

中色股份 (000758.SZ)

工程+资源双轮驱动，铅锌产能提升在即

2025 年 10 月 17 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

孙二春（分析师）

温佳贝（分析师）

冯伟珉（联系人）

sunerchun@kysec.cn

wenjiabei@kysec.cn

fengweimin@kysec.cn

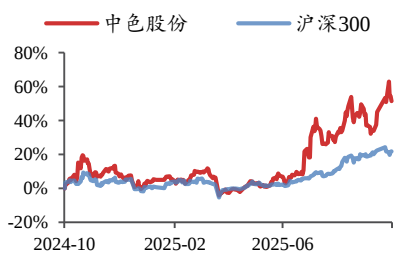
证书编号：S0790525060001

证书编号：S0790524040009

证书编号：S0790124070040

日期	2025/10/16
当前股价(元)	7.08
一年最高最低(元)	7.88/4.33
总市值(亿元)	140.93
流通市值(亿元)	139.91
总股本(亿股)	19.91
流通股本(亿股)	19.76
近 3 个月换手率(%)	327.53

股价走势图



数据来源：聚源

● “工程承包+资源”双轮驱动，资源放量助力再起航

公司作为最早从事国际工程承包的企业之一，以金属行业的国际工程承包为主，经过四十余年发展，公司已从单一的国际工程承包商发展为“有色金属采选冶炼+工程承包”两大主业双轮驱动的业务模式。目前公司工程承包业务在手订单充裕，业务发展稳健，在工程承包业务稳定发展的基础上，公司资源板块亦持续发力。随着白音诺尔铅锌矿、达瑞项目未来放量，公司铅锌精矿产量有望实现快速增长并贡献可观业绩。我们认为公司工程承包业务将维持稳定增长，而资源板块将贡献边际弹性，预计 2025-2027 年公司将实现归母净利润为 5.50/6.56/7.80 亿元，当前股价对应 PE 为 25.6/21.5/18.1 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 资源板块：白音诺尔扩产+达瑞投产，远期锌产能有望实现两倍增长

公司资源业务主要以铅锌矿项目为主，目前在产和在建矿山主要为教包锌矿、白音诺尔铅锌矿和达瑞铅锌矿，后续增量主要来自白音诺尔铅锌矿和达瑞铅锌矿。根据政府公示的白音诺尔铅锌矿 165 万吨/年铅锌矿采选扩建项目的环境影响报告书，白音诺尔铅锌矿扩建项目达产后，白音诺尔锌产量有望提升至 6.4 万吨、铅产量提升至 2.1 万吨。在建项目达瑞铅锌矿是全球尚未开发的高品位铅锌矿之一，锌资源量达 225.6 万吨，项目一期达产后，预计年产锌金属量约 10 万吨、铅金属量约 5 万吨。受益于白音诺尔扩产+达瑞项目投产，公司远期锌产能有望实现两倍增长。

● 工程承包板块：在手订单充裕，后续增长仍可期

公司多次作为总承包商完成政府间重点合作项目，目前基本确立以哈萨克斯坦为中心的北中亚地区，以印尼为中心的东南亚地区，以刚果（金）、赞比亚为中心的中南非洲地区以及中国周边国家等主要市场区域。截至 2025 年 6 月末，公司在手订单总额超 500 亿元，订单总数充裕。考虑到“一带一路”倡议下相关地区基建需求提升，公司有望凭借优势技术力和先发优势保证后续订单获取。

● 风险提示：项目建设进度低于预期；全球锌资源供给超出预期；汇率波动风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,361	8,918	9,921	10,413	10,701
YOY(%)	27.0	-4.7	11.2	5.0	2.8
归母净利润(百万元)	359	402	550	656	780
YOY(%)	144.7	12.0	36.8	19.2	18.8
毛利率(%)	17.3	14.6	19.5	21.5	22.9
净利率(%)	3.8	4.5	5.5	6.3	7.3
ROE(%)	6.1	5.7	7.7	8.2	9.1
EPS(摊薄/元)	0.18	0.20	0.28	0.33	0.39
P/E(倍)	39.2	35.0	25.6	21.5	18.1
P/B(倍)	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、“工程承包+资源”双轮驱动，资源放量助力再起航	4
1.1、股权结构：控股股东为中国有色矿业集团	5
1.2、财务分析：资源板块有望实现快速增长	5
2、股权激励&集团增持，增强长远发展信心	7
2.1、实施股权激励计划，深化公司经营层激励体系	7
2.2、集团增持：认可公司投资价值，坚定长期发展信心	8
2.3、转让中色南方稀土，优化资产配置	9
3、工程承包在手订单充裕，资源业务潜力可期	10
3.1、近年公司工程承包业务在手订单呈上升趋势	10
3.2、资源板块：扩产+新建项目落地，矿产锌产能有望实现两倍增长	11
3.2.1、白音诺尔项目：扩产项目扩地，生产规模接近翻倍	12
3.2.2、敖包锌矿：公司首个境外资源项目，年矿石处理产能达 40 万吨	13
3.2.3、达瑞矿业：高品位大型铅锌矿，锌资源量为 225.6 万吨	13
4、盈利预测与投资建议	14
5、风险提示	15
附：财务预测摘要	16

图表目录

图 1：历经四十余年发展，公司已形成三个有色金属资源基地，将于青海、中亚地区等拓展第四资源基地	4
图 2：截至 2025H1，公司控股股东为中国有色矿业集团	5
图 3：2025H1 公司营收同比增长 6.9%至 52.92 亿元	6
图 4：2025H1 公司归母净利润同比增长 40%至 4.41 亿元	6
图 5：2025H1 公司工程承包业务营收同比增长 28.44%（单位：亿元）	6
图 6：受销量下降影响，2024 年铅锌精矿业务毛利贡献略有下降（单位：亿元）	6
图 7：2025H1 公司资产负债率同比增长 5.44pct	7
图 8：2025H1 公司资本开支同比下降 37.93%	7
图 9：2025H1 公司经营活动现金流净额为 9.65 亿元	7
图 10：近 5 年公司货币资金稳定在 30 亿元左右	7
图 11：截至 2025 年 3 月末，中国稀土集团为中稀新丰的控股股东	9
图 12：白音诺尔+达瑞达产后，公司锌产量有望翻实现两倍增长（单位：万吨）	12
图 13：达瑞达产后有望贡献 6 万吨以上铅金属增量（单位：万吨）	12
图 14：扩产后，项目锌金属产量有望翻倍（单位：万吨）	12
图 15：敖包锌矿生产相对稳定，年产量稳定在 3 万吨以上	13
表 1：“有色金属资源开发+国际工程承包”双主业协同，驱动公司增长	4
表 2：公司于 2023 年 3 月首次授予激励计划的限制性股票	8
表 3：本次激励计划第一个解除限售期解除限售条件已经顺利达成	8
表 4：仅 3 个月集团已顺利完成增持计划	8
表 5：中稀新丰仍在整合建设过程，2024 年末形成营业收入（单位：万元）	9
表 6：中稀新丰项目年产稀土氧化物 6531.7 吨	9
表 7：公司在手订单整体呈上升趋势，能为公司带来稳定现金流（单位：亿元、个）	10

