 万吨/年采选规模许可证有望于 2027 年前取得，未来钼业务产销规模稳步增长；b）德阳锂盐一期项目将于 2026 年持续放量，预计 2027 年二期项目正式开工，推动锂业务进入加速扩张阶段；c）中都矿产金矿项目于 2028 年达产，在达产前基建及试生产阶段，每年仍可贡献数百公斤黄金

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

产量；d）传统业务方面，成熟矿山资产经营稳健，预计未来将维持稳定运行。

（1）根据以上假设与预测，我们预计 2026-2028 年公司钼精矿、锂盐、矿产金金属产量分别为 7926/8943/9178 金吨、2.7/3.6/8 万吨、400/450/844 千克。

（2）我们预计公司 2026-2028 年将受益于军工特钢及高端制造需求带动的钼价中枢上行，钼业务毛利率有望维持高位；锂业务主要为并表范围内德阳锂盐一期爬坡放量及二期项目推进，规模逐步增长，但主要毛利仍集中于上游的精矿采选环节；金矿业务则凭借较高品位及丰富资源储备，将持续贡献新增盈利弹性。综合考虑下，我们预计 2026-2028 年公司钼精矿、锂盐、矿产金毛利率即将分别为 74.3%/75.2%/76.2%、3.5%/3.1%/3.7%、59.6%/55.0%/61.9%。

（3）我们预计受益于重要参股子公司金鑫矿业锂矿采选爬坡，公司 2026-2028 年投资收益将逐年增长，分别为 10/15/27 亿元。

结合关键假设，我们预计 2026-2028 年公司营业收入合计达到 101/121/181 亿元，业务综合毛利率分别为 28.4%/27.6%/22.8%。

盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
钼精矿					
销售收入（百万元）	2,181.2	2,440.0	3,091.3	3,666.5	3,992.5
增长率		11.9%	26.7%	18.6%	8.9%
毛利率	66.3%	70.3%	74.3%	75.2%	76.2%
锂盐					
销售收入（百万元）	- 0	- 0	4,300.9	5,734.5	10,973.5
增长率				33.3%	91.4%
毛利率			3.5%	3.1%	3.7%
矿产金					
销售收入（百万元）	- 0	- 0	318.6	338.5	732.0
增长率				6.3%	116.2%
毛利率			*59.6%*	*55.0%*	*61.9%*
其他业务					
销售收入（百万元）	1,921.9	2,366.0	2,366.0	2,366.0	2,366.0
增长率	60.7%	23.1%	-0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	28.1%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
合计	4,103.1	4,806.0	10,076.7	12,105.5	18,063.8
增长率	243.1%	17.1%	109.7%	20.1%	49.2%
综合毛利率	48.4%	40.2%	28.4%	27.6%	22.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

根据公司所属行业特征及业务布局，我们选取业务模块与国城矿业部分相近的企业作为可比公司，采用 PE 估值法：

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

考虑到公司仍处在扩证、产能陆续投放的阶段，我们参考 2028 年可比公司平均 11X PE 水平，并结合后续产能继续爬坡或驱动公司增速较快且若完成国城实业剩余股权的收购将增厚公司业绩，我们给予公司 20%的估值溢价，对应 13X PE，每股合理估值为 46.02 元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
		2026/6/18	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
金钼股份	601958	27.70	0.98	1.14	1.21	1.31	28.33	24.20	22.88	21.10
洛阳钼业	603993	20.04	0.95	1.54	1.73	1.91	21.08	12.98	11.55	10.49
盛新锂能	002240	45.74	-0.97	2.07	2.61	3.08	-47.14	22.14	17.51	14.84
盐湖股份	000792	29.75	1.60	2.14	2.39	2.59	18.57	13.89	12.43	11.48
盛屯矿业	600711	12.83	0.63	1.16	1.52	2.01	20.22	11.08	8.43	6.38
赤峰黄金	600988	30.59	1.62	2.75	3.26	3.97	18.86	11.14	9.37	7.70
西部矿业	601168	31.75	1.53	2.20	2.53	2.80	20.77	14.45	12.56	11.36
调整后平均							19.90	14.92	12.69	11.17

数据来源：Wind，东方证券研究所

六、风险提示

项目建设及投产不及预期风险：大苏计钼矿扩产、党坝锂矿选厂爬坡及德阳锂盐项目建设若推进不及预期，或影响未来产量释放节奏。我们当前预计 2028 年公司锂产量 8 万吨 LCE，对应 2028 年 EPS 为 3.54 元；若产量不及预期至 6 万吨 LCE，则对应 2028 年 EPS 为 2.99 元（相较中性预期将下滑 15.5%）；若产量超出预期至 10 万吨 LCE，则对应 2028 年 EPS 为 4.08 元（相较中性预期将提升 15.3%）。

