长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

| 证券研究报告 |



公司研究 | 深度报告 | 国城矿业（000688.SZ）

国城矿业：钼锂筑基，金铜启城——多元化资源平台的进阶之路

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

公司作为在手资源均在国内的高度自主可控资源矿企，已经打开“钼矿夯实盈利、锂矿释放弹性、金铜接续成长、综合利用增厚收益”的多元发展前景，未来资源成长潜力值得期待。预计公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 26.51、31.51、40.13 亿元，对应 PE 11X、9X、7X。

分析师及联系人



王鹤涛

SAC：S0490512070002

SFC：BQT626



赵超

SAC：S0490519030001

SFC：BUY139



王筱茜

SAC：S0490519080004

SFC：BWM115



肖百桓

SAC：S0490522080001



周相君

SAC：S0490525080007

| 证券研究报告 |

2026-10-08

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

国城矿业（000688.SZ）

国城矿业：钼锂筑基，金铜启城——多元化资源平台的进阶之路

国城矿业：资源版图加速扩张，迈向多金属平台型矿企

国城矿业立足早期传统铅锌采选的长期积淀，依托国城集团极具竞争力的资源整合与项目孵化能力，加快向多金属资源平台转型。公司前身于 1997 年上市，2013 年通过重组注入东升庙矿业，逐步积累矿山开发、选矿加工和多金属综合回收经验。2018 年国城集团入主后，持续以较低对价获取资源，通过债务重整、矿权完善和项目建设培育资产，再择机注入上市公司。**依托集团赋能与自身并购，公司不断拓宽资源版图，迅速成长为布局锂、钼、铜、金、铅锌等国内优质资源的多元矿企。一方面，大苏计钼矿凭借自身资源禀赋以及露天规模化运营方式，成本优势奠定现金流稳定贡献，铅锌提供成熟矿山运营基础；另一方面，党坝锂矿采选扩建与锂盐产能释放打开成长空间，金铜资源开发储备远期增量，硫铁钛循环利用进一步挖掘共伴生资源价值。立足国内资源自主可控优势，公司有望在产能扩张与资源价值兑现中实现跨周期成长。**

锂矿：资源禀赋构筑强量增+低成本，一体化优势明显

党坝锂矿进入产能兑现期，采选冶一体化拓宽成长空间。2022 年，公司通过收购国城常青取得金鑫矿业 48%股权，布局四川党坝锂辉石矿。经过资源核实、矿证扩能和选厂建设，金鑫矿业已取得 100 万吨/年采矿许可证，5000 吨/日选矿厂改扩建项目进入试生产，2026 年上半年实现收入 12.81 亿元、净利润 7.6 亿元。**公司正推进采矿规模扩至 500 万吨/年的审批及配套建设，锂资源端产量有望持续增长。锂盐产能同步扩张，有助于提升一体化盈利能力。此外，集团持有的金鑫矿业约 25%股权具备后续注入可能，有望进一步增厚上市公司的锂资源权益。**

钼矿：成本优势行业领先，产能扩张强化盈利

大苏计钼矿以低成本贡献核心利润，扩产与权益提升进一步增强盈利。公司于 2025 年 12 月完成国城实业 60%股权交割并纳入合并报表，2026 年 8 月收购剩余 40%股权，实现全资控股。**核心资产大苏计钼矿位于内蒙古乌兰察布市卓资县，属于国内超大型钼矿床，资源品质位居全国前三、产能位居全国第四。目前大苏计钼矿持有 500 万吨/年采矿许可证，现有产能已充分释放，公司正推进采矿规模扩至 800 万吨/年的审批及配套建设。高品位、露天开采与规模化运营共同构成成本优势，支撑公司钼业务长期维持较高毛利率，并为公司提供稳定现金流。**

多金属资源：铅锌硫铁夯实底盘，金铜钛业务打开增量

除锂钼两大主线业务外，公司积极布局其他资源赛道以实现周期跨越，铅锌支撑存量经营，硫铁钛改善盈利，金铜储备培育中长期增量。公司传统业务铅锌积淀深厚运营发展稳健，且依托多年采选经验，持续推进技改与资源综合利用，硫铁钛循环业务经营状况明显改善。**金铜作为两大炙手可热的大宗金属资源，已然成为矿企争相瞄准的重点领域，而国内自主可控的优质资源更尤为稀缺。公司近年来持续以较低对价锁定国内金铜资源并积极推进前期布局，目前中都金矿已由勘探转入建设，早期资源布局进入开发阶段，植云铜业为公司扩充铜资源储备，随矿权完善与开发推进，未来价值潜力可期。后续伴随两大优质项目运营建设的加速落地，国内优质金铜资源储备有望逐步转化为实际产量利润贡献，进而强化公司多金属平台持续成长能力。**

落地投资：钼锂为基，铜金展翼，多资源平台潜力可期

公司作为在手资源均在国内的高度自主可控资源矿企，已经打开“钼矿夯实盈利、锂矿释放弹性、金铜接续成长、综合利用增厚收益”的多元发展前景，未来资源成长潜力值得期待。预计公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 26.51、31.51、40.13 亿元，对应 PE 11X、9X、7X。

风险提示

1、金属价格波动可能影响盈利与资产估值；2、项目建设及达产不及预期风险；

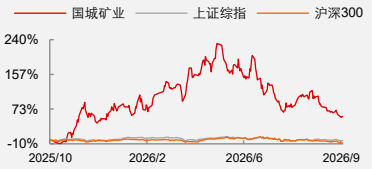
3、安全环保与资源核实约束矿山经营；4、盈利预测不及预期。

公司基础数据

当前股价(元)	24.24
总股本(万股)	118,507
流通A股/B股(万股)	118,506/0
近12月最高/最低价(元)	52.73/13.64

注：股价为 2026 年 9 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

国城矿业：资源版图加速扩张，迈向多金属平台型矿企 6
锂矿：资源禀赋构筑强量增+低成本，一体化优势明显 8
川矿禀赋优势明显，资源增储同综合利用潜力均可期 9
资源量增弹性显著，冶炼配套延拓利润 9
国内川矿资源高度自主可控，德阿园区产业集群优势明显 10
锂行业：确定性供需短缺格局，锂价有望稳步上行 12
钼矿：成本优势行业领先，产能扩张强化盈利 13
大型钼矿资源丰厚，增储扩产潜力十足 13
露采经济效益明显，强化自采再度降本 14
钼精矿产销稳健，高毛利构筑盈利中枢 15
钼行业：油气军工金属，“以钼代钨”打开远期空间 16
多金属资源：铅锌硫铁夯实底盘，金铜钛业务打开增量 19
铅锌：传统主业基础深厚，技改扩建构筑护城河 19
硫铁钛循环：资源综合利用贯通产业链，产能释放静待盈利兑现 21
金铜：低价购入优质资源，矿证落地启动开发 22
落地投资：钼锂为基，铜金展翼，多资源平台潜力可期 23
风险提示 24

图表目录

图 1：公司逐步形成锂、钼、铅锌、金、铜等多资源布局 7
图 2：公司股权结构高度集中，截至 2026 年 7 月 28 日，甘肃建新实业集团有限公司和国城控股集团有限公司分别直接持股 36.37%和 23.54%，合计持股 59.91% 8
图 3：截至 2026 年中报，金鑫矿业拥有党坝锂矿 100%权益，公司间接持有党坝锂矿 48%权益 9
图 4：2022 年锂价高位，金鑫矿业年全年实现净利润 2.38 亿元 10
图 5：2023 年金鑫矿业确认投资收益占公司归母净利润 80% 10
图 6：依托德阿园区助力国城锂业锂盐产线快速发展 12
图 7：公司持续扩张锂盐加工产能，远景达 20 万吨锂盐产能（万吨） 12
图 8：大苏计钼矿实际选矿量逐年增长 14
图 9：2025 年大苏计钼矿产销量回暖 16
图 10：国城实业业务维持高盈利状态，为上市公司提供稳定现金流 16
图 11：钼的直接消费应用（2024 年） 16
图 12：钼的终端消费应用（2023 年） 16
图 13：钼价、钼的消费量与油价的关系 17
图 14：随着钼矿并表，铅锌业务由盈利主线转为存量底盘 19
图 15：锌精矿产销呈下降趋势 20
图 16：铅精矿产销呈下降趋势 20
图 17：锌精矿毛利率波动较大，铅精矿毛利率相对稳定 21

图 18：硫铁钛循环流程图 21
图 19：次铁精矿、钛白粉自 2024 年起快速放量 22
图 20：2025 年钛白粉收入大幅增长 22

表 1：党坝锂矿与同阶段其他锂矿收购对价对比，党坝锂矿收购的 价格优势更明显 8
表 2：党坝锂矿资源增储情况 9
表 3：近年川西锂矿基建及开发投入加速 11
表 4：近年大量四川锂矿竞拍 11
表 5：公司先后收购国城实业 60%和 40%股权，目前全资拥有大苏计钼矿控制权 13
表 6：大苏计钼矿资源禀赋优异 14
表 7：大苏计钼矿露天开采实际表现优秀 15
表 8：大苏计钼矿露天开采实际表现优于设计值 15
表 9：大苏计钼精矿单位成本持续低于盛龙南泥湖 15
表 10：大苏计钼矿资源品位与选矿模式奠定较低成本 15
表 11：公司当前铅锌资源集中于东矿、金鹏矿业和中都矿产三家主体 20
表 12：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元） 24