表 8： 公司核心 EPC 项目集中于一带一路沿线国家	10
表 9： 截至 2024 年末，公司保有白音诺尔+敖包+达瑞三大矿区	11
表 10： 截至 2024 年末，白音诺尔铅锌矿全区保有锌金属资源量 113.5 万吨	13
表 11： 截至 2024 年末，敖包锌矿保有锌金属资源量为 30.86 万吨、平均品位 9.43%	13
表 12： 公司盈利预测（单位：亿元）	14
表 13： 公司 PE 估值略高于可比公司平均	15

1、“工程承包+资源”双轮驱动，资源放量助力再起航

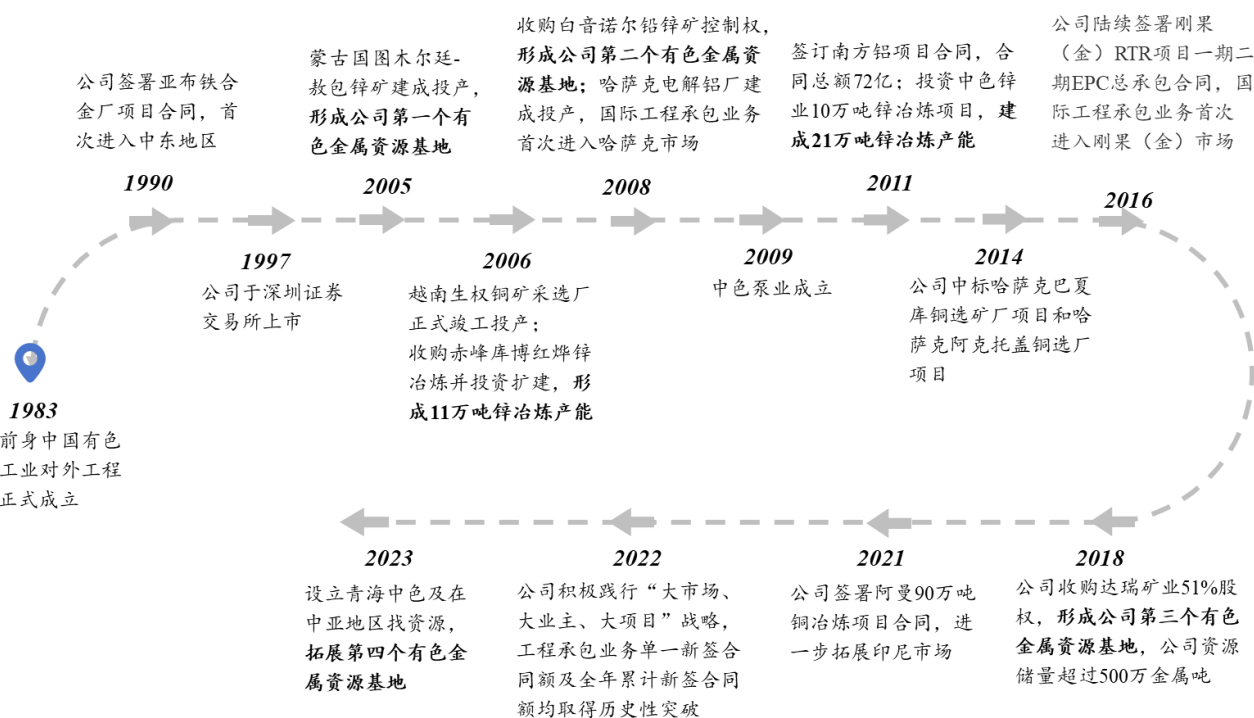
历经 40 余年沉淀，公司已形成“国际工程承包+矿产资源开发”双主业发展布局。其发展历程可分为以下两个阶段：

1983 - 2003 年，工程承包与开发主业确立。公司前身中国有色金属工业对外工程公司于 1983 年正式成立。1997 年，公司进行资产重组，剥离优质资产改制组建中色股份，并在深交所上市。公司初期主营国际工程承包业务，承接政府间重点合作项目。2003 年新增主营业务“开发国内外以铝、锌为主的有色金属资源”。

2004 年至今，国际化与多元化升级。2005 年，蒙古国图木尔廷-敖包锌矿建成投产，公司主业从单一向综合发展。2008 年，公司承建的哈萨克电解铝厂项目建成投产，公司首次进入哈萨克市场。2016 年，公司签署刚果(金)RTR 项目一期和二期 EPC 总承包合同，首次进入刚果(金)市场。2021 年，公司签署阿曼项目合同，进一步拓展印尼市场。

经过 40 余年的发展，公司已由建立初期的单一工程承包发展成以国际工程承包和矿产资源开发为主业的国际知名跨国公司，国际工程承包带动有色矿产资源开发、资源开发促进工程承包，两大主业协同发展。

图1：历经四十余年发展，公司已形成三个有色金属资源基地，将于青海、中亚地区等拓展第四资源基地



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

表1：“有色金属资源开发+国际工程承包”双主业协同，驱动公司增长

业务类型	主要产品及服务	主要应用领域
有色金属采选与冶炼	铅精矿、锌精矿	铅锌金属的冶炼
	镀锌、锌基合金、氧化锌	汽车、建筑、家用电器、船舶、轻工、机械、电池等领域
国际工程承包	国际工程总承包	有色金属采选与冶炼、钢铁、化

业务类型	主要产品及服务	主要应用领域
装备制造	大型隔膜泵	工等领域国际工程
		有色金属、冶金、化工等领域

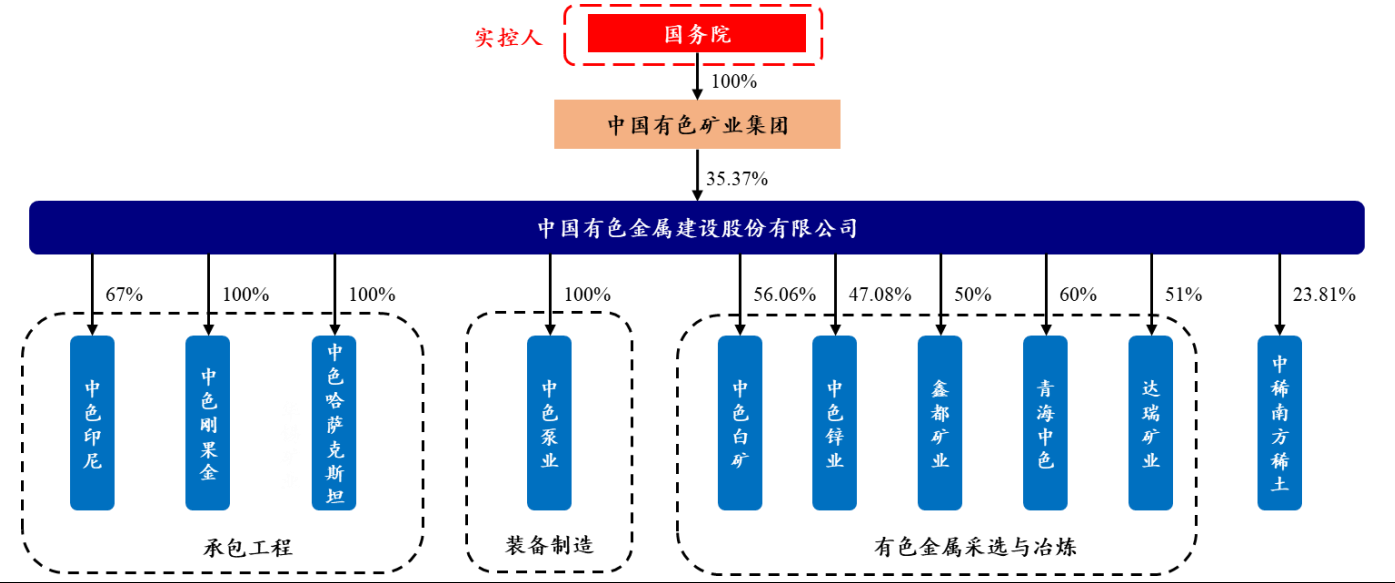
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、股权结构：控股股东为中国有色矿业集团