矿权审批及政策变化风险：大苏计钼矿采矿权扩证、环保审批及资源开发政策存在不确定性，或对项目进度产生影响。

下游需求不及预期风险：若新能源车、储能、高端制造等终端需求增长放缓，可能影响锂、钼产品价格及销量。

股权收购不及预期风险：若国城实业剩余 40%股权收购未能按计划完成或出现障碍，可能对公司整体估值产生不利影响。

安全生产及地质扰动风险：矿山开采过程中安全生产、自然灾害及资源品位波动等因素带来风险。

假设条件变化影响测算结果风险：本报告中对钼、锂、矿产金价格与成本等数据的测算依赖于对行业供需判断、行业平均成本水平等假设，若实际情况与假设不符，盈利预测可能存在偏差，进而对估值产生不利影响。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	184	907	7,380	9,700	16,368
应收票据、账款及款项融资	299	550	789	1,072	1,694
预付账款	19	120	133	173	316
存货	411	475	1,159	1,520	2,320
其他	503	103	80	85	89
流动资产合计	**1,416**	**2,155**	**9,541**	**12,550**	**20,788**
长期股权投资	1,279	1,285	1,122	1,229	1,212
固定资产	4,769	4,562	6,092	6,041	5,785
在建工程	813	1,413	113	37	29
无形资产	3,080	1,075	1,044	1,014	983
其他	730	641	574	563	555
非流动资产合计	**10,670**	**8,976**	**8,945**	**8,883**	**8,565**
资产总计	**12,086**	**11,131**	**18,486**	**21,433**	**29,353**
短期借款	225	1,118	514	619	750
应付票据及应付账款	1,498	1,349	6,204	5,952	9,332
其他	2,622	1,869	2,336	2,540	2,489
流动负债合计	**4,345**	**4,336**	**9,054**	**9,111**	**12,572**
长期借款	894	2,280	2,280	2,280	2,280
应付债券	732	0	0	0	0
其他	789	1,125	1,158	1,195	1,236
非流动负债合计	**2,414**	**3,405**	**3,438**	**3,475**	**3,516**
负债合计	**6,759**	**7,742**	**12,492**	**12,586**	**16,088**
少数股东权益	1,199	788	1,417	2,174	3,046
实收资本（或股本）	1,125	1,185	1,185	1,185	1,185
资本公积	1,340	202	232	232	232
留存收益	1,489	1,160	3,105	5,200	8,746
其他	173	55	55	55	55
股东权益合计	**5,326**	**3,390**	**5,994**	**8,847**	**13,265**
负债和股东权益总计	**12,086**	**11,131**	**18,486**	**21,433**	**29,353**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	823	1,534	2,574	3,339	5,063
折旧摊销	351	862	596	738	801
财务费用	128	154	112	57	18
投资损失	(32)	(794)	(1,037)	(1,454)	(2,716)
营运资金变动	428	(1,389)	4,503	(786)	1,761
其它	(1,388)	725	50	53	39
经营活动现金流	**311**	**1,093**	**6,797**	**1,946**	**4,965**
资本支出	(1,108)	(243)	(839)	(630)	(544)
长期投资	(480)	3	214	(107)	17
其他	1,268	1,320	1,037	1,454	2,716
投资活动现金流	**(320)**	**1,080**	**413**	**718**	**2,189**
债权融资	470	1,023	(51)	95	46
股权融资	1,134	(1,079)	30	0	0
其他	(1,661)	(1,499)	(715)	(438)	(532)
筹资活动现金流	**(57)**	**(1,555)**	**(736)**	**(344)**	**(486)**
汇率变动影响	0	(0)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(65)**	**618**	**6,473**	**2,320**	**6,668**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**4,103**	**4,806**	**10,077**	**12,105**	**18,064**
营业成本	2,117	2,872	7,219	8,767	13,942
销售费用	9	12	12	13	14
管理费用	307	264	277	290	303
研发费用	41	42	44	46	48
财务费用	128	154	112	57	18
资产、信用减值损失	82	46	44	49	38
公允价值变动收益	(15)	(9)	0	0	0
投资净收益	32	794	1,037	1,454	2,716
其他	(299)	(288)	(303)	(318)	(332)
营业利润	**1,136**	**1,914**	**3,103**	**4,020**	**6,085**
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	82	53	50	61	55
利润总额	**1,055**	**1,863**	**3,054**	**3,960**	**6,032**
所得税	231	328	480	620	968
净利润	**823**	**1,534**	**2,574**	**3,339**	**5,063**
少数股东损益	372	458	629	757	872
归属于母公司净利润	**451**	**1,076**	**1,945**	**2,582**	**4,191**
每股收益（元）	0.38	0.91	1.64	2.18	3.54

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	243.1%	17.1%	109.7%	20.1%	49.2%
营业利润	1404.7%	68.5%	62.1%	29.6%	51.4%
归属于母公司净利润	619.8%	138.5%	80.7%	32.7%	62.3%
获利能力					
毛利率	48.4%	40.2%	28.4%	27.6%	22.8%
净利率	11.0%	22.4%	19.3%	21.3%	23.2%
ROE	12.8%	32.0%	54.2%	45.9%	49.6%
ROIC	15.1%	22.9%	32.9%	32.2%	35.4%
偿债能力					
资产负债率	55.9%	69.5%	67.6%	58.7%	54.8%
净负债率	39.6%	88.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.33	0.50	1.05	1.38	1.65
速动比率	0.23	0.39	0.93	1.21	1.47
营运能力					
应收账款周转率	162.2	103.0	77.9	73.9	83.2
存货周转率	8.4	6.5	8.8	6.5	7.3
总资产周转率	0.4	0.4	0.7	0.6	0.7
每股指标（元）					
每股收益	0.38	0.91	1.64	2.18	3.54
每股经营现金流	0.28	0.92	5.74	1.64	4.19
每股净资产	3.48	2.20	3.86	5.63	8.62
估值比率					
市盈率	109.7	46.0	25.4	19.2	11.8
市净率	12.0	19.0	10.8	7.4	4.8
EV/EBITDA	32.5	17.9	13.8	10.9	7.6
EV/EBIT	41.5	25.4	16.3	12.9	8.6

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。