国城矿业：资源版图加速扩张，迈向多金属平台型矿企

国城矿业立足早期传统铅锌采选的长期积淀，依托国城集团极具竞争力的资源整合与项目孵化能力，正式向多金属资源平台转型。公司前身于 1997 年上市，并于 2013 年通过重大资产重组注入东升庙矿业开启矿业之路，确立以铅锌采选为核心的业务基础，并在长期运营中积累矿山开发、选矿加工及多金属综合回收经验。**2018 年国城集团入主后，凭借矿业重整、资源价值判断及资产培育能力，持续以较低对价获取优质资源，通过化解债务、完善矿权及推进建设释放资产价值，再择机注入上市公司，进而逐步形成集团资源孵化与上市公司开发运营相衔接的成长路径。依托集团赋能，公司不断拓宽资源版图，迅速成长为布局锂、钼、铅锌、硫铁钛、铜、金等资源的多元化矿企。**

依托集团支持与自主并购，公司持续布局国内优质矿产，构建锂、钼、铜、金等多金属资源体系。锂方面，公司于 2022 年取得金鑫矿业 48%股权，瞄准四川党坝锂矿开发，目前已形成 100 万吨/年采矿规模以及 5000 吨/日的选矿规模。公司积极推进 500 万吨采矿证扩证进程，强化远景量增弹性并配套后端冶炼加工，巩固一体化优势；**钼方面，**公司于 2025-2026 年分别收购集团体内国城实业 60%/40%股权以实现全资控股大苏计钼矿优质国内钼资源。依托强资源禀赋奠定成本优势的同时，公司也在推动 500 万吨至 800 万吨的扩证进程，打开盈利天花板，进一步强化现金流贡献；**金方面，**公司早期以较低对价布局中都矿产，历经多年勘探和审批，于 2025 年 1 月取得 35 万吨/年采矿证，正式由资源储备阶段转向开发建设阶段；**铜方面，**公司于 2026 年以 3.65 亿元收购植云铜业 100%股权，进一步拓宽大宗金属布局。公司积极推进植云铜业涉及的采矿权证延续、探矿权证过户，成长潜力可期。**铅锌方面，**作为奠定公司矿业化发展的基础，铅锌传统业务近年来运营稳健。东升庙大型锌硫多金属矿是当前铅锌资源的绝对核心，构建存量盈利底盘。**硫铁钛方面，**依托东升庙多金属矿中的共伴生硫铁资源，形成“多金属采选-硫精矿及硫铁粉-工业硫酸-次铁精矿-钛白粉”的资源综合利用链条。伴随硫酸价格上涨以及钛白粉放量，经营情况明显改善，开始贡献盈利。

经过持续资源整合与产业链延伸，公司已形成成熟矿山贡献盈利、新增项目接续成长的业务格局。一方面，大苏计钼矿依托资源品位优势、露天开采及规模化运营能力贡献核心利润与现金流，铅锌业务提供成熟矿山运营基础；另一方面，党坝锂矿采选扩建与锂盐产能释放打开成长空间，金铜资源开发储备远期增量，硫铁钛循环利用进一步挖掘共伴生资源价值。**钼矿夯实盈利、锂矿释放弹性、金铜接续成长、综合利用增厚收益的多元发展前景值得期待。**

立足国内资源自主可控优势，公司有望在产能扩张与资源价值兑现中实现跨周期成长。在全球资源保护主义升温、关键矿产供应链重构的背景下，公司在手资源均布局国内，有助于减少海外矿权政策及跨境供应扰动，强化中长期资源保障。向后看，伴随大苏计钼矿 800 万吨项目扩建、党坝锂矿扩证及采选冶配套建设，有望持续释放产量与成本弹性；中都金矿和植云铜矿随着矿权完善及建设推进，有望逐步形成新增贡献。同时，集团持有的金鑫矿业约 25%股权仍具备后续注入可能。依托集团孵化、存量扩产与新矿开发协同推进，公司有望持续将资源储备转化为经营价值，拓展综合矿业平台的成长空间。

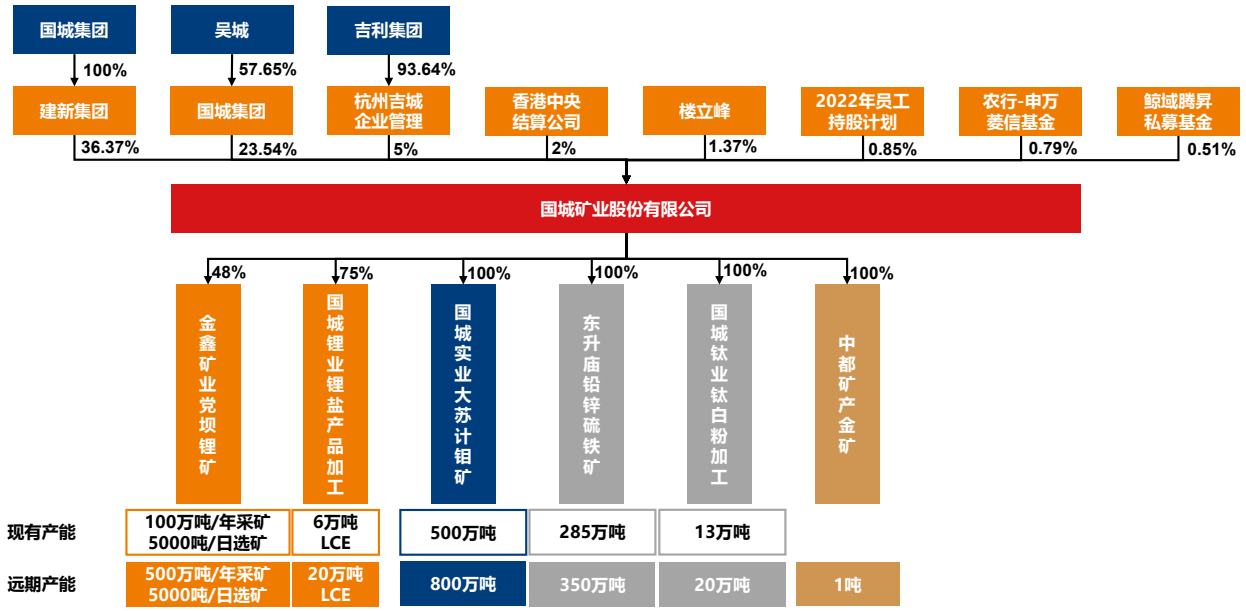
图 1：公司逐步形成锂、钼、铅锌、金、铜等多资源布局



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

控制权集中，为集团资源整合与长期布局提供稳定基础。吴城先生为公司实际控制人，并兼任国城控股集团有限公司及国城矿业董事长、总经理。截至 2026 年 7 月 28 日，甘肃建新实业集团有限公司和国城控股集团有限公司分别直接持股 36.37%和 23.54%，合计持股 59.91%。两大集团平台有利于统筹矿业资产整合、资本运作与资源布局。公司同时引入吉利集团作为长期战略股东，进一步加强与下游产业链的协同。

图 2：公司股权结构高度集中，截至 2026 年 7 月 28 日，甘肃建新实业集团有限公司和国城控股集团有限公司分别直接持股 36.37%和 23.54%，合计持股 59.91%



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

锂矿：资源禀赋构筑强量增+低成本，一体化优势明显

国城集团入主后，公司管理层充分研判后于 2022 年前瞻布局国内优质四川锂矿资源，目前正由资源布局迈入产能兑现阶段，扩产与一体化建设共同支撑成长。公司早于 2022 年通过收购国城常青取得金鑫矿业 48%股权切入四川党坝锂辉石矿开发，历经资源核实、矿证扩能和选厂建设，目前金鑫矿业已取得 100 万吨采矿权证，5000 吨/天选矿厂改扩建项目进入试生产阶段，2026H1 实现 12.81 亿元收入以及 7.6 亿元净利润，前期资源布局进入实质兑现阶段。**公司仍加速推进产能扩张，新增 500 万吨采矿证扩证手续积极推进中，伴随后续采选冶产能一体化同步扩建，远景量增弹性位居行业前列，潜力空间可期。同时，集团体内仍有约 25%金鑫矿业股权具备后续注入上市公司可能，公司锂资源保障能力有望进一步强化。**

表 1：党坝锂矿与同阶段其他锂矿收购对价对比，党坝锂矿收购的 价格优势更明显

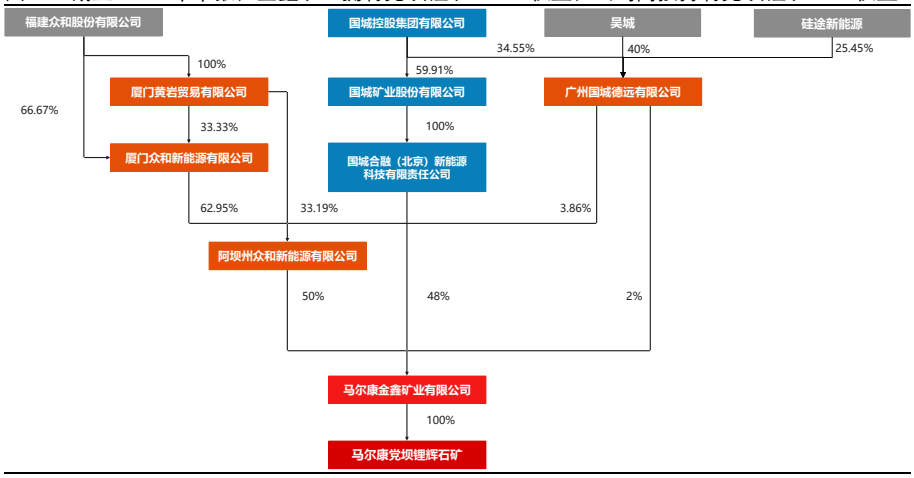
公司	收购标的	收购股权	收购时间	单吨 LCE 估值（元/吨）
盛新锂能	萨比星锂钽矿	51%	2021.11	4803
华友钴业	Arcadia 锂矿	100%	2021.12	1555
紫金矿业	湘源锂多金属矿	71%	2022.6	1174
海南矿业	Bougouni 锂矿	51%	2023.1	2766
国城矿业	马尔康党坝锂矿	48%	2022.10	892