公司控股股东为中国有色矿业集团，实控人为国务院国资委。截至 2025H1，公司控股股东中国有色矿业集团持有公司 35.37% 股权，实际控制人为国务院国资委。其中，2025 年上半年，中国有色集团通过集中竞价交易方式增持公司 2% 股份，彰显对公司长期价值的信心。

子公司方面，公司有色金属采选业务主要由赤峰中色白音诺尔矿业有限公司以及鑫都矿业有限公司负责，锌冶炼由赤峰中色锌业有限公司负责；国际工程承包业务主要由上市公司主体及海外子公司负责，印尼阿曼铜冶炼厂建设及选厂扩建项目主要由中色股份印度尼西亚有限责任公司负责，哈萨克斯坦工程项目由 NFC Kazakhstan Ltd. 负责；装备制造业务主要由子公司中国有色（沈阳）泵业有限公司（隔膜泵研发制造）负责。

图2：截至 2025H1，公司控股股东为中国有色矿业集团

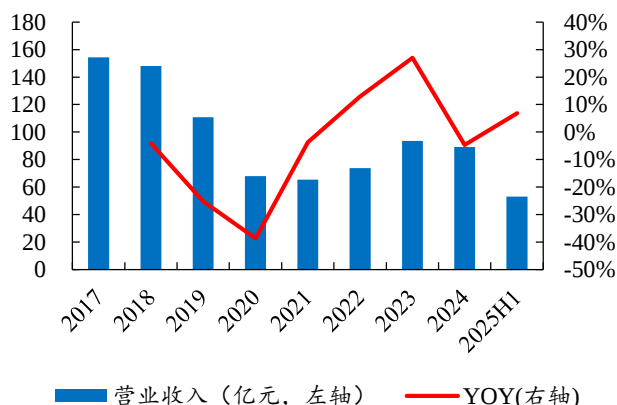


资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.2、财务分析：资源板块有望实现快速增长

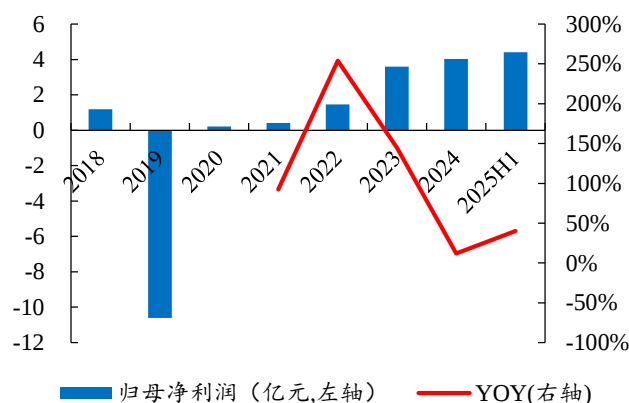
业务结构调整致使营收规模有所下降，盈利能力稳步增长。营收方面，2018-2020 年，受工程承包业务波动及贸易业务转型的影响，公司营收规模有所下降，2023-2024 年后受益于工程承包业务订单改善，公司营收规模明显提升，2020-2024 年公司营收 CAGR 为 7.1%。2025H1，公司实现营业收入 52.92 亿元，同比上升 6.9%，主要系工程承包业务同比增加。盈利能力方面，2020-2024 年公司归母净利润规模逐年改善，归母净利润 CAGR 为 107.9%；2025H1 公司实现归母净利润 4.41 亿元，同比上升 40%。

图3：2025H1 公司营收同比增长 6.9%至 52.92 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

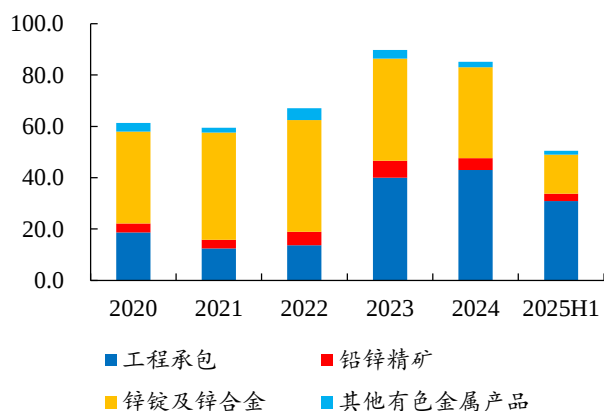
图4：2025H1 公司归母净利润同比增长 40%至 4.41 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

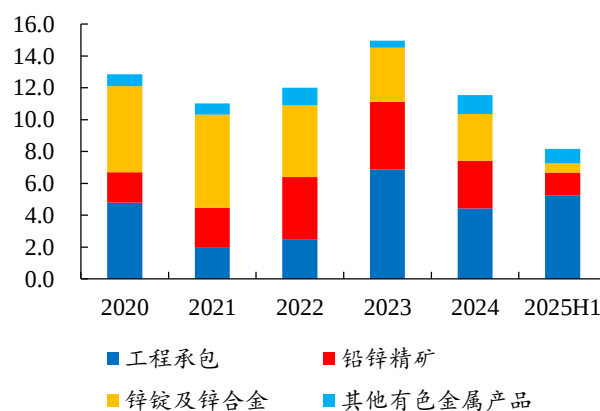
工程承包业务延续增产趋势，资源业务贡献相对稳定。2025H1，公司工程承包业务同比增长 28.44%至 30.96 亿元，重点项目如印尼阿曼铜冶炼项目铜产品生产线全线贯通、越南多农电解铝项目总承包合同正式开工建设。2025H1，公司累计新签合同额 75.3 亿元，后续工程承包业务有望延续良好增长趋势。资源及冶炼板块中，2025H1 公司铅锌精矿业务实现营收 2.77 亿元，同比上升 51.83%。

图5：2025H1 公司工程承包业务营收同比增长 28.44%（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：受销量下降影响，2024 年铅锌精矿业务毛利贡献略有下降（单位：亿元）

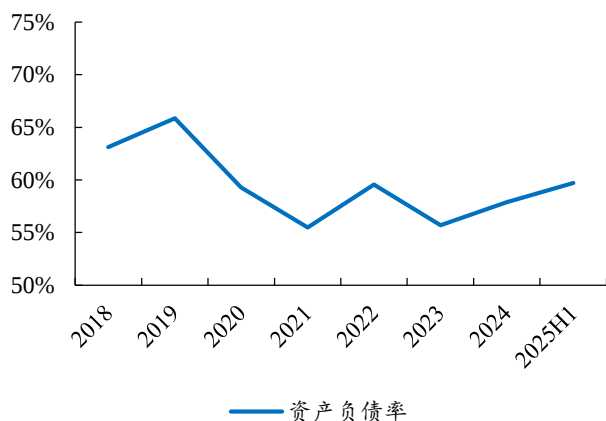


数据来源：Wind、开源证券研究所

国际工程业务规模扩张及资源项目投入增加，公司资产负债率保持相对稳定。2025H1，公司资产负债率为 59.70%，同比增长 5.44pct。公司资产负债率虽因业务拓展有所波动，但债务结构以长期项目融资为主，财务风险整体可控。

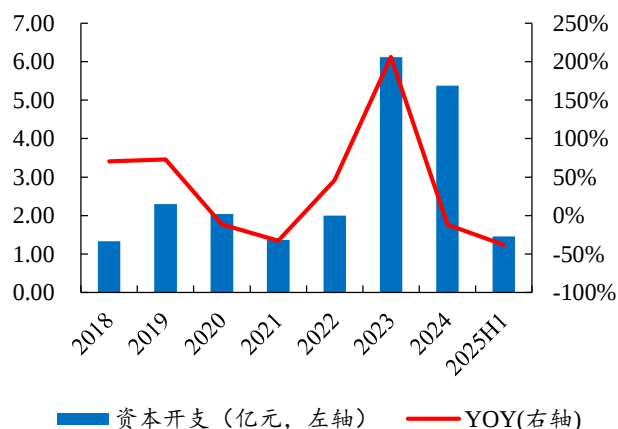
资源项目与海外工程建设投入增加资本开支规模。2022-2023 年，由于印尼达瑞铅锌矿项目建设及赤峰中色锌业渣处理项目投入，资本开支同比显著增加，2024 年随着色白矿和中色锌业购建固定资产减少，公司资本开支同比下降 12.1%。2025H1，公司资本开支同比减少 37.93%至 1.46 亿元，主要系在建工程投入同比减少所致。

图7：2025H1 公司资产负债率同比增长 5.44pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

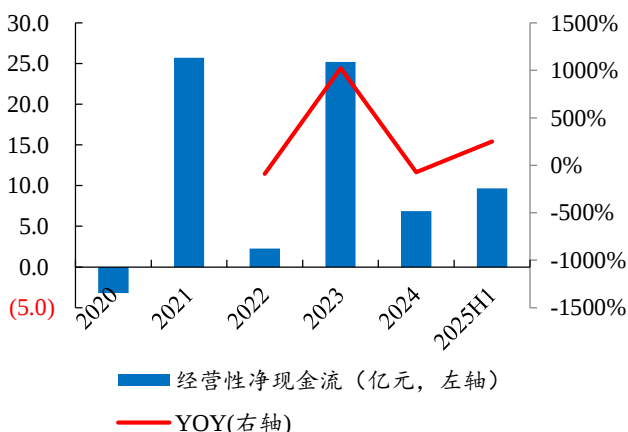
图8：2025H1 公司资本开支同比下降 37.93%



数据来源：Wind、开源证券研究所

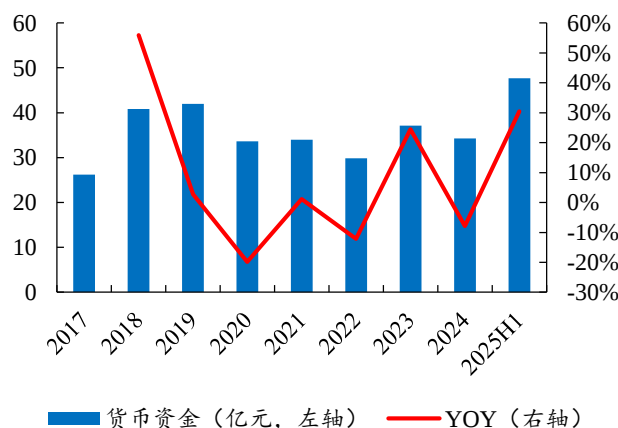
经营现金流回升，货币资金充裕。经营现金流方面，2025H1，公司经营活动现金流净额为 9.65 亿元，同比增加 251.58%，主要系项目工程回款增加所致。截至 2025 年 6 月末，公司货币资金余额为 47.66 亿元，较 2024 年年末增加 4.63%。

图9：2025H1 公司经营活动现金流净额为 9.65 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：近 5 年公司货币资金稳定在 30 亿元左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、股权激励&集团增持，增强长远发展信心

2.1、实施股权激励计划，深化公司经营层激励体系

落实股票激励计划，建立股东与经营层之间的利益共享、风险共担机制。2022 年 12 月，公司审议通过了《关于公司〈2022 年限制性股票激励计划（草案）〉及其摘要的议案》等公司股权激励相关议案。2023 年 3 月，公司首次授予了激励计划的限制性股票，授予人数 214 人，授予数量 2364.55 万股，授予价格为每股 2.57 元，约占计划公告时股本的 1.20%。2023 年 9 月，授予了剩下的预留限制性股票，授予人数 2 人，数量 22.52 万股，价格为每股 2.51 元。截至 2025 年 9 月末，本次激励计划第一个解除限售期解除限售条件已经顺利达成。

表2：公司于 2023 年 3 月首次授予激励计划的限制性股票

	日期	授予 人数	授予数量 (万股)	授予价格 (元/股)	股票来源	上市日期
首次授予	2023 年 3 月	214	2364.55	2.57	定向发行的 A 股普通股	2023 年 5 月
预留授予	2023 年 9 月	2	22.52	2.51	定向发行的 A 股普通股	2023 年 10 月

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表3：本次激励计划第一个解除限售期解除限售条件已经顺利达成

解除限售 期安排	解除限售时间	解除限售比例	业绩考核条件
第一个解除限售期	自相应授予限制性股票登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至股权登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	33%	(1)以 2021 年净利润为基数,2023 年度净利润复合增长率不低于 130%,且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平;(2) 2023 年度净资产收益率不低于 3.50%,且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平;(3) 2023 年应收账款周转率不低于 4.9 次。
第二个解除限售期	自相应授予限制性股票登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至股权登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	33%	(1)以 2021 年净利润为基数,2024 年度净利润复合增长率不低于 80%,且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平;(2) 2024 年度净资产收益率不低于 7.5%,且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平;(3) 2024 年应收账款周转率不低于 4.95 次。
第三个解除限售期	自相应授予限制性股票登记完成之日起 48 个月后的首个交易日起至股权登记完成之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	34%	(1)以 2021 年净利润为基数,2025 年度净利润复合增长率不低于 60%,且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平;(2) 2025 年度净资产收益率不低于 4.00%,且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平;(3) 2025 年应收账款周转率不低于 5 次。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、集团增持：认可公司投资价值，坚定长期发展信心