资料来源：公司公告，长江证券研究所

川矿禀赋优势明显，资源增储同综合利用潜力均可期

党坝锂矿储量大、品位高，为规模扩张与成本控制提供资源基础。根据 2024 年资源储量评审备案，矿区累计查明矿石量 8425.5 万吨、Li_2O 资源量 112.07 万吨，折 LCE 约 277 万吨，平均品位 1.33%，较 2022 年披露的资源口径矿石量增加约 71%。目前党坝锂矿探矿权范围内仍有较大区域未完成勘查，未来公司将持续推进增储勘探，保障自身资源潜力持续兑现，为未来产能扩张提供充分的原料供应保障。此外党坝锂矿可开采矿种除锂矿外，也伴有铌、钽、铍、锡等伴生矿种，能够进一步丰富公司产品广度，以多品种资源综合利用摊薄成本，充分应对周期性风险。

图 3：截至 2026 年中报，金鑫矿业拥有党坝锂矿 100%权益，公司间接持有党坝锂矿 48%权益



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 2：党坝锂矿资源增储情况

披露时间	矿石量	Li_2O 资源量	Li_2O 平均品位	矿证生产规模
2022 收购公告	4,919.0 万吨	66.09 万吨	1.34%	5 万吨/年
2024 自然资源部评审备案	8,425.5 万吨	112.07 万吨	1.33%	100 万吨/年

资料来源：公司公告，长江证券研究所

资源量增弹性显著，冶炼配套延拓利润

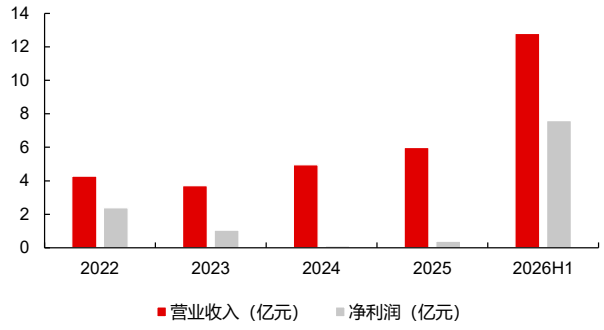
依托党坝锂矿的优质禀赋，公司持续加码采选环节产能扩张，目前具备 100 万吨采矿以及约 150 万吨的选矿产能，后续规划采矿证进一步扩大至 500 万吨并同步配套选矿产能扩建，远景量增弹性超 4 倍。早期 2022 年公司收购金鑫矿业 48%权益时，党坝锂矿尚不具备大规模稳定生产能力，而后公司投资建设 100 万吨采矿、150 万吨选矿及相关设施建设项目，并于 2023 年 12 月取得 100 万吨/年采矿证，且在锂行情降温的 2023-2024 年坚持对锂资源的价值判断，持续推进项目建设，伴随 2025 年选矿及相关配套工程建成并进入试生产阶段，2025 全年党坝锂矿原矿开采量达 57.7 万吨，且通过将原先的原矿下山转为精矿下山，运费成本也将进一步降低。**公司加速推进 500 万吨采矿证扩证手续，截至 2026 年 8 月已完成采矿许可证申请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。伴随后续采矿证扩证落地以及采选产能同步扩张，公司锂业务布局将正式进入量增加速释放期。

锂盐产能配套扩张，推动资源优势向一体化盈利转化。公司通过控股子公司国城锂业（75%股权比例），分一期 6 万吨+二期 9 万吨+三期 5 万吨建设年产 20 万吨高品质锂盐生产基地，计划总投资 105 亿元。一期 6 万吨锂盐项目于 2024 年 11 月开工建设，并于 2026 年 7 月正式投产，实现稳定品质的产能释放。二期 9 万吨锂盐项目规划年产 6 万吨碳酸锂+3 万吨氢氧化锂/氯化锂/金属锂产能，计划 2027 年年初开始建设，2028 年 6 月底全面建成，2028 年 7 月带料试生产。三期 5 万吨锂盐项目规划年产 5 万吨碳酸锂/氧化锂/金属锂产能，计划 2029 年年初开始建设，2029 年年底全面建成，2030 年年初带料试生产。伴随一期冶炼项目投产以及后续持续产能扩张落地，公司长期有望形成采矿-选矿-锂盐加工的全产业链条与一体化布局，强化内部协同进一步提振锂业务盈利。

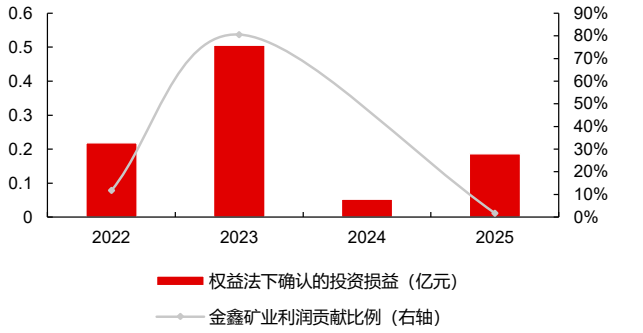
与头部客户吉利签订长期供货协议，为新增锂盐产能拓展销售渠道。公司于 2026 年 8 月同吉利科技集团二级子公司吉科有限公司签署《碳酸锂长期合作协议》，约定自 2026 年 8 月至 2036 年 7 月，国城锂业向吉科公司供应电池级碳酸锂，供货数量按年度统计，具体供货规模结合锂辉石精矿供应商产能及吉科公司实际下单采购情况确定，产品采用月度均价作价。吉利集团作为国内当之无愧的头部车企，也是公司第三大股东，有望长期消化公司锂盐产能提供充沛订单，并深度赋能公司上游锂业务发展。

图 4：2022 年锂价高位，金鑫矿业年全年实现净利润 2.38 亿元



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 5：2023 年金鑫矿业确认投资收益占公司归母净利润 80%



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：2024 年公司归母净利润为负，金鑫矿业减亏贡献约 4.7%）

国内川矿资源高度自主可控，德阿园区产业集群优势明显

政策与配套设施持续完善，川西锂矿开发条件逐步改善。由于地理自然环境制约，川西锂矿大多具有以下开发难点：（1）项目海拔高、气候寒冷、施工条件恶劣；（2）矿区雨季和冬季时间长，年有效作业时间短；（3）矿区位于高原峡谷地带，地形和地质条件复杂；（4）泥石流、塌方、滑坡等地质灾害频发；（5）生态环保建设标准较高，增加项目投入，并可能影响建设工期。受限于上述高原气候、复杂地质、生态约束、审批周期以及基础设施不足等因素影响，过往川西资源优势向产量优势转化进展较慢。2021 年中共四川省委通过了《关于以实现碳达峰碳中和目标为引领推动绿色低碳优势产业高质量发展的决定》，决定指出“四川省将加快发展锂电材料产业，建设有国际竞争力的锂电材料产业基地，引导行业龙头企业选择符合条件的地方合理布局，促进锂电材料全产业链

协同发展，增强对动力电池产业发展的支撑能力，做强基础锂盐及正负极材料”，政策环境由资源勘探和单点开发，逐步转向资源保障与锂电产业链协同建设。公司党坝锂矿5000 吨/日选矿厂完成建设的同时，充填站、35kV 供配电系统，泵站等配套设施也完成建设，通过完善的相关配套布局，削弱高原环境对矿山连续生产的制约。**立足当下，基于川矿资源开发条件逐步向好，在全球资源保护主义升温的大背景，公司坐拥优质国内锂矿资源，具备高度自主可控，中长期资源释放确定性显著。**

表 3：近年川西锂矿基建及开发投入加速

项目	进展	参与主体	基建开发措施
甲基卡矿集区 220kV 共用输变电工程	建设中	盛合锂业、斯诺威矿业、惠绒矿业	共同建设矿区 220kV 输变电线路及生产、生活供电设施，允许其他矿业权人有偿使用，新增项目导致容量不足时可扩容
甲基卡特白沟尾矿项目	可研推进，初步设计	盛合锂业、斯诺威矿业	共同规划、建设和运营特拜沟尾矿设施，为措拉、斯诺威等项目提供尾矿处置能力
甲基卡矿区生产供水项目	规划建设	盛合锂业、斯诺威矿业	共同建设和运营矿区生产供水设施
甲基卡三类共用基础设施	可研完成，即将开工	天齐锂业、宁德时代、盛新锂能相关项目主体	输变电、尾矿库和生产供水三个共建平台
措拉锂辉石矿	规划建设	盛合锂业	推进采选工程、钻探及电力、尾矿、供水等配套准备
木绒锂矿 300 万吨/年采选	建设中	惠绒矿业	建设 300 万吨/年地下采矿和浮选系统，包括井下运输、通风、排水、充填、粗碎、溜井、胶带运输、尾矿浓密输送、尾矿库和回水系统
加达锂矿进矿及地下运输工程	已形成道路、TBM 平硐、选厂场平等实物工程	大中矿业	建设进矿道路、长距离运输隧道和 TBM 掘进系统，并推进尾矿设施设计
甲基卡矿产资源基地公共道路	已完工	雅江县政府	建设矿产资源基地基础设施和矿山道路；规划 X011 塔吉路连接甲基卡矿区
甲基卡东部外围探矿权勘查	勘查中	四川天府矿业投资	竞得探矿权后开展地质、物探、化探和钻探；勘查项目对外招标
麦基坦 X03 详查及钻探	勘查完成	四川省自然资源投资集团	竞得探矿权后开展详查、钻探和全过程监理；工作成果直接用于探转采和矿山初步设计