控股股东实施增持计划，坚定对公司长期发展的信心。2024 年 12 月，公司公告披露控股股东中国有色矿业集团有限公司对本公司的股份增持计划。截至 2025 年 3 月 21 日,控股股东增持计划已完成,共增持公司股份 3985.7 万股,占公司股本 2.00%,增持总金额约为 1.98 亿元,集团持股由 33.35%增长到 35.35%。本次股份增值体现了集团对公司发展前景的坚定信心及长期价值认可。

表4：仅 3 个月集团已顺利完成增持计划

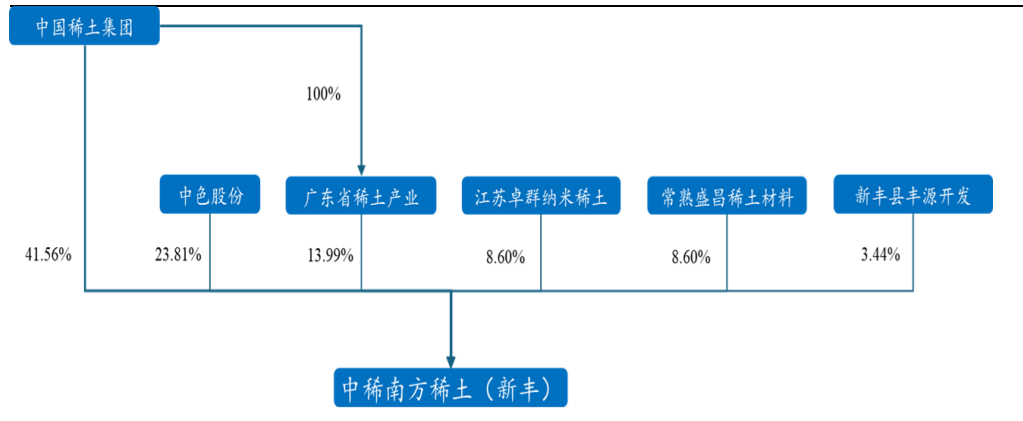
日期	增持股份 (万股)	增持股份占总股本比例	持有股份 (万股)	持有股份占总股本比例
2024 年 12 月 30 日 计划开始	-	-	66461.32	33.35%
2025 年 1 月 17 日 至 2025 年 2 月 19 日	2028.15	1.02%	68489.48	34.37%
2025 年 2 月 20 日 至 2025 年 3 月 7 日	1259.97	0.63%	69749.45	35.00%
2025 年 3 月 8 日至 2025 年 3 月 21 日	697.55	0.35%	70447.00	35.35%
合计	3985.67	2.00%		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、转让中色南方稀土，优化资产配置

2024 年公司正式完成转让中色南方稀土股权。2023 年 6 月，中色股份在北京产权交易所正式公开挂牌转让所持中色南方稀土 41.56% 股权，后公司征得唯一意向受让方中国稀土集团。2024 年 3 月，双方就转让中色南方稀土 41.56% 股权签订了《产权交易合同》，交易价格为 1.68 亿元。2024 年 7 月，中色南方稀土取得了新丰县市场监督管理局换发的《营业执照》，并更名为中稀南方稀土（新丰）有限公司（以下简称“中稀新丰”），本次股权转让涉及的工商变更登记手续已完成。股权转让后，公司持有中稀新丰 23.81% 股权（实缴资本比例），并不再纳入合并财务报表范围。

图11：截至 2025 年 3 月末，中国稀土集团为中稀新丰的控股股东



资料来源：Wind、开源证券研究所

中稀新丰仍在建设过程，暂无实质性业务。为解决稀土工厂分散等问题，广东珠江稀土（3000 吨/年冶炼分离产能）联合江苏卓群纳米稀土（2000 吨/年冶炼分离产能）、常熟盛昌稀土（2000 吨/年冶炼分离产能）成立中色南方稀土（新丰），投资约 6.1 亿元整合 7000 吨/年稀土分离产能，项目年产稀土氧化物 6531.7 吨。

表5：中稀新丰仍在整合建设过程，2024 年末形成营业收入（单位：万元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入	1036	21778	0	0
净利润	6	10130	81	-370
资产总计	28587	34899	29200	29035
负债总计	460	5784	3	3
净资产	28127	29115	29197	29032

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表6：中稀新丰项目年产稀土氧化物 6531.7 吨

稀土氧化物	产能（吨/年）	质量（%）	质量标准号
氧化镧	1862.8	99.995	GB/T 4154-2006
氧化钪	312.4	99.995	GB/T 2526-1996
氧化铈	39.9	99.99	GB/T 12144-2000
氧化镨	234	99.9	GB/T 13558-1992
氧化钕	1372.3	99.999	GB/T 3503-2006
氧化铕	52.6	99.995	GB/T 3504-2006
氧化钆	41.9	99.9	XB/T 201-2006
氧化铈	12.5	99.995	XB/T 204-2006

稀土氧化物	产能（吨/年）	质量（%）	质量标准号
氧化铈	122.2	99.99	GB/T 4155-2003
氧化钕	1521.2	99.9	XB/T 206-1995
氧化镨	430.4	99.9	GB/T 5240-2006
氧化钐	303.2	99.59	GB/T 5239-2006
氧化铪	119.2	99.9	GB/T 2969-1994
氧化镱	86.3	99.99	GB/T 15678-1995
富铈镱	14.8	Tm 80%	XB/T 203-2006
合计	6531.7		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、工程承包在手订单充裕，资源业务潜力可期

3.1、近年公司工程承包业务在手订单呈上升趋势

公司工程承包在手订单金额充裕。截至 2025 年 6 月末，公司现有在手订单充裕，在执行未完工订单金额为 349 亿元、新签约及已签约未生效项目订单总金额达到 114 亿元，参考 2024 年工程承包业务营收（43 亿元），现有在手订单可支撑公司工程承包业务稳定发展。

表7：公司在手订单整体呈上升趋势，能为公司带来稳定现金流（单位：亿元、个）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025H1
新签订单总金额	29	71	171	81	165	75
新签订单合同数量	1	8	14	49	25	10
在执行未完工订单（剩余金额）	33	82	236	281	305	349
在执行未完工项目合同数量	20	27	31	30	33	34
已签约未生效项目金额	310	148	163	87	190	110
未生效合同数量	6	3	4	2	3	2

数据来源：公司公告、开源证券研究所

近年公司签署多个重要项目，主要集中于选厂和冶炼厂的设计和施工，并主要分布于一带一路沿线国家：

（1）越南多农电解铝项目总承包合同：公司负责项目设计、施工安装、采购和运输管理等工作。合同金额为 5.7 亿美元（折合人民币 41.2 亿元），合同总工期 40 月，按照 10%毛利率测算，合同总毛利贡献约 4.1 亿元。

（2）哈萨克斯坦 30 万吨/年铜冶炼厂项目：公司负责设计、采购、建设施工等工作。合同金额为 14.1 亿美元（折合人民币 101.5 亿元），合同周期较长，按照 10%毛利率测算，合同总毛利贡献约 10.2 亿元。

表8：公司核心 EPC 项目集中于一带一路沿线国家

公告日期	项目名称	业主	项目内容	合同期限（月）	合同周期（不足半年当 0.5 计算，超过半年的按 1 年记）	合同金额（亿元）	年均价（亿元）	年毛利（亿元）
25/02/20	越南多农电解铝项目总承包合同	Tran Hong Quan Metallurgy	电解铝项目的设计、施工安装、采购和运输管理等工作	40	3.5	41.2	11.8	1.2

公告日期	项目名称	业主	项目内容	合同期限 (月)	合同周期(不足半年当 0.5 计算, 超过半年的 按 1 年记)	合同金额 (亿元)	年均价 (亿元)	年毛利 (亿元)
			作					
24/08/12	印尼阿曼铜选厂扩 建项目施工合同	PT AMMAN	施工安装、采购和 运输管理等工作	17	1.5		20.6	2.1
24/06/04	哈萨克斯坦 30 万吨/ 年铜冶炼厂项目	哈萨克斯坦矿业 冶炼	公司负责设计和采 购, 中色哈萨克斯 坦负责建设施工	较长		101.5		
21/12/29	印尼阿曼铜冶炼厂 项目设计施工服务 合同	PT AMMAN	负责业主在印尼本 尼特南部和本尼特 湾铜精矿冶炼厂项 目的设计和施工服 务等工作	34	3	25.5	8.5	0.8
21/12/13	印尼阿曼铜冶炼厂 项目采购合同	PT AMMAN	负责业主在印尼本 尼特南部和本尼特 湾铜精矿冶炼厂与 贵金属精炼厂项目 的设备和材料的采 购和供货工作	34	3	39.9	13.3	1.3

资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：合同金额参考公告披露金额，并假设美元兑人民币汇率为 7.2）

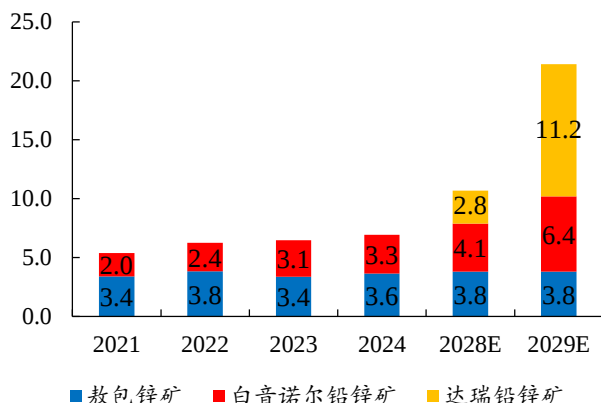
3.2、资源板块：扩产+新建项目落地，矿产锌产能有望实现两倍增长

受益于白音诺尔扩产+达瑞项目投产，公司远期矿产锌产能有望实现两倍增长。

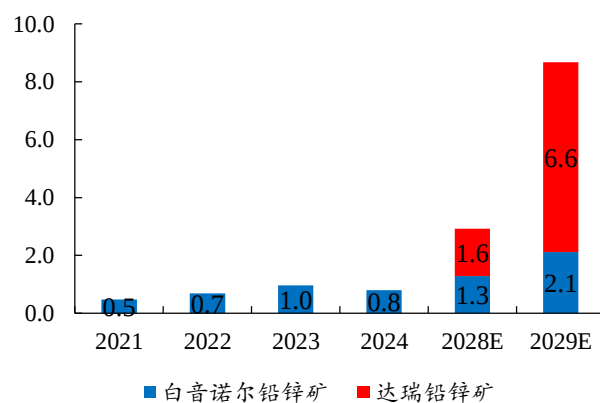
表9：截至 2024 年末，公司保有白音诺尔+敖包+达瑞三大矿区

矿山名称	采矿权证	公司权 益	地理位置	采矿权证	开采 方式	扩产前产 能(万吨)	2024 年产 量(万吨)	扩产后产 能(万吨)	预计扩产后 产量(万吨)	状态
白音诺尔铅锌 矿	赤峰中色白 音诺尔矿业 有限公司	56.06%	内蒙古赤峰市 巴林左旗白音 勿拉镇	C15000020120 83220126653	地下 开采	99.0	锌：3.3 铅：0.8 银：9 吨	165.0	锌：6.4 铅：2.1 银：19 吨	在产
达瑞铅锌矿	中色（印尼） 达瑞矿业有 限公司	51.0%	印尼北苏门答 腊省	c2-921.HT.01.0 1.TH.98	地下 开采	100.0	-	100.0	锌：11.2 铅：6.6	在建
敖包锌矿	鑫都矿业有 限公司	50.0%	蒙古国苏赫巴 托省	MV-000723	露天 开采	40.0	锌：3.6	40.0	锌：3.8	在产

资料来源：《中国有色矿业集团有限公司 2025 年度跟踪评级报告》、《赤峰中色白音诺尔矿业有限公司 165 万吨/年铅锌矿采选扩建项目环境影响报告书》、PT Bumi Resources Minerals Tbk.官网、公司公告、开源证券研究所（注：扩产后产量为基于目前报告及数据进行的测算，考虑到矿业生产中的不确定性，或与扩产后实际产量存在一定差异）

图12：白音诺尔+达瑞达产后，公司锌产量有望翻实现两倍增长（单位：万吨）


数据来源：《赤峰中色白音诺尔矿业有限公司 165 万吨/年铅锌矿采选扩建项目环境影响报告书》、PT Bumi Resources Minerals Tbk. 官网、开源证券研究所

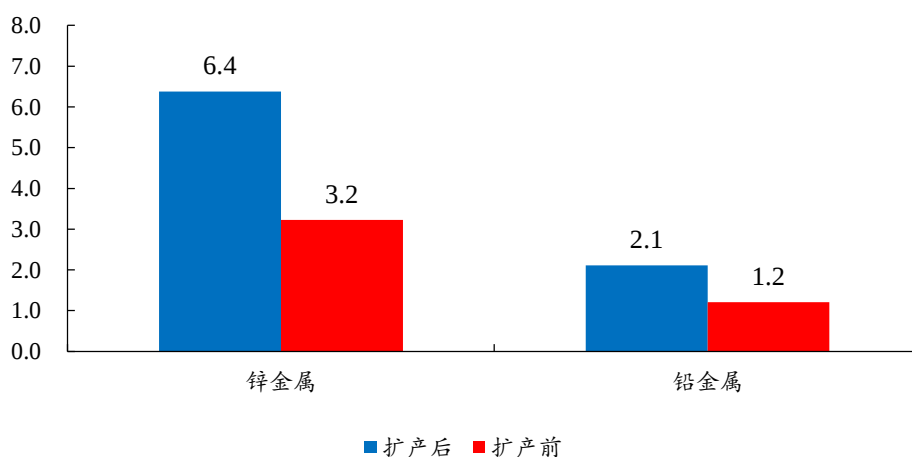
图13：达瑞达产后有望贡献 6 万吨以上铅金属增量（单位：万吨）


数据来源：《赤峰中色白音诺尔矿业有限公司 165 万吨/年铅锌矿采选扩建项目环境影响报告书》、PT Bumi Resources Minerals Tbk. 官网、开源证券研究所