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 4：近年大量四川锂矿竞拍

时间	区块	面积（平方公里）	成交价（亿元）	竞得方
2023 年 8 月	金川县李家沟北锂矿	7.55	10.1	四川能投
2023 年 8 月	马尔康市加达锂矿	21.22	42.06	大中矿业子公司四川大中赫锂业
2024 年 11 月	雅江县甲基卡东部外围锂矿	18.7	0.7	四川天府矿业投资
2024 年 11 月	道孚县容须卡南锂矿	16.97	1.79	四川天华时代锂能
2024 年 11-12 月	马尔康麦基坦锂矿 X03	20.38	24.62	四川省自然资源投资集团
2026 年 3 月	马尔康脚木足锂矿	16.92	0.55	-
2026 年 3 月	雅江委勒柯锂矿	27.22	3.52	-

资料来源：Wind，长江证券研究所

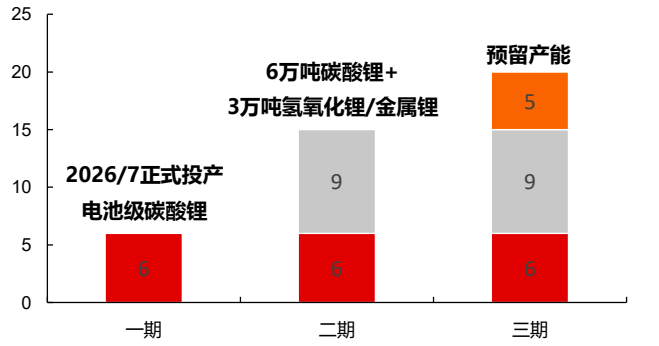
德阿园区的化工与产业配套，为党坝锂资源下游转化提供支撑。国城锂业位于四川省绵竹市德阳—阿坝生态经济产业园区，可依托德阳的化工制造、基础设施和产业集群推进锂盐加工。原料端以党坝锂矿资源为基础，并通过园区市场外购精矿补充供应；生产端利用成熟的化工及公辅配套，减少在高原矿区建设大规模锂盐加工设施所需的重复投入与运营风险。截至 2025 年末，转型酸化、净化、硫酸钠、碳酸锂等主要工段，以及分析检测站、行政综合楼等公辅工程均取得实质进展。园区逐步形成的“锂盐—磷酸铁—磷酸铁锂”产业链，也有助于就近销售、降低综合物流成本。

图 6：依托德阿园区助力国城锂业锂盐产线快速发展



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 7：公司持续扩张锂盐加工产能，远景达 20 万吨锂盐产能（万吨）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

锂行业：确定性供需短缺格局，锂价有望稳步上行

需求预期持续强化+供给增速确定性下滑，2026-2027 两年锂行业迎来确定性供需缺口，锂价开启上涨周期。需求端：储能需求景气高增叠加动力需求稳步增长，整体终端增速大幅上修，并且固态电池的产业化进程加速进一步强化中长期行业景气预期。**供给端：**历经 2023-2025 近三年价格下跌，财务状况持续恶化叠加盈利预期趋弱导致国内外锂资源企业均明显放缓资本开支力度，新增产能项目数量愈发减少。尽管自 2025 年 7 月开始锂价持续上涨，但由于前期的疤痕效应以及海外资源开发不确定性风险，矿企加大资本开支找矿或扩产的意愿仍需更高的锂价刺激风险偏好。**基于确定性的供需短缺格局以及可观的价格高度，公司作为本轮量增弹性位居前列且自主可控程度明显的国内资源龙头，随新增项目产能落地投放，量价共振有望大幅提振盈利水平。**

钼矿：成本优势行业领先，产能扩张强化盈利

大型钼矿资源丰厚，增储扩产潜力十足

2025 年 12 月公司完成国城实业 60%股权交割并实现并表，以较低相对估值取得高盈利优质钼矿资产，正式开启钼矿业务，而后于 2026 年 8 月收购其余 40%股权实现全资控股。公司的钼矿布局源于长期资产注入安排，国城集团先通过破产重整解决大苏计钼矿的债务及建设问题，再由上市公司完成控股收购。2025 年 12 月和 2026 年 7 月公司先后以 31.68 亿元和 23.68 亿元取得国城实业 60%和 40%股权，对价估值性价比极高，实现大型、成熟、高盈利钼矿资产获取。

表 5：公司先后收购国城实业 60%和 40%股权，目前全资拥有大苏计钼矿控制权

时间	主要事件
2014-2016	中西矿业被列入建新集团资产注入安排，注入期限后调整至 2020 年末
2019	国城集团参与中西矿业破产重整，支付 10.42 亿元偿债资金，并承诺投入 7 亿元推进 500 万吨/年技改扩建
2020	上市公司受托管理国城实业，并于 12 月首次启动收购其 100%股权
2022	首次收购因国城实业为控股股东 29 亿元贷款提供质押、抵押及担保，解除条件复杂而终止
2024.12	公司重新启动国城实业股权收购，拟收购不低于 60%股权
2025.12	公司以 31.68 亿元完成国城实业 60%股权收购并纳入合并报表
2026.8	公司以 23.68 亿元收购国城实业 40%股权，完成股权过户工商变更，实现全资控股

资料来源：公司公告，长江证券研究所

大苏计钼矿资源规模大、品位优，构成钼业务低成本与高盈利的基础。国城实业拥有内蒙古卓资县大苏计钼矿采矿权及补充勘探矿权，截至 2025 年末，采矿权含深部资源及探矿权范围内合计保有矿石资源量 1.11 亿吨、钼金属量 12.86 万吨，平均品位 0.116%，资源基础扎实。我国钼矿资源整体呈现“资源总量较大但平均品位偏低”的特点，品位高于 0.1%的矿床占比较小，**而大苏计钼矿平均品位达到 0.116%，属于国内品位较优的在产矿山，是矿山长期保持成本优势以及高毛利率的重要基础。同时，公司仍在持续开展大苏计钼矿边深部探矿工作，增储潜力可期。**

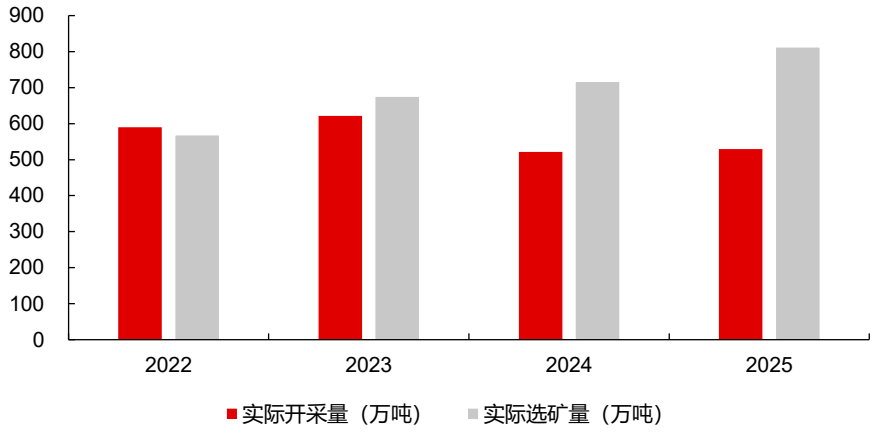
500 万吨/年产能已充分释放，800 万吨/年扩建项目有望进一步提升产销规模。大苏计钼矿目前证载采矿规模为 500 万吨/年，配套采选系统已进入成熟运行阶段，产能充分释放，选矿量高于矿证限制规模的部分源于 2023 年完成 5000 吨/日泥化矿预处理系统投产后对历史堆存矿石及低品位矿石的综合利用提升。在现有成熟产能基础上，公司积极推进扩大矿区范围及采矿权变更，正在办理生产规模由 500 万吨/年提升至 800 万吨/年的采矿许可证。同时，公司已于 2025 年 7 月启动 800 万吨/年采选项目建设，截至 2025 年末项目进度约 70%，项目配套的新建尾矿库、尾矿库五期、大黑河供水工程改造建设等项目也在稳步开展，预计 2026 年底均有望完工建成，实现产能规模再度扩张。

表 6：大苏计钼矿资源禀赋优异

截至 2025 年末	矿石资源量	金属资源量	平均品位	矿证生产规模
大苏计钼矿	11124.60 万吨	128564.52 吨	0.116%	500 万吨/年

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 8：大苏计钼矿实际选矿量逐年增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：2022 年统计周期为 2021 年 10 月 1 日至 2022 年 9 月 30 日，2023 年统计周期为 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日

露采经济效益明显，强化自采再度降本

露天开采兼具较高资源回收效率与较低成本，是大苏计钼矿高盈利的重要支撑。矿山设计回采率为 97%，高于自然资源部对大型露天钼矿不低于 95%的要求，实际回采率和贫化率亦优于设计值。较高回采率减少资源损失，较低贫化率减少废石混入、保障入选品位，共同提高有效产出。露天开采可采用大型机械化设备，减少地下矿山井巷开拓、通风、提升、排水及充填等系统的建设与运营支出。大苏计露天自采设计单位生产成本为 58.11 元/吨原矿，地下采矿为 143.64 元/吨原矿，前者低约六成，有助于增强矿山抵御钼价波动的能力。

外委转自采与运输系统改造，有望进一步压降采矿成本。公司自 2025 年起逐步开展露天自采，2026 年采用部分自营、部分外包模式，计划 2027 年转为全面自采。转型初期需增加设备投入，长期则有望减少外包费用、降低单位采矿成本。同时，公司正在建设露天开采绿色改造节能减排胶带输送系统，以连续输送减少汽车运输及燃油消耗。项目所需的林草与临时用地审批已取得，建成后有望缓解矿坑加深、运距增加带来的成本压力。

表 7：大苏计钼矿露天开采实际表现优秀

指标	露天开采设计值	2023	2024	2025
采矿回采率	97%	97.44%	98.56%	98.53%
矿石贫化率	3%	2.73%	1.67%	2.49%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 8：大苏计钼矿露天开采实际表现优于设计值

单位生产成本（元/吨）	2024	2025	同比
采矿成本	81.36	60.79	-25.28%
其中：采剥外包费	57.37	33.82	-41.05%
选矿成本	35.76	33.09	-7.47%
采选合计	117.12	93.88	-19.84%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 9：大苏计钼精矿单位成本持续低于盛龙南泥湖

项目	指标	2023	2024	2025H1
国城实业大苏计钼矿	销量（金属吨）	8,229.29	7,014.67	3,439.57
	单价（万元/金属吨）	31.68	31.09	31.18
	单位成本（万元/金属吨）	7	10.44	11.34
	毛利率	77.92%	66.42%	63.62%
盛龙股份南泥湖钼矿	销量（金属吨）	3,737.70	6,321.16	5,755.50
	单价（万元/金属吨）	34.1	31.18	31.16
	单位成本（万元/金属吨）	13.45	15.04	15.75
	毛利率	60.57%	51.76%	49.44%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 10：大苏计钼矿资源品位与选矿模式奠定较低成本

指标	国城实业大苏计钼矿	盛龙股份南泥湖钼矿
资源平均品位	0.116%	0.070%
采矿方式	露天开采	露天开采
选矿模式	自主选矿；仅简单采矿外包	自有选厂+委外加工补充产能

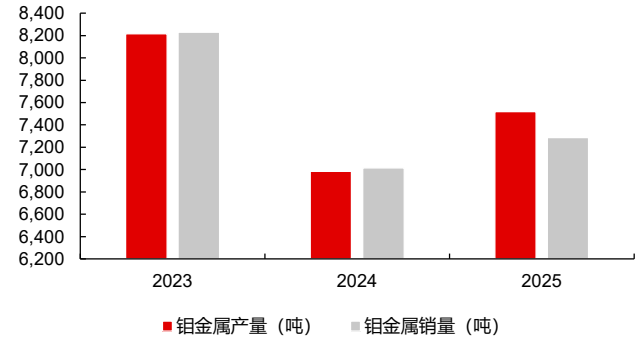
资料来源：公司公告，长江证券研究所

钼精矿产销稳健，高毛利构筑盈利中枢

公司钼金属产销规模整体保持稳定，强盈利为公司提供充沛现金流。尽管 2024 年一季度受到生产用水受限、入选品位下降及剥采比上升影响，大苏计钼矿钼金属产量出现约 15%的同比下降，但随着供水改造工程完工、生产系统恢复，2025 年钼金属产量回升至 7519.87 吨，同比增长 7.68%；销量达到 7287.09 吨，同比增长 3.88%，产销率约 96.9%。

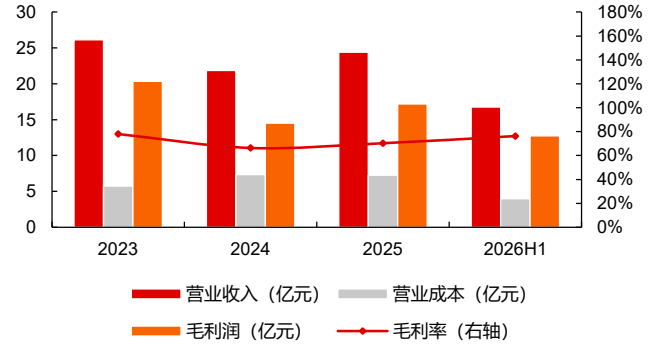
随后续 800 万吨项目落地投产，公司钼金属产销规模将再上新台阶，并且公司已于 2026 年 8 月实现 100%全资控股国城实业，钼业务对公司的利润和现金流贡献再度提升。

图 9：2025 年大苏计钼矿产销量回暖



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10：国城实业业务维持高盈利状态，为上市公司提供稳定现金流



资料来源：公司公告，长江证券研究所

钼行业：油气军工金属，“以钼代钨”打开远期空间

钼是名副其实的油气+军工金属。2024 年钼直接消费结构上看，高强钢、结构钢占比 39%、不锈钢占比 25%、钼化工品占比 13%、高温铸件和耐磨铸件占比 8%、工模具钢占比 7%、钼金属制品占比 5%、镍基合金占比 3%。从终端消费应用（2023 年）上看：

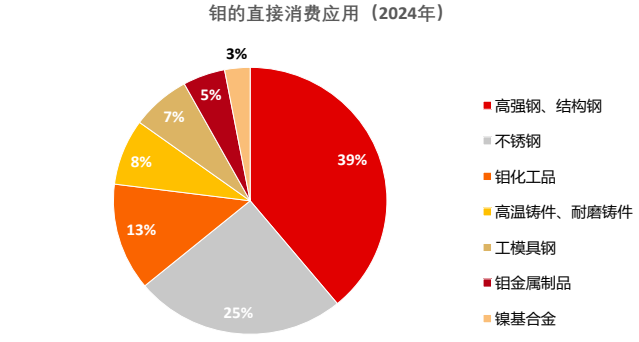
1) **油气直接相关的需求占比约 30%**（石油、天然气开采和炼油占比 15%，化工和石化占比 15%），**电力能源占比约 6%**（包括核电、风电、火电等），主要利用了钼优异的耐腐蚀性能。

2) **制造业占比约 46%**（机械设备占比 12%，汽车占比 12%，造纸、制药等流程工业占比 10%，船舶、铁路、飞机占比 9%，消费品、医疗设备、电子设备占比 3%）；**建筑业占比约 8%**，两者都利用了含钼材料的耐磨和高强度、轻量化特点。

3) **军工占比约 5%，**主要运用到坦克车体、装甲板、火炮等领域，主要利用含钼材料高强度、抗高温的特点。

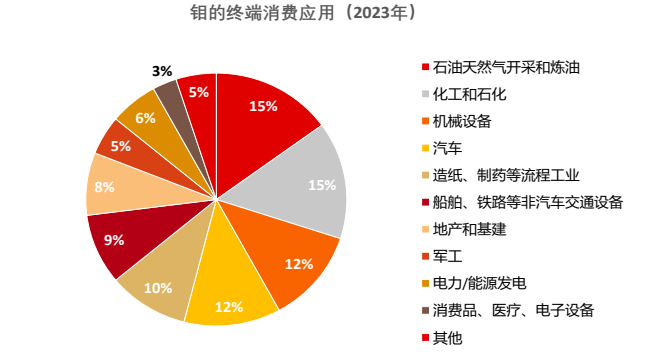
4) **其他不可分领域占比约 5%。**

图 11：钼的直接消费应用（2024 年）



资料来源：国际钼协会，长江证券研究所

图 12：钼的终端消费应用（2023 年）



资料来源：国际钼协会，长江证券研究所

钼在制造业的需求相对稳健，在油气领域需求波动较大，过往钼的需求和油气周期高度相关。从 2008 年到 2025 年，**全球钼消费量 CAGR 为 2.1%。**不过，在油价大幅上涨的周期，钼的消费量呈现明显增长态势：

1) 2010 和 2011 年，由于全球流动性泛滥、美元贬值叠加欧佩克减产，布伦特油价同比分别上涨 28%和 38%，对应钼的消费量同比增长 16%和 10%。

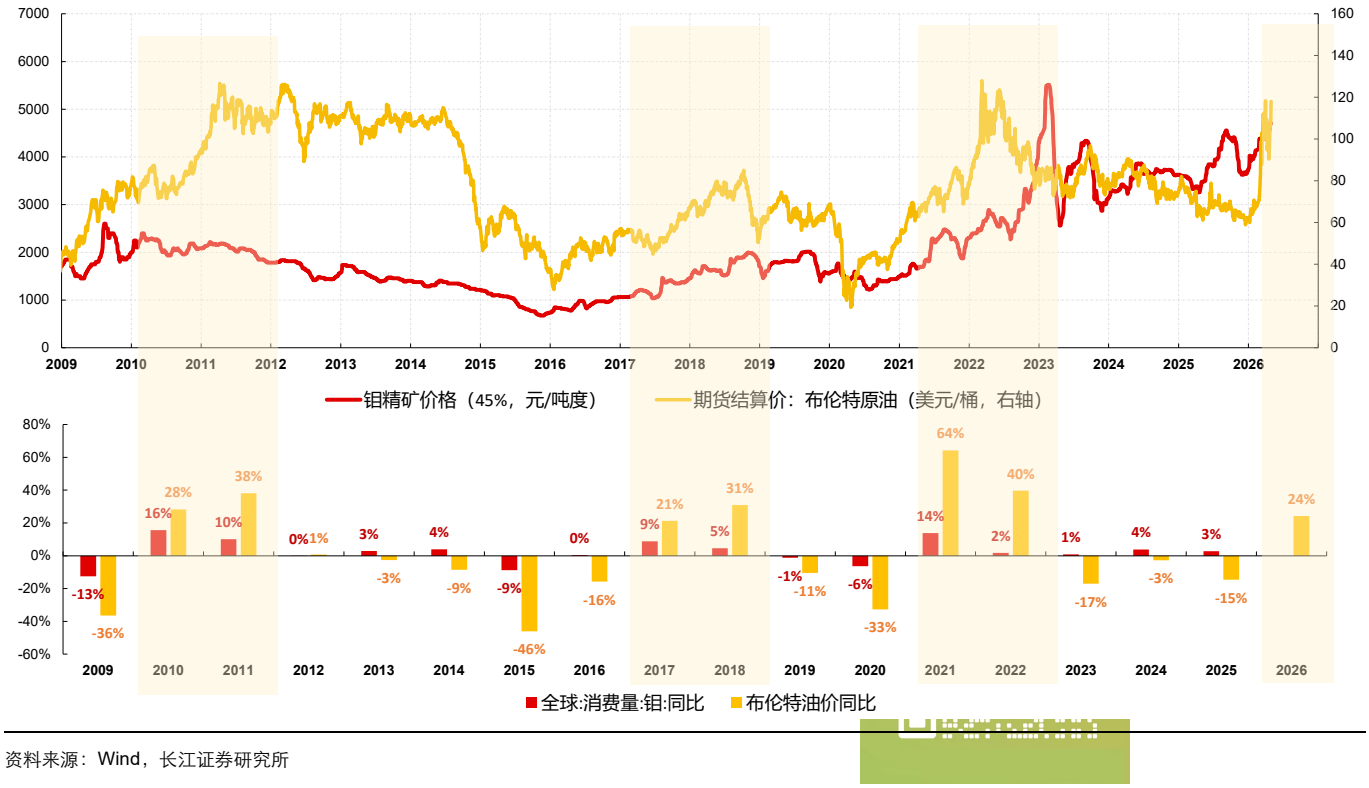
2) 2017 和 2018 年，全球经济复苏对原油需求增长，叠加欧佩克减产协议效果逐渐显现，布伦特油价同比分别上涨 21%和 31%，对应钼的消费量同比增长 9%和 5%。

3) 2021 和 2022 年，全球经济复苏，需求强劲反弹，叠加海外流动性泛滥，资金涌入大宗商品，布伦特油价同比分别上涨 64%和 40%，对应钼的消费量同比增长 14%和 2%。

4) 2026 年以来，受美伊冲突催化，中东原油供给受限，驱动油价底部反弹，同比涨幅 24%。**比照过往逻辑，油价中枢上移有望催生新的供给增量，带动和油气开采、运输、炼化息息相关的含钼钢需求。**

从钼价上看，除了 2010~2012 年由于钼供给增长明显，导致尽管需求增速较高，价格未明显上涨外；在 2017~2019 年和 2021~2023 年油价高涨的阶段，钼价均跟随上涨，呈现靓丽的涨幅。

图 13：钼价、钼的消费量与油价的关系



资料来源：Wind，长江证券研究所

“以钼代钨”打开钼产业链成长空间。SK 海力士已完成 375 层 3DNAND 闪存的生产验证工作，眼下正推进产线落地。据悉，这款 NAND 最初规划为 400 层架构，受超高层数堆叠的量产工艺限制，最终调整为 375 层。按照 SK 海力士的技术路线，未来还将持续迭代，依次推出 480 层、604 层产品。

此次迭代最大的技术亮点，在于使用钼材料替代传统钨材料制作字线。字线（WordLine）是连接存储单元控制栅极的水平控制线，主要用于选择和操作特定行的存储单元。随着3DNAND 堆叠层数愈多，传统钨材质短板凸显：线路细化后钨的电阻会显著上升，拖慢信号传输速率。同时钨在制程中还需要额外铺设阻挡辅助层，逐层叠加后会挤占空间、影响芯片集成密度。

比较而言，在同等微缩尺寸下，钼的电阻更低，能够有效加快数据读写速度。且钼无需额外增设阻挡层，可直接完成填充，进一步提升芯片存储密度。不过，钼前驱体在常温下为固态，生产时必须借助专用设备进行高温加热，同时把控物料的供给量与输送速率，对设备和制程管控要求严苛。

从行业层面来看，三星电子已率先落地钼材料工艺。该公司自 2024 年 4 月起量产 286 层第九代 3DNAND，就已将钼应用在金属布线环节；其规划中的第十代 400 层以上 3DNAND，也定于今年下半年推向市场，钼材料的应用范围还将持续扩大。行业测算数据显示，三星去年钼材料采购量约 4 吨，今年预计增至 10 吨，后续需求还将逐年走高，预计 2030 年将达到 80 吨。SK 海力士从明年开始大规模导入钼工艺，初期年采购量也将达到 4 吨左右。

多金属资源：铅锌硫铁夯实底盘，金铜钛业务打开增量

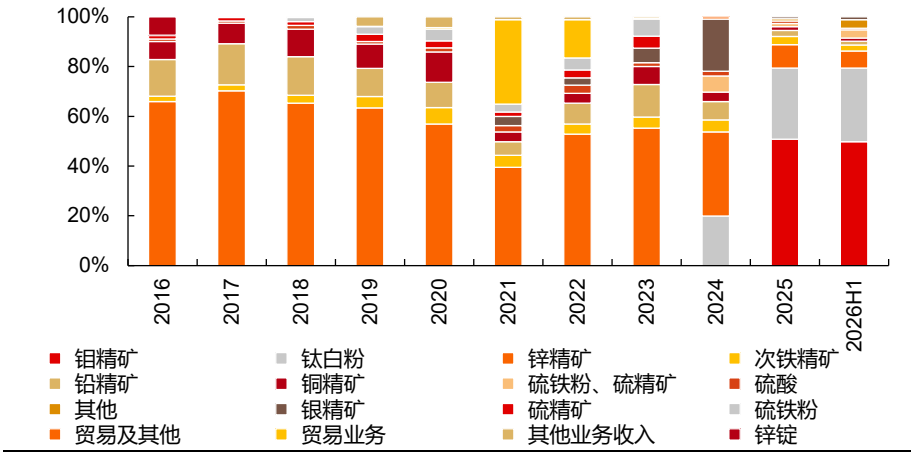
除锂、钼两大业务主线成长业务外，公司积极布局其他资源赛道，以实现周期跨越。公司早期传统业务铅锌积淀深厚贡献稳定盈利，硫铁钛循环业务近年来经营情况大幅改善，同时持续加码金、铜两大大宗金属赛道，陆续布局中都金铅锌多金属矿以及植云铜矿两大优质国内自主可控资源。**资源品种与开发梯队不断丰富，有望增强公司的中长期成长能力。**

铅锌：传统主业基础深厚，技改扩建构筑护城河

铅锌业务是公司 2013 年矿业化转型的起点，当前资源和利润主要集中于东升庙矿山。随着 2025 年年底钼矿并表，铅锌已由第一盈利主线转为存量盈利底盘，后续增量主要来自东矿技改扩建及中都矿产开发。

铅锌业务奠定了公司矿业化发展的基础，东升庙大型锌硫多金属矿构成当前铅锌资源的绝对核心。2013 年，公司前身朝华集团通过发行股份购买东升庙矿业 100%股权，东升庙股权于 2013 年 1 月完成过户，公司由缺乏稳定主业的上市平台转型为以铅锌采选为核心的矿业企业。2017 年，公司有色金属采选业务收入占营业收入 96.77%，铅锌业务一度构成公司收入和利润的绝对主线。

图 14：随着钼矿并表，铅锌业务由盈利主线转为存量底盘



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司当前铅锌资源集中于东矿、金鹏矿业和中都矿产三家主体，其中东矿贡献约 95%的锌资源量。东升庙硫铁矿采矿权矿区面积 1.3877 平方公里，采矿许可证证载规模 350 万吨/年，属于大型锌硫多金属矿床，硫铁储量居全国前列，锌储量居全国第六位；公司正在推进 285 万吨/年采矿扩建项目，并已完成项目安全设施设计，后续扩产有望进一步稳定铅锌金属及硫铁原料供应。截至 2025 年末，三家矿山合计保有矿石量 1.34 亿吨、锌金属量 121.00 万吨、铅金属量 32.40 万吨；其中东矿保有矿石量 1.23 亿吨、锌金属量 114.96 万吨、铅金属量 25.47 万吨，分别占三家矿山合计的 91.9%、95.0%和 78.6%。此外东矿所在的巴彦淖尔地区已经形成较完整的有色金属采选和冶炼产业链，交通物流条件便利，有利于精矿销售和运输。

表 11：公司当前铅锌资源集中于东矿、金鹏矿业和中都矿产三家主体

矿山主体	当前状态	证载规模	矿石量	锌金属量	铅金属量	其他伴生资源
东升庙矿业	在产，推进扩建	350 万吨/年	12,346 万吨	114.96 万吨	25.47 万吨	铜 0.90 万吨、金 7.43 吨、银 1,380 吨及硫铁矿
金鹏矿业	在产，东矿全资子公司	-	90 万吨	2.82 万吨	2.60 万吨	金 1.58 吨、银 52 吨
中都矿产	开发阶段	35 万吨/年	992 万吨	3.22 万吨	4.34 万吨	铜 0.15 万吨、金 16.23 吨、银 147 吨
合计	-	-	13,429 万吨	121.00 万吨	32.40 万吨	铜 1.05 万吨、金 25.24 吨、银 1,579 吨

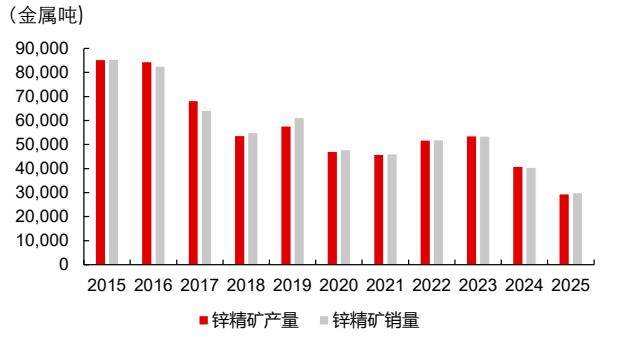
资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司铅锌精矿产销量较 2015-2017 年高位明显下降，铅锌业务已由第一增长主线转为存量盈利板块。公司锌精矿产量由 2015 年的 8.54 万金属吨降至 2025 年的 2.95 万金属吨，铅精矿产量由 1.48 万金属吨降至 0.47 万金属吨。2025 年锌、铅精矿产量分别同比下降 28.1%和 31.8%，铅锌精矿产销规模仍处于收缩阶段。

铅锌盈利能力具有明显分化，锌精矿毛利率波动较大，而铅精矿近年毛利率维持在 43%水平。2025 年锌精矿收入 4.48 亿元、毛利率 11.21%，较 2024 年下降 18.19pct；铅精矿收入 1.19 亿元，毛利率约 42.82%。2025 年铅锌精矿合计收入约 5.67 亿元，占公司营业收入 11.79%，钼矿并表后铅锌已不再担任公司盈利核心角色。

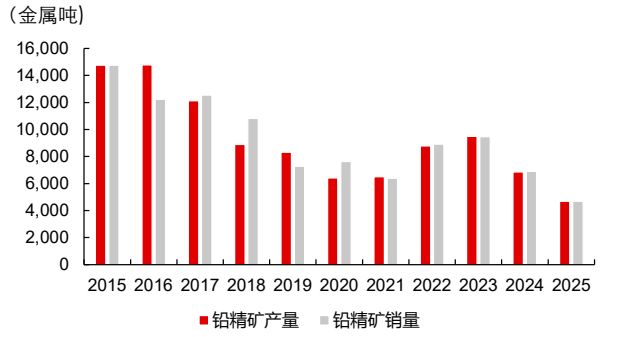
井下基建、采选技改与持续勘探，是东升庙矿山后续增量的主要来源。现有 350 万吨/年证载规模仍待采选能力提升后充分释放。公司于 2025 年实施 285 万吨/年采矿扩建项目，已完成安全设施设计，后续将在稳定铅锌开采的基础上加大硫铁资源开发。

图 15：锌精矿产销呈下降趋势



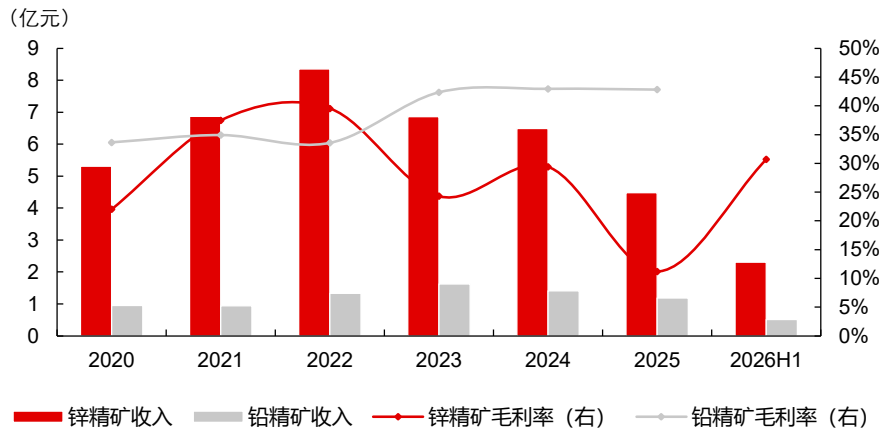
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 16：铅精矿产销呈下降趋势



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 17：锌精矿毛利率波动较大，铅精矿毛利率相对稳定

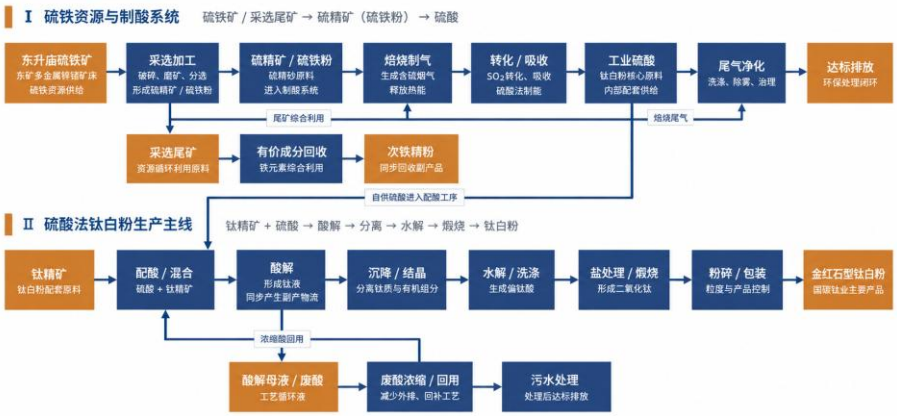


资料来源：公司公告，长江证券研究所

硫铁钛循环：资源综合利用贯通产业链，产能释放静待盈利兑现

硫铁钛联产贯通资源综合利用链条，提高共伴生资源价值。公司依托东升庙多金属矿的硫铁资源，在铅锌选矿过程中同步生产硫精矿，部分供应子公司内蒙古临河新海有色金属冶炼有限公司用于制酸，并在硫铁矿制酸及尾矿综合利用过程中回收次铁精矿。硫酸进一步与钛铁矿等原料反应生产钛白粉，废酸、硫酸亚铁等再循环利用，形成采选、制酸、铁资源回收与钛白粉生产相衔接的产业链。项目设计年产 100 万吨工业硫酸、110 万吨次铁精矿和 20 万吨钛白粉，2025 年建设进度已达 99.10%。

图 18：硫铁钛循环流程图



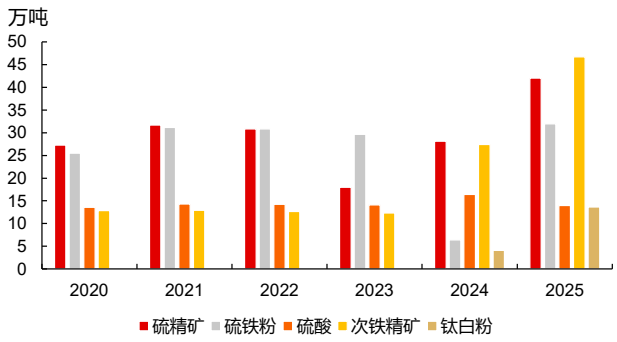
资料来源：公司公告，长江证券研究所

硫铁联产持续放量，次铁精矿单位盈利仍待改善。2020—2023 年，公司硫酸产量基本维持在 14 万吨左右，次铁精矿产量为 12 万—13 万吨。随着循环产业链项目爬坡，次铁精矿产量于 2024 年、2025 年分别增至 27.41 万吨和 46.70 万吨；2025 年硫精矿、硫铁粉合计产量达 73.97 万吨，同比增长 114.3%。当年次铁精矿收入增长 72.84%至

1.59 亿元；工业硫酸收入增至 0.55 亿元，毛利率改善至 67.05%。硫铁粉、硫精矿毛利率则由 2023 年的 88.24%降至 2024 年的 57.19%、2025 年的 46.59%，主要受成本归集变化与产销率下降影响：2023 年两类产品作为铅锌采选副产品，不承担矿石、人工及制造费用；2024 年硫铁矿石开采扩大后，相关成本改为独立核算。同时，产品优先供给国城资源、临河新海，国城资源投料试车后内部供应增加，产销率下降。此外，2025 年次铁精矿成本增速快于收入，毛利率下降 34.59 个百分点，可能与爬坡期制造费用分摊、原辅料及能源成本、产品结构变化有关。产量增长已逐步兑现，单位盈利改善仍是后续观察重点。

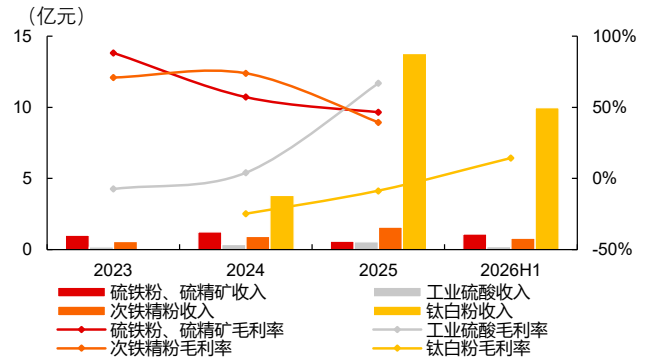
钛白粉已扭亏为盈，达产有望继续改善盈利。钛白粉业务于 2024 年首年生产 4.07 万吨，2025 年产量增长 235%至 13.66 万吨。受益于产能释放、单位销售成本下降和销量增加，业务于 2026 年上半年实现扭亏为盈。随着 20 万吨/年项目继续爬坡，盈利能力有望进一步提升。

图 19：次铁精矿、钛白粉自 2024 年起快速放量



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 20：2025 年钛白粉收入大幅增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

量增逐步释放的同时公司硫铁钛循环回收项目还具有极佳的成本优势，共同为该业务提供优秀的利润与现金流保障。（1）尾矿循环利用贯通制酸、钛白粉及铁精矿联产链条，提升含硫、含铁资源的综合价值。公司项目以东升庙矿及周边矿山含硫、含铁尾矿为原料，生产 98%工业硫酸和次铁精矿；硫酸进一步用于钛白粉生产，生产过程中的废酸、硫酸亚铁等再循环利用，形成“尾矿-硫酸/铁精矿-钛白粉-再生硫酸”的综合利用体系。多产品联产有助于提高单位原料的价值产出。公司每生产 1 吨工业硫酸可副产约 1.1 吨铁精粉；每生产 1 吨钛白粉可副产约 3.08 吨铁精粉。项目由单一尾矿处置延伸至硫酸、钛白粉及铁精矿等多产品产出，为副产品收益增厚提供基础。（2）**区域电力与煤制气方案构成项目潜在成本优势。**公司配套 110kV 变电站投运后可参与内蒙古电力多边交易，电价低于 0.38 元/度，吨钛白粉电耗成本较对标企业节省 260 元以上；同时拟采用循环流化床煤制气替代天然气，年均燃料成本较对标企业节省 5000 万元以上。

金铜：低价购入优质资源，矿证落地启动开发

金铜作为两大炙手可热的大宗金属资源，已然成为矿企争相瞄准的重点领域，而国内自主可控的优质资源更尤为稀缺。公司近年来持续以较低对价锁定国内金铜资源，在钼锂

主线之外培育新的盈利增长点，随着矿权完善及开发建设推进，金铜资源储备有望逐步转化为产量与利润贡献，为公司中长期成长提供支撑。

- **中都金矿由勘探转入建设，早期资源布局进入开发阶段。**2014 年，公司从时任控股股东建新集团收购中都矿产 100%股权。标的全部股东权益评估值为 1.164 亿元，实际交易对价 1.105 亿元，为评估值的 95%，折价 5%。后续勘探推动资源量增长，中都矿产已成为公司黄金资源主体。截至 2025 年末，公司三家子公司合计拥有黄金资源 25.235 吨，其中中都矿产 16.226 吨，占 64.3%；东矿、金鹏矿业分别拥有 7.427 吨和 1.582 吨。经过多年勘探与审批，中都矿产于 2025 年 1 月取得江山—大王府整合区金铅锌矿 35 万吨/年采矿许可证，正式进入开发建设阶段。
- **植云铜业扩充铜资源储备，后续价值释放取决于矿权完善与开发推进。**公司以 3.65 亿元竞得植云铜业 100%股权，并于 2026 年 5 月完成交割及工商变更。植云铜业拥有老虎冲铜矿采矿权、莲花滩—乌龟滩铜矿勘探探矿权及达沟河铜矿详查（跨金平）探矿权各 1 宗。根据 2016 年 10 月编制的《云南省金平县龙脖河铜矿区龙达-老虎冲铜矿生产勘探报告》，老虎冲矿段铜矿石量为 1,539 万吨、金属量 158,498 吨、平均品位 1.03%。根据 2015 年 7 月编制的《云南省金平县龙脖河铜矿区老新街-热水塘矿段勘探报告》，莲花滩—乌龟滩铜矿勘探区域内的老新街—热水塘矿段铜矿石量为 8,047 万吨、金属量 414,995 吨、平均品位 0.52%。公司正推进相关采矿权延续及探矿权过户，国内铜资源储备有望为后续业务拓展提供支撑。

落地投资：钼锂为基，铜金展翼，多资源平台潜力可期

当前时点，公司正迈向多金属资源平台新阶段，未来潜力巨大。

- **集团支持与自主并购并进，多金属资源平台颇具潜力。**依托管理层的前瞻眼光和集团资源孵化，公司已取得金鑫矿业 48%股权坐拥四川党坝锂矿、全资控股大苏计钼矿，并布局中都金矿和植云铜矿，叠加原有铅锌及硫铁钛业务，形成多品种、多开发阶段的资源组合。
- **钼矿夯实盈利，锂矿释放弹性，金铜接续成长。**大苏计钼矿凭借品位、露采及规模优势贡献核心利润与现金流；党坝锂矿扩建及锂盐配套打开增长空间；金铜开发储备远期增量，硫铁钛综合利用改善盈利。成熟资产与新增项目接续，有助于降低对单一金属周期的依赖。
- **国内资源自主可控，扩产与潜在注入支撑长期成长。**公司在手资源均位于国内，资源保护主义抬头背景下中长期开发确定性显著。大苏计钼矿 800 万吨/年扩建、党坝锂矿 500 万吨/年扩证及采选冶配套建设，有望推动资源优势转化为盈利增长。集团持有的金鑫矿业约 25%股权具备后续注入可能，进一步拓展成长空间。
- 我们预计公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 26.51、31.51、40.13 亿元，对应 PE 11X、9X、7X。

风险提示

1、金属价格波动可能影响盈利与资产估值。公司钼、锂及铅锌产品具有周期属性，收购评估采用的钼价与实际销售价格亦存在差异；若终端需求或供给格局变化导致价格下降，经营利润与项目回报将承压。后续需跟踪产品价格、库存及加工价差，并动态调整盈利假设。

2、项目建设及达产不及预期风险。公司目前在建项目较多，可能受审批、建设组织、资本开支和产线爬坡影响，实际投产节奏与经营贡献存在不确定性。

3、安全环保与资源核实约束矿山经营。若发生安全环保事件或资源核实不及预期，可能影响工程进度与经济性。

4、盈利预测不及预期。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息作了一系列假设。我们预计伴随党坝锂矿产能扩张项目推进以及铜矿和金矿项目的落地投产，公司 2026~2028 年营收 56.77、65.59、71.58 亿元，增速 18.1%、15.5%、9.1%；毛利率对应 50.3%、51.5%、52.9%，归母净利润 26.51、31.51、40.13 亿元，增速 136.0%、14.2%、34.1%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们预期、估值结果偏高等。悲观假设下，若项目投产进度不及预期，或锂价上涨幅度不及预期，则公司未来收入/业绩可能会有所下滑，假设极端悲观情况下，2026~2028 年公司营业收入同比增速分别为 11.7%、15.6%、9.3%；毛利率对应 47.5%、48.7%、50.3%，则对应测算归母净利润 18.24、23.26、29.51 亿元，增速 69.5%、27.5%、26.9%。

表 12：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

指标	基准情形			悲观情形		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入	56.77	65.59	71.58	53.68	62.05	67.82
——yoy	18.1%	15.5%	9.1%	11.7%	15.6%	9.3%
毛利率	50.3%	51.5%	52.9%	47.5%	48.7%	50.3%
归母净利润	26.51	31.51	40.13	18.24	23.26	29.51
——yoy	146.2%	18.9%	27.4%	69.5%	27.5%	26.9%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**4806**	**5677**	**6559**	**7158**
营业成本	2872	2820	3180	3373
毛利	**1934**	**2857**	**3379**	**3786**
%营业收入	40%	50%	52%	53%
营业税金及附加	292	391	444	471
%营业收入	6%	7%	7%	7%
销售费用	12	17	17	19
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	264	400	400	400
%营业收入	5%	7%	6%	6%
研发费用	42	35	54	55
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	154	186	189	191
%营业收入	3%	3%	3%	3%
加：资产减值损失	-47	0	0	0
信用减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	-9	0	0	0
投资收益	794	1324	1484	2114
营业利润	**1914**	**3167**	**3768**	**4775**
%营业收入	40%	56%	57%	67%
营业外收支	-52	-49	-61	-54
利润总额	**1863**	**3118**	**3707**	**4722**
%营业收入	39%	55%	57%	66%
所得税费用	328	468	556	708
净利润	1534	2651	3151	4013
归属于母公司所有者的净利润	**1076**	**2651**	**3151**	**4013**
少数股东损益	458	0	0	0
EPS（元）	**0.97**	**2.24**	**2.66**	**3.39**

现金流量表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**1093**	**5134**	**1387**	**3097**
取得投资收益收回现金	3	1324	1484	2114
长期股权投资	-7	-100	-100	-100
资本性支出	-887	-3042	-2059	-1550
其他	1971	-583	-50	-50
投资活动现金流净额	**1080**	**-2401**	**-725**	**414**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	2696	6000	3000	0
筹资成本	-357	-579	-793	-962
其他	-3894	316	0	0
筹资活动现金流净额	**-1555**	**5737**	**2207**	**-962**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**618**	**8471**	**2869**	**2548**

资产负债表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	907	10250	13119	15667
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	82	100	82	112
存货	475	453	551	561
预付账款	120	62	77	99
其他流动资产	571	1061	1316	1303
流动资产合计	**2155**	**11926**	**15145**	**17743**
长期股权投资	1285	1385	1485	1585
投资性房地产	51	51	51	51
固定资产合计	4562	6032	5955	5377
无形资产	1075	1053	1030	1008
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	82	82	82	82
其他非流动资产	1922	3464	4974	6484
资产总计	**11131**	**23992**	**28722**	**32330**
短期贷款	1118	4118	5118	5118
应付款项	1309	2397	2119	2217
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	90	140	125	135
应交税费	219	209	236	282
其他流动负债	1600	4050	3345	3360
流动负债合计	**4336**	**10915**	**10944**	**11113**
长期借款	2280	5280	7280	7280
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	33	32	32	32
其他非流动负债	1092	1310	1310	1310
负债合计	**7742**	**17537**	**19566**	**19735**
归属于母公司所有者权益	2602	5667	8368	11807
少数股东权益	788	788	788	788
股东权益	**3390**	**6456**	**9156**	**12595**
负债及股东权益	**11131**	**23992**	**28722**	**32330**

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.97	2.24	2.66	3.39
每股经营现金流	0.92	4.33	1.17	2.61
市盈率	28.74	10.84	9.12	7.16
市净率	12.66	5.07	3.43	2.43
EV/EBITDA	19.80	7.34	6.33	4.71
总资产收益率	13.2%	15.1%	12.0%	13.1%
净资产收益率	41.4%	46.8%	37.7%	34.0%
净利率	22.4%	46.7%	48.0%	56.1%
资产负债率	69.5%	73.1%	68.1%	61.0%
总资产周转率	0.41	0.32	0.25	0.23

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。