3.2.1、白音诺尔项目：扩产项目扩地，生产规模接近翻倍

白音诺尔项目锌金属资源量万吨。截至 2024 年末，白音诺尔铅锌矿全区保有资源量总计矿石量 2260.7 万吨，~~铅金属量~~，锌金属量 113.5 万吨，铅平均品位 1.70%，锌平均品位 5.02%。

项目生产规模从 99 万吨扩产至 165 万吨。公司正在积极研究推进白音诺尔采选扩建项目（包含开拓系统扩建+新建 5000t/d 选厂），扩产后，白音诺尔项目锌金属产量有望提升至 6.4 万吨、铅金属产量提升至 2.1 万吨。

图14：扩产后，项目锌金属产量有望翻倍（单位：万吨）


数据来源：《赤峰中色白音诺尔矿业有限公司 165 万吨/年铅锌矿采选扩建项目环境影响报告书》、公司公告、开源证券研究所

表10：截至 2024 年末，白音诺尔铅锌矿全区保有锌金属资源量 113.5 万吨

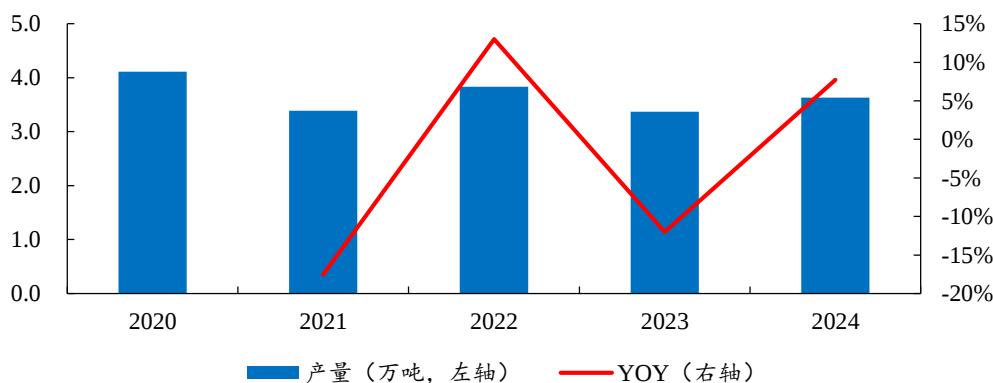
主要矿山	矿石资源量 (万吨)	锌品位 (%)	锌金属量 (万吨)
采矿证范围内（开采深度 1010m-181m）	2144.9	5.03%	107.8
赤峰市巴林左旗赛罕其格敖瑞铅锌 矿普查探矿权	115.8	4.92%	5.7
合计	2260.7	5.02%	113.5

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.2、敖包锌矿：公司首个境外资源项目，年矿石处理产能达 40 万吨

敖包锌矿位于蒙古国境内，年矿石处理产能为 40 万吨。敖包锌矿位于蒙古国的苏赫巴托省苏赫巴托县境内，是中色股份采用“工程换资源”方式获得的第一个境外资源项目，自投产以来，通过技术改造，年处理矿石为 40 万吨。

敖包锌矿生产相对稳定，年归母净利贡献约 0.9 亿元。目前敖包锌矿年采出矿量为 40 万吨/年，基于 23000 元/吨锌价和 3500 元/吨的加工费假设，敖包锌矿年归母净利润贡献有望稳定在 0.9 亿元。

图15：敖包锌矿生产相对稳定，年产量稳定在 3 万吨以上


数据来源：公司公告、开源证券研究所

截至 2024 年末，敖包锌矿采矿权全区保有资源总计矿石量 327.4 万吨，锌金属 30.86 万吨，锌平均品位 9.43%；伴生铅金属量 1.63 万吨，银金属量 87.84 吨，铅平均品位 0.49%，银平均品位 26.83g/t。

表11：截至 2024 年末，敖包锌矿保有锌金属资源量为 30.86 万吨、平均品位 9.43%

主要矿山	矿石资源量 (万吨)	锌品位 (%)	锌金属量 (万吨)	铅品位 (%)	铅金属量 (万吨)	银品位 (g/t)	银金属量 (吨)
敖包锌矿	327.4	9.43%	30.9	0.49%	1.6	26.8	87.8

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.3、达瑞矿业：高品位大型铅锌矿，锌资源量为 225.6 万吨

达瑞铅锌矿项目是全球尚未开发的高品位铅锌矿之一，锌资源量达 225.6 万吨。根据公司 2024 年年报，截至 2024 年末，达瑞铅锌矿全区保有的资源量总计为矿石量 2070.1 万吨，锌金属量 225.6 万吨，铅金属量 132.0 万吨，锌平均品位 10.9%，铅

平均品位 6.4%。

达瑞项目分两期实行，一期稳产后年利润贡献有望超 5 亿元。项目一期 Aning Hitam 矿区达产后，预计年产锌金属量约 10 万吨、铅金属量约 5 万吨/年，基于 2.3 万元/吨锌价和 1.7 万元/吨铅价假设，归母净利润贡献有望超过 5 亿元。

4、盈利预测与投资建议

根据公司在建项目规划和主营业务景气度的分析，我们对公司的盈利预测如下：

(1) 工程承包业务：考虑到公司在 2024-2025 年新签多个项目合同，且目前在售合同充裕，预计 2025-2027 年公司工程承包业务收入增速分别为 5%/10%/5%。

(2) 冶炼业务：公司冶炼业务主要由中色锌业贡献，目前中色锌业产能相对稳定，考虑到目前锌加工费已较 2024 年明显回暖，2025-2027 年营收和毛利润贡献分别稳定在 44.8 亿元和 0.8 亿元。

(3) 资源业务：考虑到公司资源板块扩产项目仍处于建设和爬产期，预计 2025-2027 年营收和毛利润贡献分别稳定在 11.9 亿元和 3.7 亿元。

(4) 泵业务：公司泵业务主要由中色泵业负责，已中标、新签国内外多个氧化铝隔膜泵供货合同，预计 2025-2027 年公司泵业务销量分别为 30/35/40 台，对应毛利率稳定在 12.5%。

表12：公司盈利预测（单位：亿元）

项目	分项	2023	2024	2025E	2026E	2027E
工程承包业务	收入	40.1	43.0	45.2	49.7	52.2
	成本	33.2	38.6	40.6	43.7	45.9
	毛利润	6.9	4.4	4.5	6.0	6.3
冶炼业务	收入	44.0	39.4	44.8	44.8	44.8
	成本	43.2	39.3	44.0	44.0	44.0
	毛利润	0.8	0.1	0.8	0.8	0.8
资源业务	收入	11.3	11.0	11.9	11.9	11.9
	成本	8.0	8.0	8.2	8.2	8.2
	毛利润	3.3	3.0	3.7	3.7	3.7
泵业务	收入	1.4	2.1	2.4	2.8	3.2
	成本	1.8	1.7	2.1	2.5	2.8
	毛利润	-0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
合计	收入	93.6	89.2	99.2	104.1	107.0
	毛利润	16.2	13.0	19.4	22.4	24.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

相对估值法方面，我们选取了主营业务中含有铅锌矿业务的驰宏锌锗、国城矿业、中金岭南进行比较，以 2025 年 10 月 16 日股价为基准，可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 17.5/16.2/14.2 倍。我们预计 2025-2027 年公司将实现归母净利润分别为 5.50/6.56/7.80 亿元，当前股价对应 PE 为 25.6/21.5/18.1 倍，略高于可比公司平均。考虑到公司达瑞矿业及白音诺尔项目仍处于建设阶段，后续产能成长潜力较大，叠加公司工程承包具备稳定的业绩贡献，对比同业公司具备较高的成长空间，估值具备一定合理性，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表13：公司 PE 估值略高于可比公司平均

股票代码	股票简称	收盘价 (元/股)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600497.SH	驰宏锌锗	6.8	0.3	0.4	0.4	0.5	26.4	17.0	16.0	15.0
000688.SZ	国城矿业	14.4	-0.1	0.9	0.9	1.3	(144.3)	16.6	15.6	10.9
000060.SZ	中金岭南	5.8	0.3	0.3	0.3	0.3	19.9	18.8	17.0	16.9
可比公司平均 PE							23.1	17.5	16.2	14.2
000758.SZ	中色股份	7.1	0.2	0.3	0.3	0.4	35.0	25.6	21.5	18.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：驰宏锌锗、国城矿业、中金岭南盈利预测与估值均来自 Wind 一致预测，数据截至 2025 年 10 月 16 日收盘）

5、风险提示

- 项目建设进度低于预期。公司多个项目处于建设中，若项目建设不及预期，则会导致业绩不及预期。
- 全球锌资源供给超出预期。公司资源开发板块业绩增量来自于矿产锌，若锌资源供给超出预期则会导致锌价下跌，将对公司业绩产生不利影响。
- 汇率波动风险。公司未进行外汇套期保值操作，存在较大的汇率风险敞口，人民币对美元汇率的波动会对公司的汇兑损益及盈利水平产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9435	10785	10462	11868	11019
现金	3715	3425	3874	4032	4161
应收票据及应收账款	1457	1994	1540	2300	1577
其他应收款	262	125	528	17	608
预付账款	502	1637	742	1755	811
存货	1860	2564	1646	2873	1583
其他流动资产	1639	1039	2132	891	2280
非流动资产	10089	10850	11101	11148	11074
长期投资	551	670	766	891	1001
固定资产	1932	2068	2590	2849	2947
无形资产	3167	3251	3122	3077	3057
其他非流动资产	4438	4860	4623	4332	4069
资产总计	19524	21634	21563	23017	22093
流动负债	8023	9656	9263	10315	8861
短期借款	2684	1411	3089	3236	2432
应付票据及应付账款	1727	1658	1673	1842	1653
其他流动负债	3611	6586	4501	5236	4776
非流动负债	2852	2871	2531	2106	1651
长期借款	1914	1933	1593	1168	713
其他非流动负债	938	938	938	938	938
负债合计	10875	12527	11795	12420	10512
少数股东权益	3401	3441	3645	3863	4137
股本	1993	1993	1991	1991	1991
资本公积	1012	1039	1039	1039	1039
留存收益	2678	3081	3749	4474	5377
归属母公司股东权益	5248	5667	6123	6734	7444
负债和股东权益	19524	21634	21563	23017	22093

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2522	685	631	982	1851
净利润	524	521	755	874	1053
折旧摊销	233	251	293	350	395
财务费用	122	-0	112	167	140
投资损失	-49	-73	-61	-67	-64
营运资金变动	1561	43	-482	-414	280
其他经营现金流	131	-56	15	72	45
投资活动现金流	-569	-511	-482	-329	-255
资本支出	612	538	437	278	207
长期投资	0	0	-96	-125	-110
其他投资现金流	43	27	50	74	62
筹资活动现金流	-1295	-396	-742	-960	-503
短期借款	-1561	-1273	1678	147	-804
长期借款	590	19	-340	-426	-455
普通股增加	24	-0	-2	0	0
资本公积增加	57	27	0	0	0
其他筹资现金流	-404	832	-2077	-681	755
现金净增加额	678	-196	-592	-307	1092

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9361	8918	9921	10413	10701
营业成本	7739	7613	7981	8171	8251
营业税金及附加	149	146	179	187	193
营业费用	43	40	45	47	48
管理费用	633	601	670	702	722
研发费用	39	48	53	56	57
财务费用	122	-0	112	167	140
资产减值损失	19	-22	-2	-14	-9
其他收益	47	9	15	10	10
公允价值变动收益	-35	13	-11	1	-5
投资净收益	49	73	61	67	64
资产处置收益	-0	6	3	5	4
营业利润	624	664	938	1104	1324
营业外收入	37	14	26	20	23
营业外支出	12	6	9	7	8
利润总额	648	673	954	1117	1339
所得税	124	152	200	243	286
净利润	524	521	755	874	1053
少数股东损益	165	118	205	218	274
归属母公司净利润	359	402	550	656	780
EBITDA	1058	1034	1339	1593	1821
EPS(元)	0.18	0.20	0.28	0.33	0.39

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	27.0	-4.7	11.2	5.0	2.8
营业利润(%)	18.5	6.5	41.2	17.7	20.0
归属于母公司净利润(%)	144.7	12.0	36.8	19.2	18.8
获利能力					
毛利率(%)	17.3	14.6	19.5	21.5	22.9
净利率(%)	3.8	4.5	5.5	6.3	7.3
ROE(%)	6.1	5.7	7.7	8.2	9.1
ROIC(%)	6.3	5.9	7.3	8.4	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	55.7	57.9	54.7	54.0	47.6
净负债比率(%)	18.4	13.6	13.3	8.1	-4.6
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.8	0.6	0.8	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	6.3	5.9	6.1	6.0	6.0
应付账款周转率	5.3	4.8	5.0	4.9	5.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.20	0.28	0.33	0.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	0.34	0.32	0.49	0.93
每股净资产(最新摊薄)	2.64	2.85	3.08	3.38	3.74
估值比率					
P/E	39.2	35.0	25.6	21.5	18.1
P/B	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	17.9	18.0	14.1	11.7	9.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn