

宏达股份：渡尽劫波，凤凰涅槃



李纵横 分析师

Email: lizongheng@lczq.com

证书: S1320524090001

投资要点:

历史沿革：渡尽劫波。纵观公司发展历程，曾攀爬过巅峰，也曾经历低谷，面向未来，在蜀道集团的引领下，公司开启了经营新阶段，能否实现涅槃重生，将是我们关注的焦点。

蜀道进入：涅槃重生。蜀道集团成为控股股东后，未来看点有三：

- 集团助力，历史包袱彻底甩脱；**定增资金的注入首先彻底解决了长期困扰公司经营的诉讼债务问题；其次，剩余资金缓解了公司流动性危机，优化了资本结构，提高了抗风险能力，为公司经营逐步正常化奠定了基础；同时，集团全额认购定增股权向市场传递了对于公司的支持信号，稳定了投资者信心，更加利于公司进行市值管理。
- 集团矿业资源潜在整合，打开业务发展桎梏；**蜀道集团境内矿权集中分布在四川省内，乐山市、德阳市两座磷矿资源在地域与资源类型上与公司业务相关性极高，未来存在整合入上市公司平台的可能性。公司磷化工业务劣势主要在于缺乏上游磷矿资源支持，业务盈利同时受上下游挤压，成本控制难度较大。蜀道集团所属磷矿资源，若能注入公司平台，公司磷化工业务将获得关键上游资源，提高相关板块盈利水平，增强公司核心竞争力，同时打开市值远期想象空间。
- 资源与市场协同，现有业务体系迎来变革机遇；**困扰公司业务发展的问題主要有三方面，即：原料供应、市场拓展和产品消纳；**原料供应：保障与降本的双重红利。**即便不考虑矿端资源注入前景，仅通过内部协同也可部分保障原料供应链安全；**市场拓展：信用背书与品牌赋能。**成为省属大型国企的重要子公司后，大大降低了宏达获取外部高端客户尤其是大型国央企的门槛；**产品消纳：集团生态的内置应用市场。**在满足关联交易相关要求的基础上，蜀道集团可为公司产品带来“体系市场”。

多龙铜矿开发：凤凰于飞。多龙矿山是目前我国已探明的规模最大的未开发的世界级铜矿，也是我们看好公司远期发展前景的核心逻辑之一。

铜矿长期供应存在瓶颈，价格中枢预期震荡上行。

多龙铜矿开发将彻底打开公司发展空间。蜀道集团进入后，探转采工作进程显著加速。假设工程建设可按照《多龙矿区铜矿矿产资源开发利用方案》执行，那么预期铜矿建成后，**铜年产量将为 26.37-27.34 万吨/年、黄金年产量 8 吨/年、白银年产量 11.62 吨/年。**参考巨龙铜矿建设投入及进

投资评级：增持（首次）

股票信息

总股本(百万股)	2,641.60
流通 A 股/B 股(百万股)	2,032.00/0.00
资产负债率(%)	40.03
每股净资产(元)	1.19
市净率(倍)	8.29
净资产收益率(加权)	-21.21
12 个月内最高/最低价	11.83/5.64

注：数据更新日期截止 2025 年 10 月 17 日

市场表现



相关报告

度，我们预估多龙铜矿吨铜投资额将在 15-17 万元左右，项目总投资额将为 400-450 亿元，建设周期预计为两年左右。投产后该矿山能够贡献年度净利润规模 118.4-122.76 亿元，归属上市公司的权益净利润将为 35.52-36.83 亿元，若能兑现将彻底改善公司盈利能力。

现有业务：互为双翼。公司现有主营围绕磷化工和锌冶炼展开。锌冶炼主要扮演公司营收贡献角色，业务盈利能力有限，预期维持现有产能规模，同时尝试通过并购方式获取上游矿山资源；磷化工是公司现有业务体系中的盈利贡献主体，业务发展面临问题有三：不具备上游矿端资源、规模效应不足叠加原料外购导致业务成本压力较大、政策面对于磷化工行业管控趋严，现有生产设备及技术需持续升级。提示关注集团所属矿业资源整合时点以及融入国资管理体系、实现业务融合聚变进程。

盈利预测与投资建议：我们预计，2025 年-2027 年公司营收规模分别为 35.61 亿元、37.29 亿元、37.40 亿元；毛利润分别为 2.27 亿元、2.78 亿元、2.94 亿元；归母净利润分别为 0.02 亿元、0.41 亿元、0.62 亿元。

上述盈利预测均基于现有业务结构给出，但从短期视角来看，在蜀道集团资金与信用支持下，公司经营风险解除，流动性改善，磷化工与锌冶炼业务稳步修复，盈利进入正增长通道；从中期视角来看，若集团内部磷矿资源注入及业务协同机制落地，公司磷化工成本端有望显著优化，利润弹性释放；从远期视角来看，多龙铜矿如期投产将成为公司第二成长曲线，若能按现有规划推进，公司归母净利润有望提升至 30-40 亿元级别。

我们认为，当前盈利预测反映的是“底部修复”阶段的经营表现，而真正的估值空间取决于上游资源整合与多龙项目的兑现节奏，提示关注相关进程。因此，虽依旧现有业务结构，目前公司市值偏高，但综合考虑集团资源潜在注入前景及多龙铜矿开发节奏，我们对公司进行首次覆盖，同时给予其增持评级。

风险提示：磷铵、锌锭价格持续下行；多龙项目开发进程不及预期；多龙铜矿建设所需资金筹措规模不及预期；国内环保政策收紧；集团矿业资源整合进程不及预期等。

主要财务数据及预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,026	3,409	3,561	3,730	3,741
(+/-)YoY(%)	2.9%	12.7%	4.4%	4.7%	0.3%
净利润(百万元)	-96	36	2	43	63
(+/-)YoY(%)	-259.3%	137.7%	-94.1%	1,888.9%	47.8%
全面摊薄 EPS(元)	-0.05	0.02	0.00	0.02	0.03
毛利率(%)	6.2%	8.3%	6.4%	7.5%	7.9%
净资产收益率(%)	-30.0%	9.3%	0.5%	9.7%	12.6%

资料来源:公司年报(2023-2024)

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 历史沿革：渡尽劫波的发展之路	5
2. 蜀道进入：涅槃重生	7
2.1 蜀道集团进入，公司开启发展新阶段	7
2.2 集团助力，历史包袱彻底甩脱	10
2.3 集团矿业资源潜在整合，打开业务发展桎梏	13
2.4 资源与市场协同，现有业务体系迎来变革机遇	14
3. 多龙铜矿开发：凤凰于飞	15
3.1 铜矿长期供应存在瓶颈，价格中枢预期震荡上行	15
3.2 多龙铜矿开发将彻底打开公司发展空间	17
4. 现有业务：互为双翼	21
5. 盈利预测与投资建议	24
5.1 盈利预测	24
5.2 投资建议	25
6. 风险提示	26

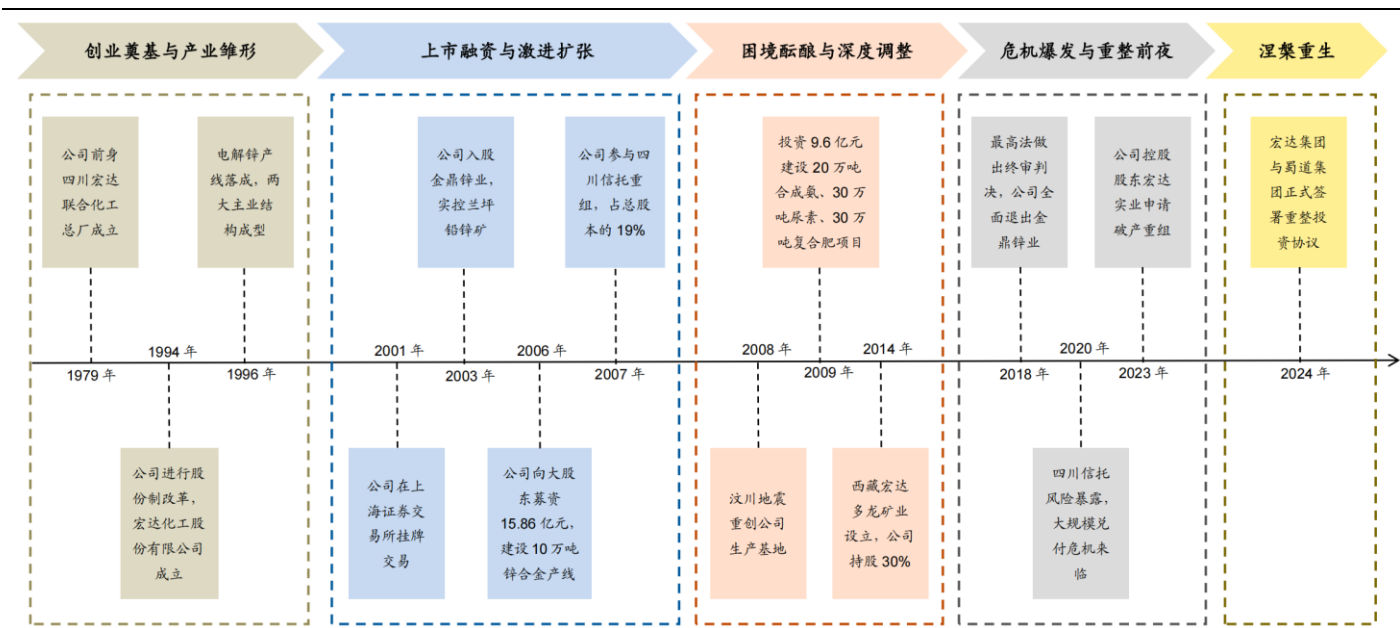
图表目录

图 1	宏达股份发展历程.....	5
图 2	宏达股份上市至今股价走势以及重大事件节点梳理（元）	6
图 3	蜀道集团进入后，公司股权结构	8
图 4	蜀道集团资产规模波动情况（亿元）	10
图 5	蜀道集团营收规模及净资产收益率波动情况（亿元）	10
图 6	金鼎锌业合同纠纷使得公司面临极大的偿债压力（百万元、%）	11
图 7	货币资金规模大幅下降（百万元）	11
图 8	流动资金短缺困局严峻（百万元）	11
图 9	流动性不足进一步恶化了公司的经营环境（百万元）	12
图 10	乐山市老河坝三号磷矿地理位置	13
图 11	德阳市清平磷矿地理位置	13
图 15	多龙矿业股权结构	18
图 16	西藏三大铜矿成矿带及大型铜矿分布情况	19
图 17	巨龙铜矿年产量及吨铜净利润波动情况（吨、万元）	21
图 18	公司主营业务结构	21
图 19	公司营业收入波动情况（百万元）	22
图 20	公司归母净利润规模波动剧烈（百万元）	22
图 21	锌冶炼业务营收规模波动情况（百万元）	22
图 22	锌冶炼业务毛利润波动情况（百万元）	22
图 23	公司锌锭及锌合金生产量波动情况（吨）	23
图 24	公司锌锭及锌合金销售量波动情况（吨）	23
图 25	磷化工业务营收规模波动情况（百万元）	23
图 26	磷化工业务毛利润波动情况（百万元）	23
图 27	磷化工产品产量规模波动情况（吨）	24
图 28	磷化工产品销量规模波动情况（吨）	24
表 1	宏达股份原控股股东破产重整进程重要时间节点及事件梳理	7
表 2	公司现任董事会成员及主要工作经历	9
表 3	金鼎锌业合同纠纷案件进程梳理	10
表 4	定向增发相关信息明细	12
表 5	乐山市老河坝三号磷矿相关信息	13
表 6	德阳市清平磷矿相关信息	14
表 7	2015 年后，全球新增铜矿数量极为有限（个、百万吨、百万美元、美元/吨） ..	16
表 8	西藏地区大型矿山产能及战略规划信息统计	17
表 9	多龙铜矿核心指标及相关信息汇总	19
表 10	巨龙铜矿一期工程、二期工程建设情况	20
表 11	公司主要产品产量数据及预测（吨）	24
表 12	公司主要产品营收数据及预测（百万元）	24
表 13	公司主要产品毛利率数据及预测	25
表 14	宏达股份主营业务盈利预测（百万元）	25

1. 历史沿革：渡尽劫波的发展之路

宏达股份（股票代码：600331.SH）是蜀道投资集团下属五家上市企业之一，公司注册资本 26.42 亿元，主营业务聚焦于有色金属冶炼及磷化工行业，核心产品包括磷酸盐系列产品、锌锭、锌合金等，是目前国内锌冶炼及磷化工行业的重要参与者之一。纵观公司发展历程，曾攀爬过巅峰，也曾经历低谷，面向未来，在蜀道集团的引领下，公司已经开启了经营新阶段，能否最终实现涅槃重生，将是我们关注的焦点。

图1 宏达股份发展历程



资料来源：宏达股份公司公告、公开资料整理，联储证券研究院

回溯蜀道集团进入前的公司发展历程，我们将其大致划分为四个关键阶段：

第一阶段——初创：1979年-2000年

在这一阶段，公司从本土乡镇小化肥厂起步，逐步形成了“化工+有色”的产业布局。1979年，公司前身——四川宏达联合化工总厂成立，以生产磷肥为主业，完成公司资本的原始积累；1994年正值中国化工行业市场化改革的关键时期，公司适时进行了股份制改革，正式更名为四川宏达化工股份有限公司；1996年，公司管理层做出重大战略决策，投资建设电解锌生产线，奠定了持续至今的两大主业并行的发展路线；

第二阶段——扩张：2001年-2007年

在这一阶段，公司借助资本市场的力量，规模急速膨胀，并做出了极具野心的并购举动，但同时也为日后的股权纠纷及信托暴雷事件埋下伏笔。2001年12月20日，公司在上海证券交易所挂牌交易，成为了四川省内首家化工行业上市企业；借助上市所募集的资金支持，公司将复合肥年产能提升至20万吨，成功跻身当时国内磷化工龙头企业行列；2003年公司做出重大战略决策，入股云南金鼎锌业有限公司，实控亚洲最大铅锌矿山——云南兰坪铅锌矿，金鼎锌业在宏达股份的主导下，逐步建成了年产10万吨锌锭的产线；借助中国有色行业的周期性繁荣，锌价持续走高，至2007年，金鼎锌业能够贡献年净利润规模超15亿元，占宏达股份同期净利润总额的70%以上，成为公司发展的核心引擎，上游矿产资源的加持下，宏达股份也借此成功跻身国内铅锌行业的龙头企业之一；2007年，公司管理层再度做出重大决策，公司拟以现金1.9亿元参与四川信托重组，持股比例19%，彼时四川信托以“灵活的融资方案”和“高收益项目”著称，

管理的信托产品涵盖基础设施建设、房地产开发等领域，“产业+金融”的联动模式开创行业先河，公司股价也达到历史巅峰；

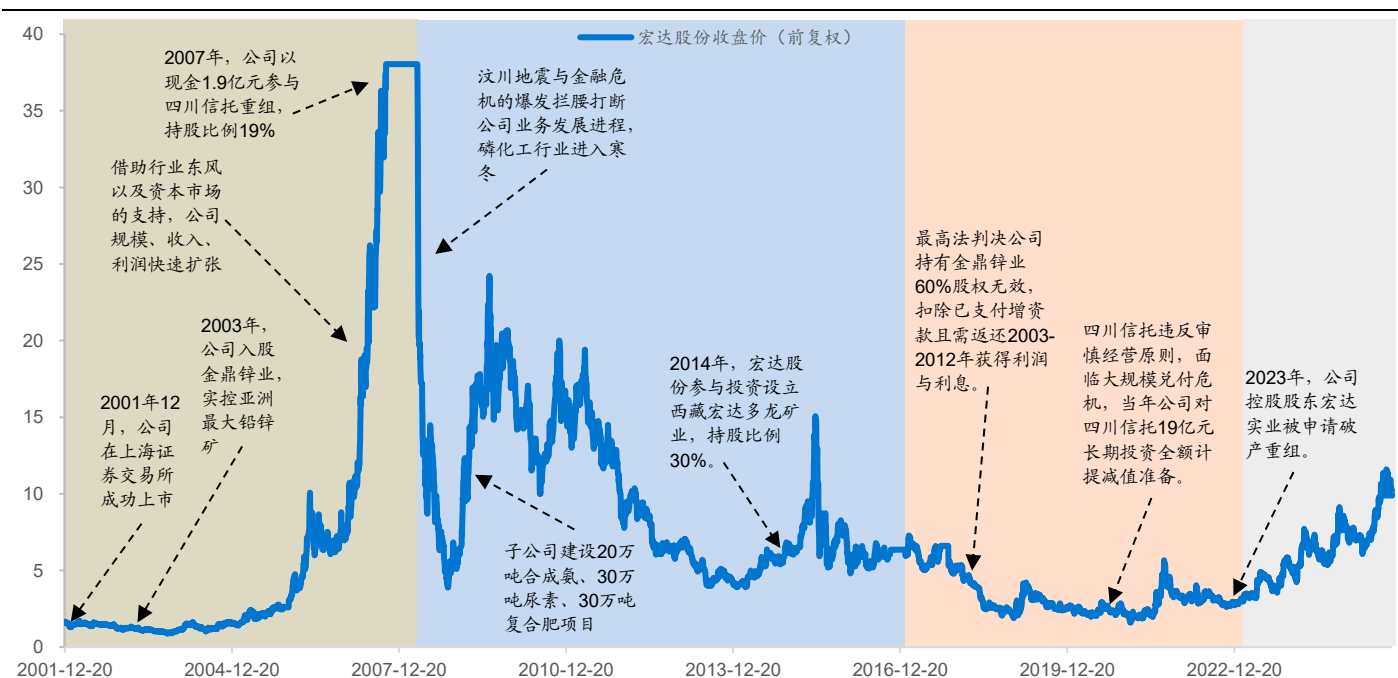
第三阶段——转型：2008年-2017年

在这一阶段，磷化工行业遭遇行业寒冬，公司在天灾及行业危机的双重挤压下，进行业务深度转型，有色板块正式成为其业务核心。2008年，汶川特大地震重创公司业务核心——磷化工生产基地；同年9月，全球性金融危机爆发，农业行业同样未能幸免，市场对于化肥需求预期急剧转向悲观，磷铵等化工品价格从年中高位水平快速下跌，行业信心转为悲观；行业景气度下行的背景下，公司磷化工业务遭受重创，股价高位暴跌；面对行业寒冬，公司适时进行业务深度转型，将发展重点放在有色业务上；先后于2008年增持金鼎锌业股权；2010年设立宏达铜钼，拟投资建设年产40万吨铜项目；2014年设立西藏宏达多龙矿业，尝试布局铜矿资源开发领域；

第四阶段——危局：2018年-2023年

在这一阶段，公司经营危机全面爆发，历史包袱过重，经营问题凸显，最终迫使了原实控集团的彻底出局，同时控股股东的变更也标志公司开启了全新发展周期。2017年，金鼎锌业股权纠纷爆发，云南省高级人民法院冻结了公司及宏达集团所持有的金鼎锌业60%股权；2018年，最高法做出了终审判决，驳回上诉、维持原判，公司全面退出金鼎锌业，云南方股东拿回股权，同时公司需在扣除已支付的增资款基础上，返还2003-2012年期间所获得的利润及利息；至此，公司彻底失去最为优质的核心资产，丧失了造血来源并背上沉重债务负担，仅在当年即计提超过20亿元的资产减值损失；2020年，公司再度遭遇重创，中国金融市场进入强监管时代，信托行业“去通道、破刚兑”政策密集出台，四川信托因长期违规操作，风险率先暴露，爆发大规模的兑付危机；在经历股权纠纷后，公司再度遭遇信托暴雷，2020年业绩连续巨额亏损，股价跌至历史低位，面临严峻的退市风险；2023年，公司控股股东宏达实业被申请破产重组。

图2 宏达股份上市至今股价走势以及重大事件节点梳理¹（元）



¹ 股价数据更新日期：2025年10月20日

² <http://www.sichuanhongda.com/index.aspx>

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2. 蜀道进入：涅槃重生

2.1 蜀道集团进入，公司开启发展新阶段

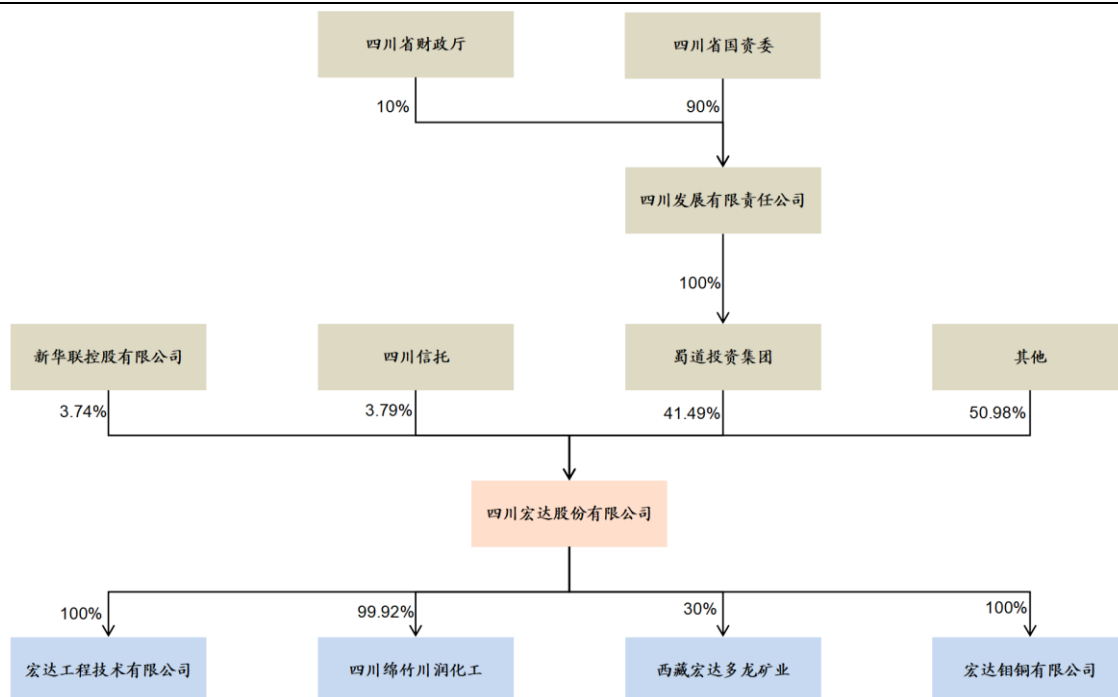
历经波折后，公司控股股东最终变更为蜀道投资集团。2023 年，在债务及诉讼压力双重压迫下，公司原控股股东宏达实业、关联方宏达集团被申请破产重组，正式启动破产重整进程；2024 年 3 月，管理人公开招募战略投资人；2024 年 5 月 24 日，蜀道投资集团最终被确认为宏达集团、宏达实业的重整投资人。根据公司发布的权益变动书所披露的信息显示，蜀道集团出资 22.9 亿元，承接了宏达实业持有的宏达股份 5.36 亿股股票，持股比例为 26.39%，成为公司的控股股东，公司实控人变更为四川省国资委。2025 年 7 月 8 日，公司再次以 4.68 元/股向蜀道集团发行股票，数量为 6.096 亿股。本次定增项目完成后，蜀道集团将直接及间接持有上市公司 12.46 亿股，占公司总股本的 47.17%。

表1 宏达股份原控股股东破产重整进程重要时间节点及事件梳理

时间节点	事件概述
2023 年 5 月 8 日	长城华西银行成都分行以不能清偿到期债务且资产明显无法清偿全部到期债务为由向什邡法院申请对上市公司控股股东宏达实业、关联方宏达集团进行破产重整
2023 年 6 月 9 日	什邡法院裁定受理申请人长城华西银行成都分行对被申请人宏达集团、宏达实业的重整申请
2023 年 6 月 28 日	什邡法院裁定通过竞争选任方式分别指定了宏达集团管理人、宏达实业管理人
2023 年 10 月 10 日	宏达集团重整案、宏达实业重整案第一次债权人会议召开，分别表决通过了《四川宏达（集团）有限公司财产管理方案》、《四川宏达实业有限公司财产管理方案》。
2023 年 12 月 25 日	什邡法院批准对宏达集团破产重整案、宏达实业破产重整案进行实质合并破产重整
2024 年 3 月 13 日	管理人通过全国企业破产重整案件信息网发布《四川宏达（集团）有限公司、四川宏达实业有限公司合并重整案关于公开招募和遴选重整投资人的公告》，公开招募重整投资人
2024 年 5 月 24 日	蜀道投资集团被确认为宏达集团、宏达实业重整投资人
2024 年 5 月 27 日	宏达集团、宏达实业、管理人与蜀道投资集团正式签署《重整投资协议》。根据该《重整投资协议》，蜀道集团将承接重整后宏达集团、宏达实业 100%股权，并承接宏达实业所持宏达股份 26.39%股权（暨 536,237,405 股宏达股份股票）
2024 年 7 月 4 日	宏达集团、宏达实业实质合并重整案第四次债权人会议、出资人组会议召开，各债权人组以及出资人组完成了对《重整计划（草案）》的表决
2024 年 7 月 19 日	什邡法院裁定批准《重整计划》，并终止宏达集团、宏达实业重整程序
2024 年 9 月 27 日	原蜀道集团土地事务与矿产资源部部长乔胜俊先生当选为宏达股份新一任董事长
2025 年 1 月 2 日	公司发布公告披露蜀道集团已直接及间接持有宏达股份 26.39%股权

资料来源：宏达股份公司公告，联储证券研究院

图3 蜀道集团进入后，公司股权结构³



资料来源：Wind，联储证券研究院

蜀道集团进入后，公司分别于2024年9月、2025年1月召开临时股东大会，完成对于公司董事会的改组。公司现任董事会共有六位董事，其中三人为2024年9月后进入，均带有蜀道集团背景。现任宏达股份董事长——乔胜俊先生，历任四川路桥桥梁工程公司副总经理；叙古高速公路开发有限责任公司、川黔高速公路有限责任公司副总经理、总经理；蜀道投资集团土地事务与矿产资源部部长，具备丰富的经营管理经验。

³ 公司股权数据更新日期：2025年8月22日

表2 公司现任董事会成员及主要工作经历⁴

姓名	职务	任期起始日期	任期终止日期	主要工作经历
乔胜俊	董事、 董事长	2024 年 9 月 27 日	2026 年 5 月 9 日	现任四川宏达股份有限公司党委书记、董事、董事长。中共党员，研究生学历，正高级工程师。2002 年 7 月-2004 年 3 月，就职于四川路桥桥梁工程有限责任公司射洪涪江三桥任技术员；2004 3 月-2005 年 4 月，就职于四川路桥桥梁工程有限责任公司北京地铁清河斜拉桥任技术员；2005 年 4 月-2008 年 11 月，就职于四川路桥桥梁工程有限责任公司西攀高速 C11 项目部任科长；2008 年 11 月-2009 年 9 月，就职于四川路桥桥梁工程有限责任公司成彭高速三标段任副总工程师兼工程科长；2009 年 9 月-2010 年 7 月，就职于四川路桥桥梁工程有限责任公司巴南高速 D9 任总工程师；2010 年 7 月-2012 年 12 月，就职于四川路桥桥梁工程有限责任公司武胜嘉陵江大桥任项目经理；2012 年 12 月-2015 年 4 月，就职于四川路桥桥梁工程有限责任公司任市场开发部副经理；2015 年 4 月-2019 年 11 月，就职于四川路桥桥梁工程有限责任公司任副总经理；2019 年 11 月-2020 年 3 月，就职于四川叙古高速公路开发有限责任公司任副总经理(主持工作)；2020 年 3 月-2021 年 3 月，就职于四川叙古高速公路开发有限责任公司、川黔高速公路有限责任公司任副总经理；2021 年 3 月-2022 年 5 月就职于四川叙古高速公路开发有限责任公司、川黔高速公路有限责任公司任总经理；2022 年 5 月-2024 年 9 月，就职于蜀道投资集团有限责任公司任土地事务与矿产资源部部长。2024 年 9 月 27 日起任四川宏达股份有限公司董事、董事长。
黄建军	董事、 总经理	2023 年 5 月 9 日	2026 年 5 月 9 日	现任四川宏达股份有限公司党委副书记、总经理。中共党员，工程师，高级经济师，工商管理硕士。历任四川省什化股份有限公司矿山矿长助理、副矿长，矿长兼书记；四川省什化股份有限公司供销公司经理、四川省什化股份有限公司副总经理；四川宏达股份有限公司董事、副总经理、董事长、总经理。于 2024 年 9 月 27 日辞去公司董事长职务。现任四川宏达股份有限公司董事、副董事长。中共党员，大学学历，采矿高级工程师。1993 年 7 月-1996 年 2 月，四川省清平磷矿三根杉工区技术员；1996 年 2 月-2001 年 8 月，任四川省清平磷矿三根杉工区副主任；2001 年 8 月-2002 年 8 月，任四川省清平磷矿安全处副处长；2002 年 8 月-2010 年 11 月，任四川省清平磷矿安全生产设备处处长、安全设备处处长、安全处处长；2010 年 11 月-2017 年 6 月，任德阳昊华清平磷矿有限公司安全副总监、安全环保处处长、安全环保部主任；2017 年 6 月-2017 年 10 月，任德阳昊华清平磷矿有限公司安全总监、矿区生产管理办公室主任；2017 年 10 月-2019 年 5 月，任德阳昊华清平磷矿有限公司安全总监、矿业公司经理；2019 年 5 月-2019 年 8 月，任德阳昊华清平磷矿有限公司矿业公司经理；2019 年 8 月-2020 年 6 月，任德阳昊华清平磷矿有限公司矿业公司经理、延伸接替项目办公室主任；2020 年 6 月-2021 年 12 月，任德阳昊华清平磷矿有限公司总经理助理、矿业公司经理、延伸接替项目办公室主任；2021 年 12 月-2022 年 2 月，任德阳昊华清平磷矿有限公司总工程师、矿业公司经理、延伸接替项目办公室主任；2022 年 2 月-2022 年 4 月，任德阳昊华清平磷矿有限公司总工程师、矿业公司经理；2022 年 4 月-2023 年 11 月，任德阳昊华清平磷矿有限公司党委委员、总工程师、矿业公司经理；2023 年 11 月-2023 年 12 月，任德阳昊华清平磷矿有限公司党委委员、董事、总工程师、矿业公司经理；2023 年 12 月至今，任德阳昊华清平磷矿有限公司党委委员、董事、总工程师；2025 年 1 月 24 日起担任四川宏达股份有限公司董事、副董事长。
王浩	董事、 副董事长	2025 年 1 月 24 日	2026 年 5 月 9 日	现任四川宏达股份有限公司党委副书记、董事。中共党员，研究生学历，高级政工师。2005 年 7 月-2010 年 5 月，任职中国水利水电第七工程局市场开发部；2010 年 5 月-2011 年 4 月，任职中国共产主义青年团中国水利水电第七工程局基础设施事业团支部书记；2011 年 4 月-2012 年 8 月，任职中国水利水电第七工程局有限公司副主任科员、主任科员；2012 年 8 月-2015 年 10 月，任职四川川西投资管理有限责任公司；2015 年 10 月-2016 年 8 月，任职四川高速公路建设开发总公司人力资源部；2016 年 8 月-2018 年 6 月，任职四川高速公路建设开发总公司人力资源部薪酬管理绩效考核科科长；2018 年 6 月-2019 年 5 月，任职四川高速公路建设开发集团有限公司人力资源部副经理；2019 年 5 月-2021 年 2 月，任职四川高速公路建设开发集团有限公司党委组织部副部长；2021 年 2 月-2021 年 8 月，任职四川省交通投资集团有限责任公司人力资源部副部长；2021 年 8 月-2024 年 9 月，任职蜀道投资集团有限责任公司人力资源部副部长。2024 年 9 月 27 日起任四川宏达股份有限公司董事。
罗艳辉	董事	2024 年 9 月 27 日	2026 年 5 月 9 日	现任四川宏达股份有限公司党委委员、董事、常务副总经理、财务总监兼财务部经理。中共党员，工商管理硕士，中国注册会计师、高级会计师、中国注册税务师。历任四川什化股份有限公司财务部副经理，四川宏达股份有限公司财务部副经理、经理，四川信托有限公司财务管理中心总经理，四川宏达股份有限公司董事、常务副总经理、财务总监兼财务部经理。
帅巍	董事、 常务副 经理、财 务总监	2023 年 5 月 9 日	2026 年 5 月 9 日	现任四川宏达股份有限公司董事。工商管理硕士。张建先生在投资银行及企业融资方面有超过 20 年经验，现任新华联集团董事兼任新丝路文旅有限公司董事、总经理；新华联资本有限公司的执行董事，以及华联瓷业股份有限公司、赛轮集团股份有限公司董事。
张建	董事	2023 年 5 月 9 日	2026 年 5 月 9 日	

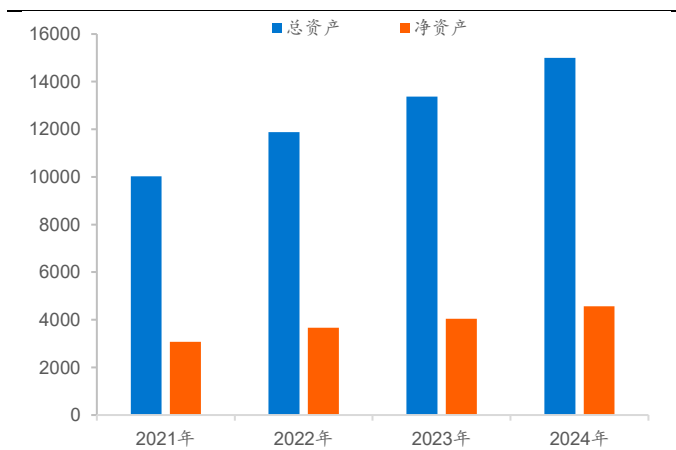
资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

蜀道集团是四川省属规模最大的国有企业，综合实力雄厚。控股股东——蜀道集团

⁴ 灰色为带有蜀道集团背景

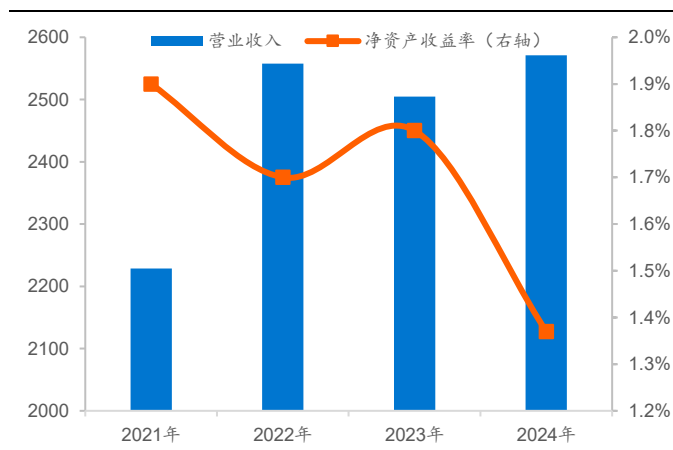
是由原四川交投集团和四川铁投集团整合而来，于 2021 年新设合并成立。目前，四川省国资委通过四川发展持有其 90% 的股权，剩余 10% 由四川省财政厅持有。集团是四川省属规模最大的国有企业，主营业务涵盖交运、能源及矿产资源开发、产融结合等多个领域。其中公路铁路投资建设运营是目前蜀道集团的核心主业，集团已累计投资建设运营高速公路超 11400 公里，约占全省总量的 75%；铁路超 6700 公里，约占全省总量的 71%。蜀道集团资金储备充足，2024 年集团资产规模突破 1.5 万亿元，居全国省属交通企业第二位，营收规模 2571.03 亿元，净利润 59.06 亿元，综合实力位列全国省级交通企业第一梯队。

图4 蜀道集团资产规模波动情况（亿元）



资料来源：宏达股份公司公告，联储证券研究院

图5 蜀道集团营收规模及净资产收益率波动情况（亿元）



资料来源：宏达股份公司公告，联储证券研究院

2.2 集团助力，历史包袱彻底甩脱

云南金鼎锌业曾为公司业务核心，2017 年关于该矿山的诉讼纠纷成为公司发展历程中的重大转折点。2003 年，公司和宏达集团与云南方股东签署《增资协议书》，通过增资扩股的方式获得了云南金鼎锌业的控股权，实际掌控了当时亚洲最大、全球第四大铅锌矿——云南兰坪铅锌矿，矿山铅锌金属储量超过千万吨，被誉为“亚洲铅锌矿皇冠上的明珠”；2003 年-2016 年间，金鼎锌业持续扮演公司盈利贡献的核心角色；2017 年 1 月 12 日，云南方四大股东联合向云南省高院起诉公司，要求收回兰坪铅锌矿股权，公司需返还 2003-2012 年所获利润；2019 年 1 月 3 日，最高法做出终审判决，裁决公司持有金鼎锌业 60% 股权无效，公司需返还 2003-2012 年间所获利润，扣除已经支付的增资款 4.96 亿元后，需支付 10.74 亿元。至此公司失去核心造血来源，并背上沉重的债务负担，直接导致公司原控股股东出局。

表3 金鼎锌业合同纠纷案件进程梳理

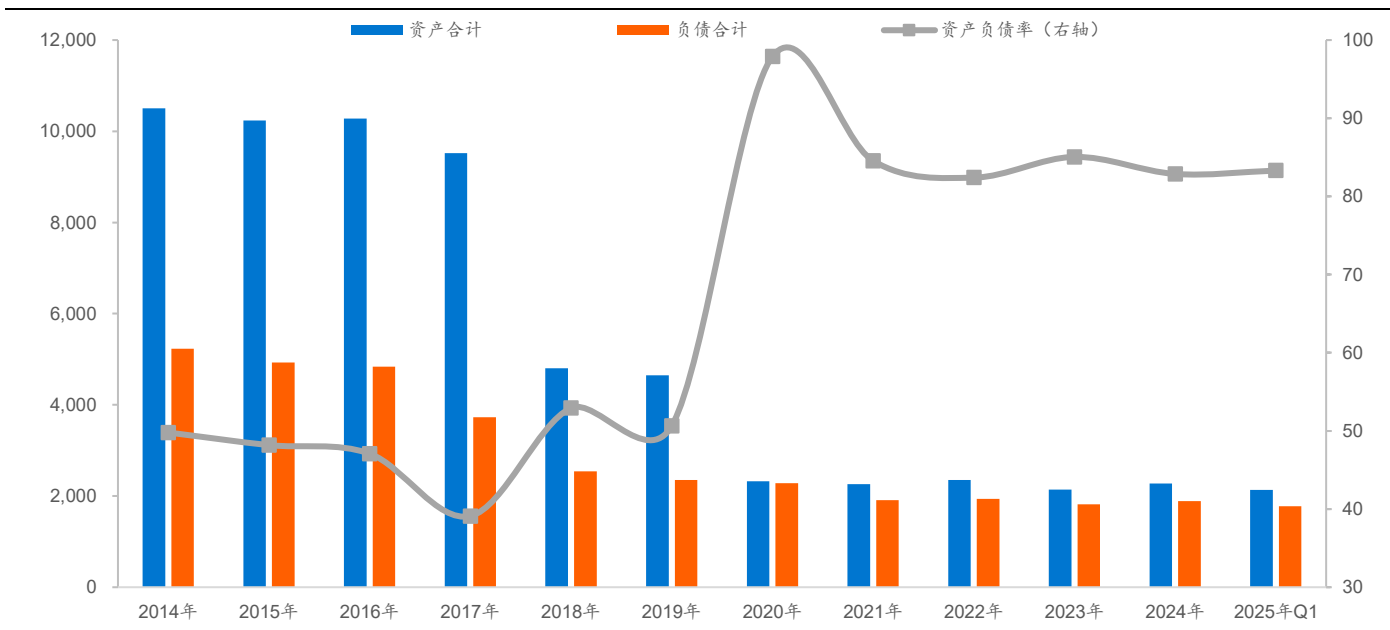
时间节点	事件概述
2017 年 1 月 12 日	云南冶金集团、怒江州国有资产管理公司、云南省兰坪县财政局、云南铜业公司以违法法律程序、严重损害国家利益为由，向云南省高院起诉宏达集团及宏达股份，要求 2002-2003 年间签署的股权转让协议无效，收回宏达集团及公司所持有的兰坪铅锌矿股权无效，同时返还 2003 年-2012 年间违法获得的利润
2017 年 8 月 23 日	云南省高院一审判决支持原告诉讼请求，公司随后就一审判决结果上诉
2019 年 1 月 3 日	最高法做出终审判决，裁决公司持有金鼎锌业 60% 股权无效，公司需返还 2003-2012 年间所获利润，扣除已经支付的增资款 4.96 亿元后，需支付 10.74 亿元
2019 年-2025 年	依据最高法判决结果，公司陆续通过现金加资产抵债的方式向金鼎锌业返还利润
2025 年 4 月 10 日	成都市青羊区法院出具《结案通知书》，公司已全额返还利润款本金及延迟履约金，金鼎锌业合同纠纷案已执行完毕

资料来源：宏达股份公司公告，联储证券研究院

金鼎锌业合同纠纷使得公司背负沉重债务负担，短期现金流紧张。依据最高法判决结果，公司在 2019 年-2024 年间持续通过现金及资产抵债的方式向金鼎锌业返还利润。截止至 2024 年末，公司仍尚需返还金鼎锌业利润本金 4.23 亿元、延迟履行金 2.23 亿元，且存在银行借款 6.81 亿元，资产负债率连续 5 年维持在 80% 以上。货币资金规模

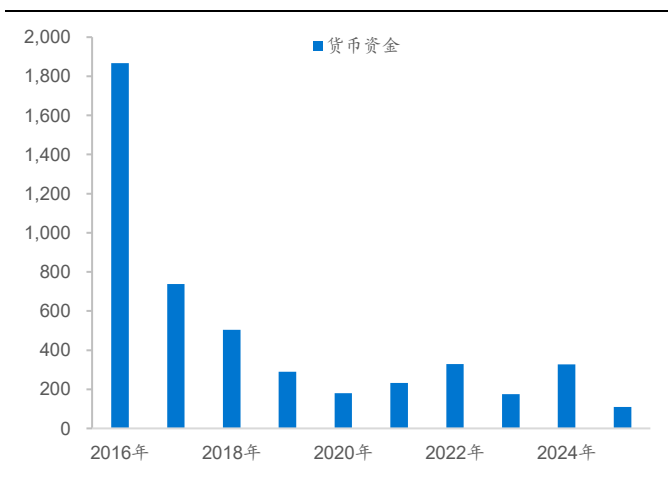
从 2016 年峰值 18.68 亿元，2024 年末下行至 3.28 亿元，流动资产由 41.13 亿元下行至 11.08 亿元。

图6 金鼎锌业合同纠纷使得公司面临极大的偿债压力（百万元、%）



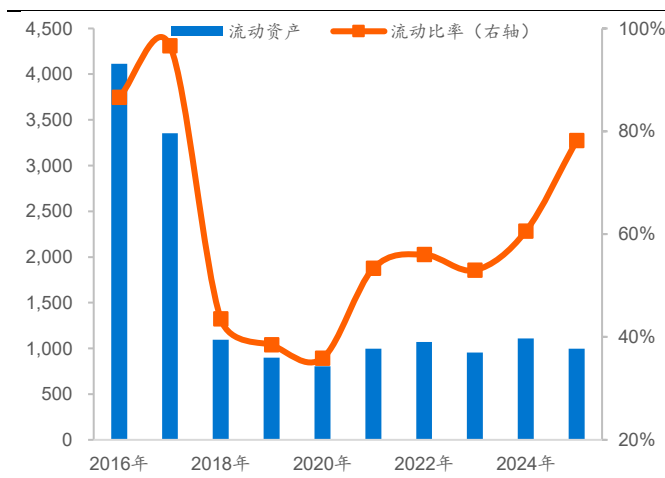
资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

图7 货币资金规模大幅下降（百万元）



资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

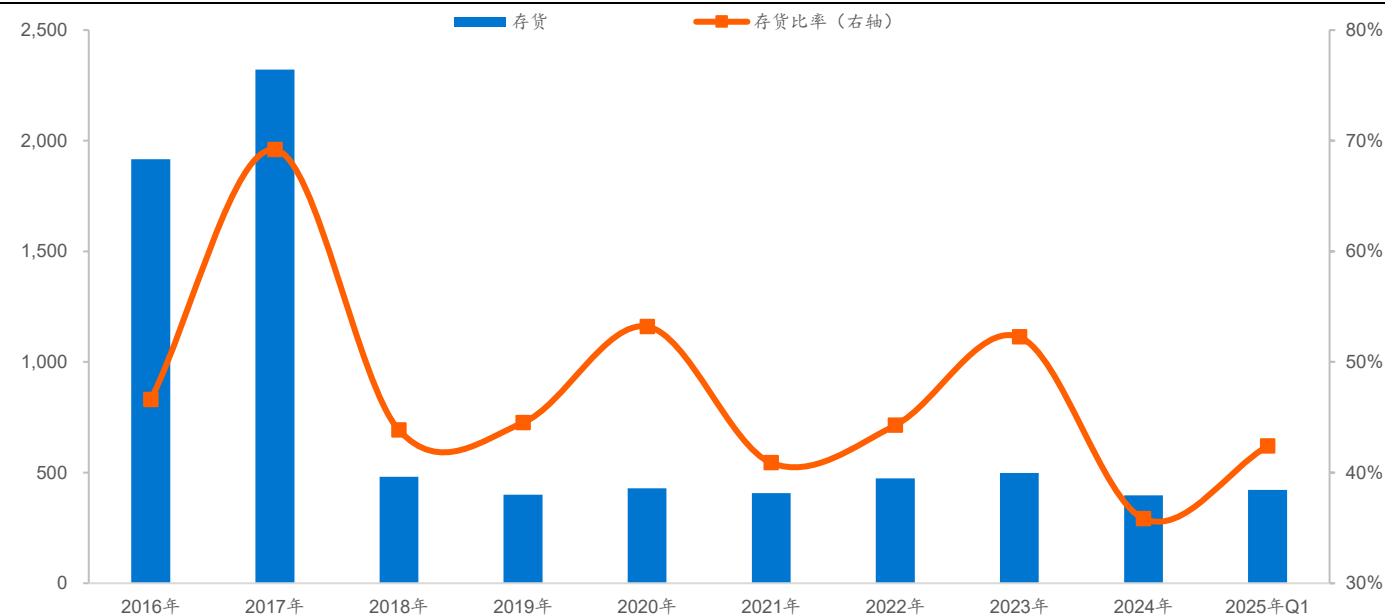
图8 流动资金短缺困局严峻（百万元）



资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

流动性危机严重干扰公司经营战略执行，依靠自身盈利解决债务问题难以实现。上游矿山资源流失后，磷化工业务重新成为公司盈利的核心来源。但公司所产出的磷酸盐及复合肥产品带有显著的季节性销售特点，行业特点决定淡季终端客户采购、进货意愿不强，旺季产品却供不应求，因此业务季度盈利受产品价格波动影响显著，而公司缺乏上游资源的业务瓶颈更是进一步放大了业绩波动水平。因此，为了平滑业绩波动，磷化工企业通常需要常备磷矿石库存，同时在产品端淡季稳产备货、旺季满负荷生产满足市场供给。但受流动资金短缺影响，公司无法加大原料及产品库存，以应对市场季节性变化影响，这进一步恶化了公司的盈利环境，间接形成了业绩不佳——偿债能力下滑的恶性循环。

图9 流动性不足进一步恶化了公司的经营环境（百万元）



资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

蜀道集团的进入为公司的解困纾困带来新的机遇。2024年9月，公司第十届董事会第七次会议审议通过了公司向特定对象发行股票相关议案，公司控股股东蜀道集团以4.68元/股的价格，全额认购本次发行新股，发行数量6.096亿股，认购金额合计28.53亿元，定增完成后，蜀道集团持有公司股份将由原本的31.31%提升至47.17%。2025年6月27日，主承销商将扣除主承销商费用后的募集资金余款划转至公司本次向特定对象发行开立的募集资金专项存储账户；7月8日本次发行新股全部在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕股份登记手续。

对于蜀道集团来说，持股比例的提升使得集团接近成为上市公司的绝对控股股东，有助于进一步增强控制权的稳定性。

对于宏达股份来说，定增资金的注入，首先彻底解决了长期困扰公司经营的诉讼债务问题。2025年3月3日、3月21日、3月25日，公司分三次向指定账户支付金鼎锌业利润返还款本金及迟延履行金合计6.51亿元；4月10日，成都市青羊区人民法院出具《结案通知书》，金鼎锌业合同纠纷后续不会再对公司损益产生重大不利影响；

其次，剩余资金的注入缓解了公司流动性危机，优化了资本结构，提高了抗风险能力，为公司经营逐步正常化奠定了基础；

同时，集团全额认购定增股权向市场传递了对于公司的支持信号，稳定了投资者信心，更加利于公司进行市值管理。

表4 定向增发相关信息明细

相关信息	明细
发行数量	6.096 亿股
认购价格	4.68 元
认购金额	28.53 亿元
认购方	蜀道集团全额认购
资金来源	银行申请并购贷款 22.82 亿元、自有资金 5.71 亿元
限售期	在本次发行股票上市之日起 36 个月内不得转让
交割期	验资报告出具之日起 20 个工作日内

资料来源：宏达股份公司公告，联储证券研究院

2.3 集团矿业资源潜在整合，打开业务发展桎梏

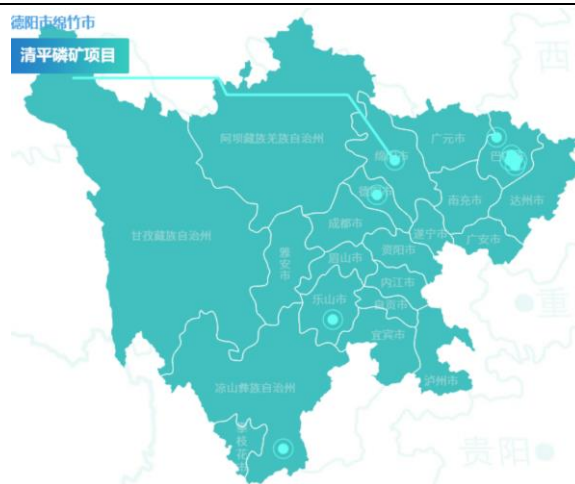
蜀道集团同时涉足矿业开发领域，国内资源布局与公司业务重合度较高。2022年3月18日，蜀道集团整合所属矿业、新材料相关企业重组设立了蜀道矿业集团股份有限公司，所有资源涵盖金、铜、铅、锌、铁、磷、锂、钾等矿种，现有采矿权14宗、探矿权9宗。矿权分布分为境外、境内两部分，其中境内矿权集中在非洲国家厄立特里亚，矿种为金、铜，与公司业务重合度较低，未来参与整合的可能性较低。而境内矿权则集中分布在四川省内，尤其乐山市、德阳市两座磷矿资源，在地域与资源类型上，与公司业务相关性极高。

图10 乐山市老河坝三号磷矿地理位置



资料来源：蜀道矿业公司官网⁵，联储证券研究院

图11 德阳市清平磷矿地理位置



资料来源：蜀道矿业公司官网，联储证券研究院

乐山市老河坝三号磷矿是蜀道矿业所属的中大型磷矿山，2022年1月购入，2023年完成探转采审批。矿山现保有磷矿储量3000-4000万吨，磷矿品位在22%-23%之间，受限于品位问题需要通过浮选工艺进行分选，矿山目前仍旧处在在建阶段，预期2026-2027年间建成，采矿权面积1.3229平方公里，设计生产规模达到100万吨/年。

表5 乐山市老河坝三号磷矿相关信息

指标名称	相关信息
矿山名称	老河坝矿区三号块磷矿
开采主矿种	磷矿
开采方式	地下开采
设计生产规模	100万吨/年
矿区面积	1.3229平方公里
矿权有效期	2023年2月23日-2052年11月23日

资料来源：自然资源部，联储证券研究院

德阳清平磷矿同样为蜀道矿业所属的中大型磷矿山，2023年9月购入，目前拥有燕子岩和邓家火地两个磷矿采矿权及烂泥沟磷矿探矿权。根据2022年披露的数据的显示，燕子岩和邓家火地合计保有资源量为2433.6万吨，平均品位在27%-31%之间，开采规模合计为100万吨/年，其中燕子岩磷矿60万吨/年、邓家火地磷矿40万吨/年。烂泥沟矿段目前尚处于详查阶段，资源量约2437.10万吨，平均品位15.35%相对较低。矿山同时配有一座磷铵分厂，该厂于2013年8月投产，主要产品为农业级磷酸一铵、磷酸及硫酸，生产规模分别为20万吨/年、10万吨/年、30万吨/年。

⁵ <https://sdmi.com.cn/ywly/kcbk>

表6 德阳市清平磷矿相关信息

矿区名称	指标名称	相关信息
燕子岩矿段	矿权类型	采矿权
	保有资源量	1635.9 万吨
	平均品味	27.20%
	开采规模	60 万吨/年
邓家火地矿段	矿权有效期	至 2034 年
	矿权类型	采矿权
	保有资源量	797.7 万吨
	平均品位	30.62%
烂泥沟矿段	开采规模	40 万吨/年
	矿权有效期	至 2034 年
	矿权类型	探矿权
	保有资源量	2437.1 万吨
	平均品味	15.35%

资料来源：四川路桥公司公告，联储证券研究院

蜀道集团成为公司控股股东后，所发公告即提及其间接控制的德阳清平磷矿同时从事磷酸盐生产、销售业务，与公司在磷酸盐业务领域存在同业竞争。针对该问题，蜀道集团承诺在权益变动完成后 5 年内解决该问题，同时强调“运用资产重组、业务调整、委托管理等方式推进相关业务整合”。蜀道集团在 2024 年工作会中⁶同样提及资产证券化将是集团业务发展方向的重点之一，强调“分类推进优质资产证券化，推动从‘管资产’向‘管资本’转型”。

公司地处国内磷化工重点产业集群，行业竞争激烈，同竞争对手相比，公司业务劣势主要在于缺乏上游磷矿资源支持，原料全部依赖外购，业务盈利同时受上下游挤压，成本控制难度较大。蜀道集团所属磷矿资源，所在区域与业务经营模式和公司高度重合，具备较高的整合前景，若能注入公司平台，公司磷化工业务将获得关键上游资源，有望提高相关板块盈利水平，增强公司核心竞争力，同时打开市值远期想象空间。

2.4 资源与市场协同，现有业务体系迎来变革机遇

蜀道集团进入后，公司现有业务体系同样迎来变革机遇。公司目前主营围绕磷化工和有色金属冶炼进行展开，在保持自身独立性基础上，后续将逐步融入蜀道体系，蜀道集团作为国内交建行业的排头兵，其带来的远非资金支持，更是战略资源和协同机遇，公司预期将充分利用大股东的支持和赋能，推动现有核心业务转型升级不断增强行业竞争力。

总结来看，在诉讼纠纷与债务包袱得到彻底解决后，困扰公司业务发展的問題主要有三方面，即：原料供应、市场拓展和产品消纳；

原料供应：保障与降本的双重红利。磷化工及有色金属冶炼同属原料密集型行业，缺乏矿端资源支持是公司现有业务体系的重要瓶颈。虽然蜀道集团下属尚无铅锌矿山，但集团长期深耕四川省属磷矿资源市场，在凉山州、绵竹市、乐山市均有矿产资源布局，即便不考虑矿端资源注入前景，仅通过内部协同也可部分保障原料供应链安全。同时集团的核心优势在于其覆盖全省交运网络，所属公路网、铁路网可以保障公司原料、产品的运输线路稳定、高效，免受普通社会运力紧张和运费波动的影响，将公司的物流运输从一项可变成成本，转变为一项可优化的竞争优势。

市场拓展：信用背书与品牌赋能。经过长期市场布局，公司的“慈山牌”锌锭品牌和“云顶牌”磷酸一铵已经在云南、四川形成优势商品市场，但受困于近年来的诉讼纠纷，华中、华北以及海外等新市场开拓进程缓慢。成为省属大型国企的重要子公司后，

⁶ <https://gzw.sc.gov.cn/scsgzw/CU23020302/2024/1/25/5398a83266264eec87b83e6ecfa2c3b8.shtml>

蜀道集团背景即是一个极强的信誉背书，客户对其供应链的稳定性、履约能力、产品质量和长期合作的可靠性会更有信心，大大降低了宏达获取外部高端客户尤其是大型国央企的进入门槛。

产品消纳：集团生态的内置应用市场。蜀道集团是四川省内交通基建的巨无霸，每年对钢材、锌、铝等金属材料的需求量庞大。宏达生产的锌锭应用场景之一为镀锌钢板，而镀锌钢板是高速公路护栏、桥梁钢结构、建筑等领域的必备材料；磷化工方面，集团正在加速布局公路沿线充电桩、储能电站、新能源产业，公司生产的磷酸系列产品是制备磷酸铁锂正极材料的基础原料，磷石膏也可应用于修筑公路路基、生产水泥缓凝剂、石膏建材等场景。在满足关联交易相关要求的基础上，蜀道集团可为公司产品带来“体系市场”，双方未来可尝试产业协同中，共同创造新的业绩增长极。

3. 多龙铜矿开发：凤凰于飞

3.1 铜矿长期供应存在瓶颈，价格中枢预期震荡上行

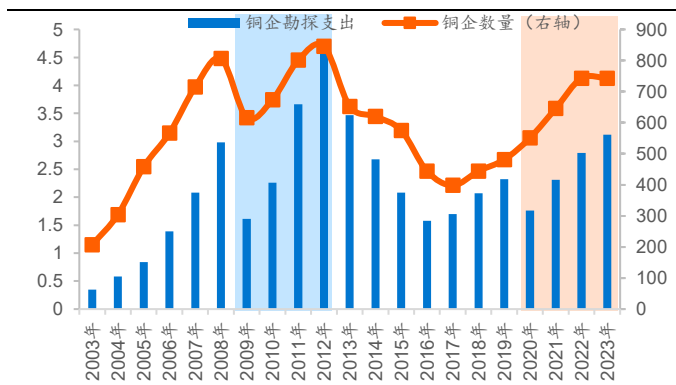
从中长期视角来看，全球铜精矿的勘探和开发正面临愈加严峻的挑战，矿产铜作为当前阶段铜材最主要的供给来源，其远期供给瓶颈成为我们长期看高铜价的基本盘，同时也使得原料端在铜产业链中进行利润分配的话语权预期进一步提升。

首先，新增铜矿开发难度不断攀升。由必和必拓公司运营的智利埃斯孔迪达矿山与1981年3月发现，至今仍旧是全球最大的铜矿产出矿山，该矿山不仅储量惊人，同时能够实现露天开采，然而这样的近地表矿山如今已经愈加稀少。以2020年新发现的阿根廷的费洛德索尔铜矿为例，矿山铜资源量超过1100万吨，但位于地表600米以下，运营难度及开发成本极高，客观上限制了新增资源后续可转化的实际产能。

其次，来自于我们对于全球矿企资本开支的跟踪。一方面，铜矿生产企业虽然在高铜价获得了高收益，但对于勘探投资支出却呈现显著的滞后效应。2020-2023年，全球矿企勘探支出整体呈现上行趋势，但相较十年前的峰值水平仍有33%以上的差距（如果考虑通货膨胀因素后，两者间差距将更加明显）。

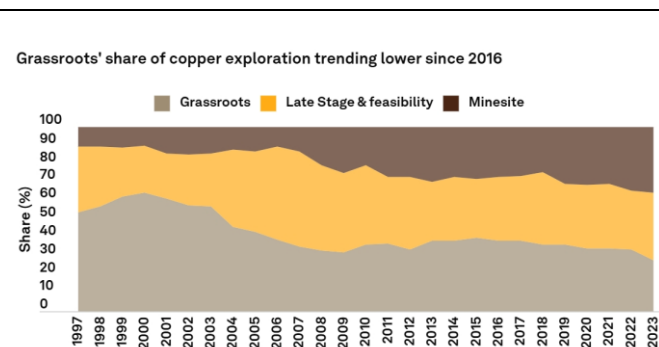
另一方面，铜矿商对于勘探资金的使用更加趋于保守。由于铜矿的开发周期较长，因此在开发难度不断增强的当前时点下，铜矿上更乐于将资本支出集中于延长在产的高品位、持续盈利的矿产寿命上，对于初始项目的投入占比持续走低，到2023年，该部分使用资金占比下行至28%，是有记录以来的最低水平。

图12 矿企勘探支出始终未恢复至十年前水平（十亿美元）



资料来源：S&P Global，联储证券研究院

图13 生成性勘探投入占比整体下行



资料来源：S&P Global，联储证券研究院

上述原因直接导致了全球铜矿端远期供应进入瓶颈期。根据 S&P Global Commodity Insights 公开的研究成果显示，在全球已发现的239个铜矿中，过去十年新

增发现的仅有 14 个，且储量相对有限，仅占总储量的 3.5%。而有限的勘探成果进一步抬升了矿企的单吨勘探成本，从而继续抑制铜企的勘探支出投入意愿。因此，在未来相当长的时间内，全球铜矿产出增量仍将主要来自于现有主力矿山的增产，而受老矿山品味衰减、资源保护主义抬头等因素的影响，其未来可贡献的增量空间有限，铜精矿远期供应存在瓶颈。

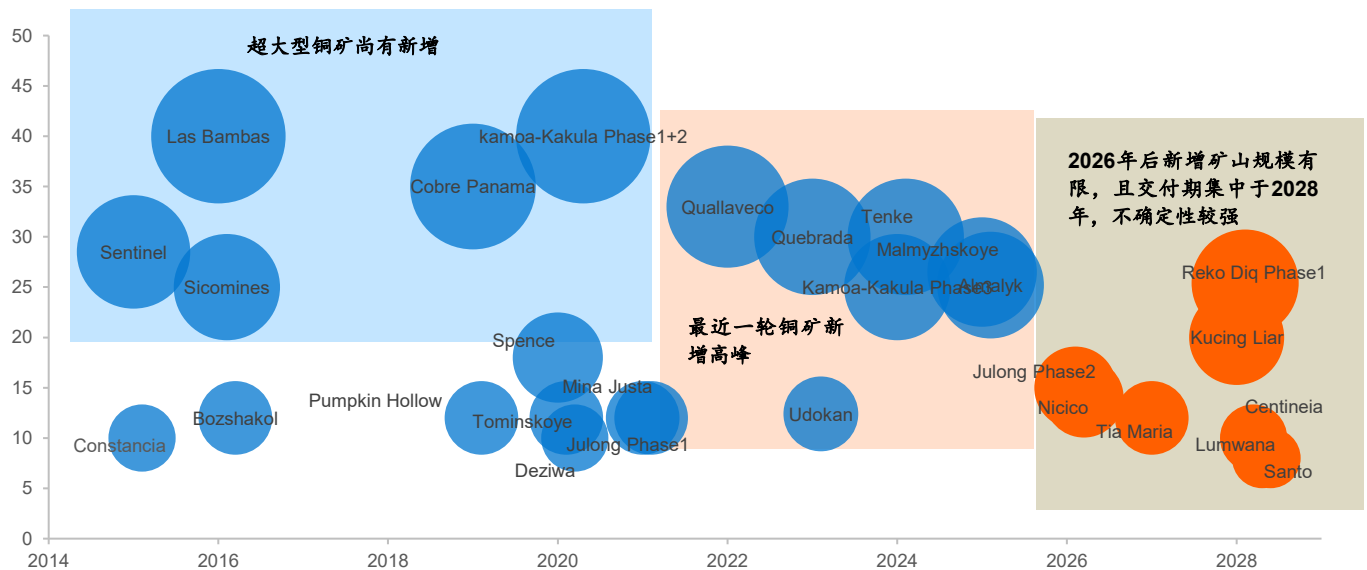
表7 2015 年后，全球新增铜矿数量极为有限（个、百万吨、百万美元、美元/吨）

年份	铜矿发现量	铜矿资源储量	铜企勘探预算	单吨勘探成本
1990 年	8	71	529	7
1991 年	10	166	492	3
1992 年	8	45	487	11
1993 年	10	43	625	14
1994 年	13	100	563	6
1995 年	16	111	670	6
1996 年	11	71	730	10
1997 年	18	82	758	9
1998 年	12	35	625	18
1999 年	9	39	509	13
2000 年	9	17	451	27
2001 年	11	70	420	6
2002 年	8	18	316	17
2003 年	7	20	351	18
2004 年	7	18	584	32
2005 年	15	82	837	10
2006 年	7	26	1393	53
2007 年	15	75	2077	28
2008 年	10	76	2977	39
2009 年	6	24	1608	67
2010 年	1	1	2257	2301
2011 年	7	40	3657	91
2012 年	2	2	4701	2276
2013 年	5	37	3469	94
2014 年	5	28	2678	96
2015 年	1	3	2082	659
2016 年	1	1	1577	1515
2017 年	3	10	1704	170
2018 年	0	0	2075	—
2019 年	1	1	2321	2110
2020 年	2	2	1759	802
2021 年	1	1	2309	2443
2022 年	0	0	2791	—
2023 年	0	0	3118	—
合计	239	1315		

资料来源：S&P Global，联储证券研究院

得益于上一轮矿企资本开支高峰，当前时点下，我们正处在最近一轮的全球铜矿新增周期的尾声阶段。根据 ICSG 在《铜矿、冶炼厂、精炼厂名录》中统计的年产能超过 10 万吨的铜矿项目信息，2022 年-2026 年将是最近一轮全球新增铜矿的高峰周期，虽然矿山体量相较 2014-2019 年间已有显著差距，但依旧能够为全球铜矿短期供应注入乐观预期。但 2026 年后，全球新增投产矿山数量及规模将进一步下降台阶。同时考虑当前政治、环保、劳工问题频发，大型铜矿项目普遍建设缓慢，投产时间存在较大延迟风险，我们预期铜矿中长期供应将进入瓶颈期，矿端在铜产业链中进行利润分配的话语权将进一步提升。而拥有大型铜矿将成为企业的成本洼地和利润中心，是其安身立命、参与竞争、并谋求长远发展的最核心战略资产，在铜价整体上行的大背景下，将更加具备经济价值。

图14 2014-2028 年间全球投产铜矿项目分布（万吨）



资料来源：International Copper Study Group，联储证券研究院

3.2 多龙铜矿开发将彻底打开公司发展空间

素有“世界屋脊”之称的西藏位于我国的西部边陲，其主体位于世界三大成矿域之一——喜马拉雅成矿域内，成矿条件优越，矿产资源尤其铜矿资源储量丰富，目前已探明的铜矿资源占全国资源储量的一半以上，且由于特殊的地理环境因素制约，省内资源开发尚处于初期阶段，是我国重要铜矿资源战略储备基地，对其进行合理开发利用，可极大程度改变我国东部资源日益枯竭的现状。目前省内已查明的大型铜矿多分布于三大成矿带内：藏东——玉龙成矿带、藏中——冈底斯成矿带、藏西北——班公湖-怒江铜矿成矿带，其中已建成投产的巨龙铜矿、玉龙铜矿是国内规模仅次于江西德兴铜矿的大型单体矿山，在铜矿资源供应体系中占有举足轻重的地位。

表8 西藏地区大型矿山产能及战略规划信息统计

矿山名称	地理位置	控股企业	持股比例	产能规模	战略规划
巨龙铜矿	拉萨市墨竹工卡县	紫金矿业	57.35%	15 万吨/年	二期改扩建工程 2025 年年底完工，达产后整体年矿产铜将达 30-35 万吨；项目加快推进三期工程规划，落成后可望实现年采选矿石量约 2 亿吨、年矿产铜 60 万吨规模
朱诺铜矿	日喀则市昂仁县	紫金矿业	53.59%	在建	2025 年全面开工建设，计划 2026 年底建成投产，规划达产后采选规模为 1800 万吨/年，年矿产铜 7.6 万吨
雄村铜矿	日喀则市谢通门县	紫金矿业	45%	筹建	规划建成 1200 万吨/年采选规模，达产后预计年均产铜 4.6 万吨
玉龙铜矿	昌都市江达县	西部矿业	58%	15 万吨/年	加快推进三期工程建设工作，落成后预计生产规模将达到 3000 万吨/年，铜金属量将达到 18 万-20 万吨/年
甲玛铜矿	拉萨市墨竹工卡县	中国黄金国际	100%	6.5 万吨/年	新建尾矿库将于 2027 年投入运营，届时矿区产能将进一步提高，目前采矿能力为 1440 万吨/年，投产后预期可提高至 1650 万吨/年

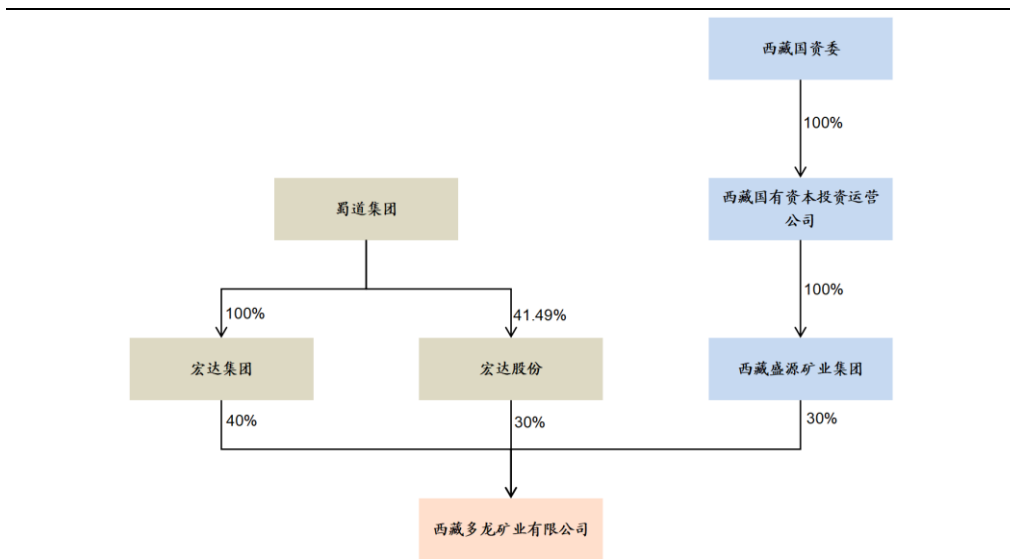
资料来源：紫金矿业、西部矿业、中国黄金国际公司年报，联储证券研究院

多龙矿区同样地处西藏地区，矿床海拔 5000 米左右，地形以山地和谷地为主，是我国第一处世界级超级铜矿矿集区，其核心部分——多龙矿山是目前我国已探明的规模最大的未开发的世界级铜矿，整个矿区包含探矿权 11 宗，已探明的铜矿资源量超 2000 万吨。

西藏宏达多龙矿业公司成立于 2014 年 9 月，核心资产为多龙矿区 11 宗探矿权中的两宗——多龙铜矿（由原多不杂铜矿和波龙铜矿整合为一个探矿权）和多不杂西铜矿。蜀道集团进入后成为其控股股东，宏达股份直接持有多龙矿业 30% 股权，宏达集团持有

40%股权，剩余 30%股权由西藏自治区国资委通过西藏盛源矿业集团间接持有。

图15 多龙矿业股权结构



资料来源：宏达股份公司公告，联储证券研究院

蜀道集团进入后，探转采工作进程显著加速。公司取得探矿权后，受限于历史问题及资金压力，相关停留在资源勘查层面，并未进行矿区建设和经营。2024 年蜀道集团进入后，公司得以甩脱历史包袱，通过集团信用背书，获取外部融资能力显著提升，探转采工作进程显著加速。2025 年 2 月 6 日⁷，西藏自治区自然资源厅组织专家审议通过了《多龙矿区铜矿矿产资源开发利用方案》；3 月 7 日⁸，通过了《多龙铜矿矿山地质环境保护与土地复垦方案》；目前，多龙铜矿探转采前置工作已经全部完成，根据公司 7 月 17 日公布的接待投资者调研纪要披露的信息显示，“已将采矿权申请报送政府相关部门，正在按程序进行办理”。同时，另一探矿权——多不杂西铜矿的地质详查工作正在有序推进。

多龙矿区资源储量丰富，具备成为世界级大型矿山的建设潜力。根据西藏自然资源厅公布的《多龙矿区铜矿矿产资源开发利用方案》所披露的信息显示，多龙铜矿为铜金矿床，矿区面积 12.95 平方公里，设计生产规模 7500 万吨/年，矿山总服务年限 24 年（含基建期 2 年），矿石资源量 14.41 亿吨，其中铜平均品位为 0.48%、黄金品位 0.21 克/吨、白银品位 1.22 克/吨，即对应铜金属量为 691.48 万吨、金金属量为 302.52 吨、银金属量为 1757.51 吨。《方案》同时披露，矿山铜综合回收率为 86.5%-87%、金综合回收率 60%、白银 15%。我们假设矿山服务年限可以按照《方案》执行，开采回收率按照 97%测算，那么对应多龙铜矿建成后，铜年产量将为 26.37-27.34 万吨/年、黄金年产量 8 吨/年、白银年产量 11.62 吨/年。

⁷ https://zrzyt.xizang.gov.cn/gk/gsgg/202502/t20250206_460572.html

⁸ https://zrzyt.xizang.gov.cn/gk/gsgg/202503/t20250313_467077.html

表9 多龙铜矿核心指标及相关信息汇总

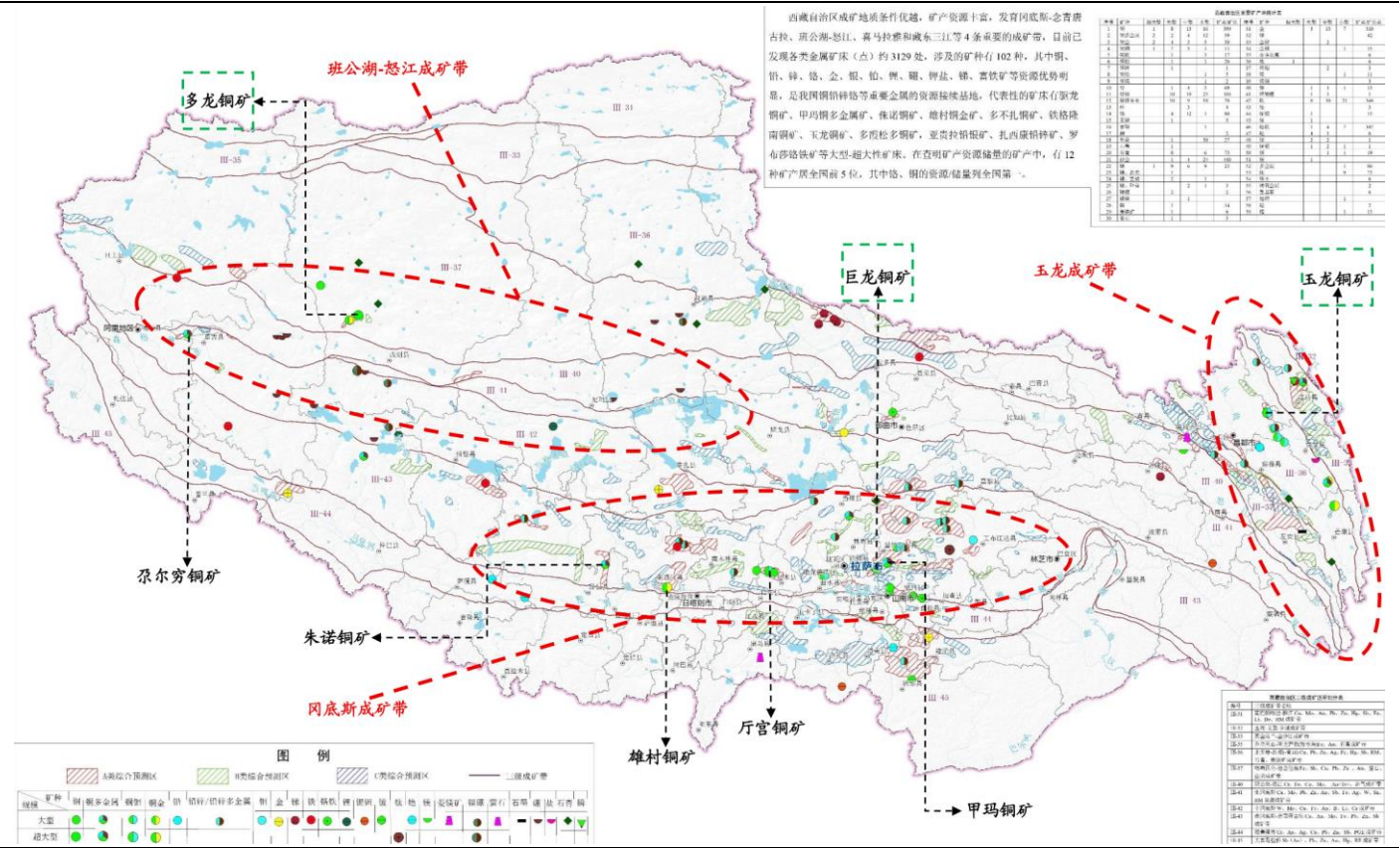
指标名称		相关信息	
矿山名称		西藏自治区改则县多龙矿区铜矿	
开采矿种		铜矿、伴生金、银	
开采方式		露天开采	
矿区面积		12.9503 平方公里	
开采对象		多不杂矿段、波龙矿段矿体	
生产规模		7500 万吨/年	
总服务年限		24 年（含基建期 2 年）	
矿石资源量		144058 万吨	
涉及品种		铜	金
品位		0.48%	0.21g/t
综合回收率		86.50%-87.00%	60%
			1.22g/t
			15%

资料来源：西藏自然资源厅、西藏自治区改则县多龙矿区铜矿矿产资源开发利用方案，联储证券研究院

按照我们的测算结果，多龙铜矿建成达产后，铜矿产出规模将接近于巨龙铜矿二期改扩建工程落地后的产出体量。因此，我们选取巨龙铜矿作为对标主体，相较于巨龙铜矿，多龙铜矿的优势点主要有以下两点：

- 第一，铜矿资源品位更高。根据紫金矿业 2024 年年报披露的数据显示，巨龙铜矿铜资源平均品位为 0.29%，《方案》则披露多龙铜矿铜资源平均品位则为 0.48%，高于巨龙铜矿约 0.19 个百分点；
- 第二，副产品价值更高。巨龙铜矿地处藏中冈底斯成矿带，矿种为斑岩型铜钼多金属矿，副产品主要为金属钼；多龙铜矿地处藏西北班公湖-怒江成矿带，为斑岩型铜金矿床，副产品将为金、银，相较于金属钼，矿区副产品经济价值更高；

图16 西藏三大铜矿成矿带及大型铜矿分布情况



资料来源：地质云、成都地质调查中心，联储证券研究院

而对标巨龙铜矿，多龙铜矿劣势则主要包含以下三点：

- 第一，储量规模逊色。**《方案》披露的数据计算可得，多龙铜矿铜金属量为 691 万吨，而巨龙铜矿资源储量超 1650 万吨，因此其具备进一步扩产能力（三期工程规划远期产能为 60 万吨/年）；
- 第二，地理位置偏远，前期建设投入预期更高。**多龙铜矿、巨龙铜矿虽同处青藏高原，但巨龙铜矿位于拉萨市墨竹工卡县，地处西藏地区社会经济最发达的中部地区，配套基础设施相对全面；而多龙铜矿位于阿里地区，地理位置偏远，附近缺乏大型电站和电网，公路建设稀少且普遍质量较差，预期前期需投入更多资金用于配套基础设施建设中；
- 第三，水、电资源匮乏，后期运营成本预期更高。**巨龙铜矿临近“一江两河”，水资源丰富，临近省会城市，电力供应稳定；多龙铜矿位于干旱地区，取水难度较大，电力供应预期需依赖风电、太阳能供电，同时搭配储能电站调峰，后续运营水、电成本预期更高。

综合上述分析结果，考虑多龙矿区的地理环境及基建现况，我们预计其建设投入将高于巨龙铜矿。而根据紫金矿业、藏格矿业披露的数据显示，巨龙铜矿一期工程项目投资额为 180 亿元，二期工程计划投入 174.9 亿元，折算吨铜投资额分别为 11.25 万元、10 万元。参考巨龙铜矿建设投入及进度，我们预估多龙铜矿吨铜投资额将在 15-17 万元左右，结合我们对于其建设产能估计值，项目总投资额将为 400-450 亿元，建设周期预计为两年左右。

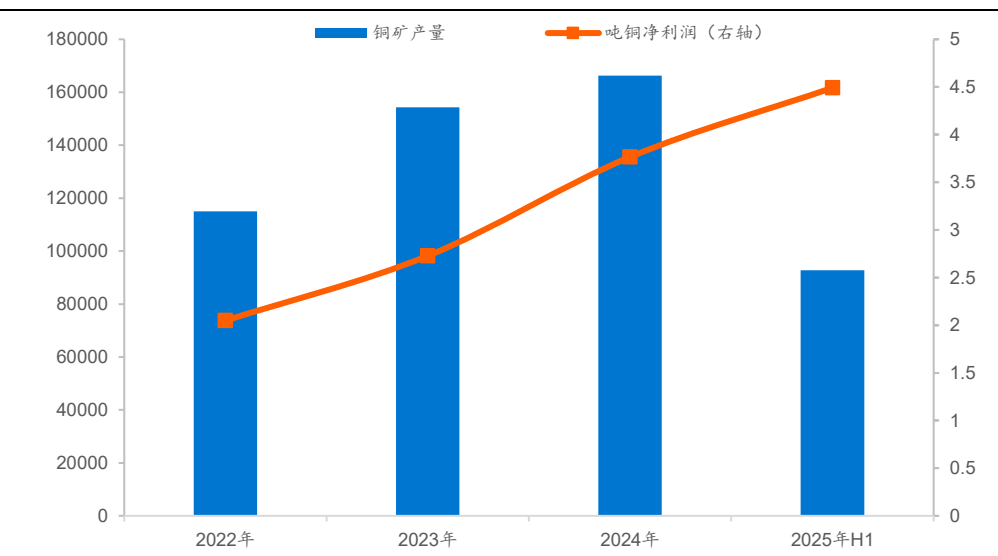
表10 巨龙铜矿一期工程、二期工程建设情况

工程规划	产能规划	项目投资	投建时点	建成时点	建设周期	吨铜投资额
一期工程	16 万吨/年	180 亿元	2020 年 7 月	2021 年 12 月	17 个月	11.25 万元
二期工程	15-20 万吨/年	预计 174.9 亿元	2024 年 3 月	预计 2025 年底完工	20 个月	约 10 万元

资料来源：紫金矿业、藏格矿业公司公告，联储证券研究院

考虑多龙矿区矿产品品位、副产品收益及后期运营成本，我们预计其盈利水平将接近于巨龙铜矿。根据紫金矿业年报所披露的数据显示，2022 年-2025 年上半年间，巨龙铜矿产量数据分别为 11.5 万吨、15.44 万吨、16.63 万吨、9.28 万吨，而在铜价上行及规模效应的推动下，矿山盈利能力呈现快速上行趋势，至 2025 年年中，巨龙铜矿吨铜净利润提升至 4.49 万元，相较 2022 年上涨 119.29%。我们按照 2025 年吨铜盈利水平估计，结合多龙矿山产出规模，投产后该矿山能够贡献年度净利润规模 118.4-122.76 亿元，归属上市公司的权益净利润将为 35.52-36.83 亿元。

图17 巨龙铜矿年产量及吨铜净利润波动情况（吨、万元）

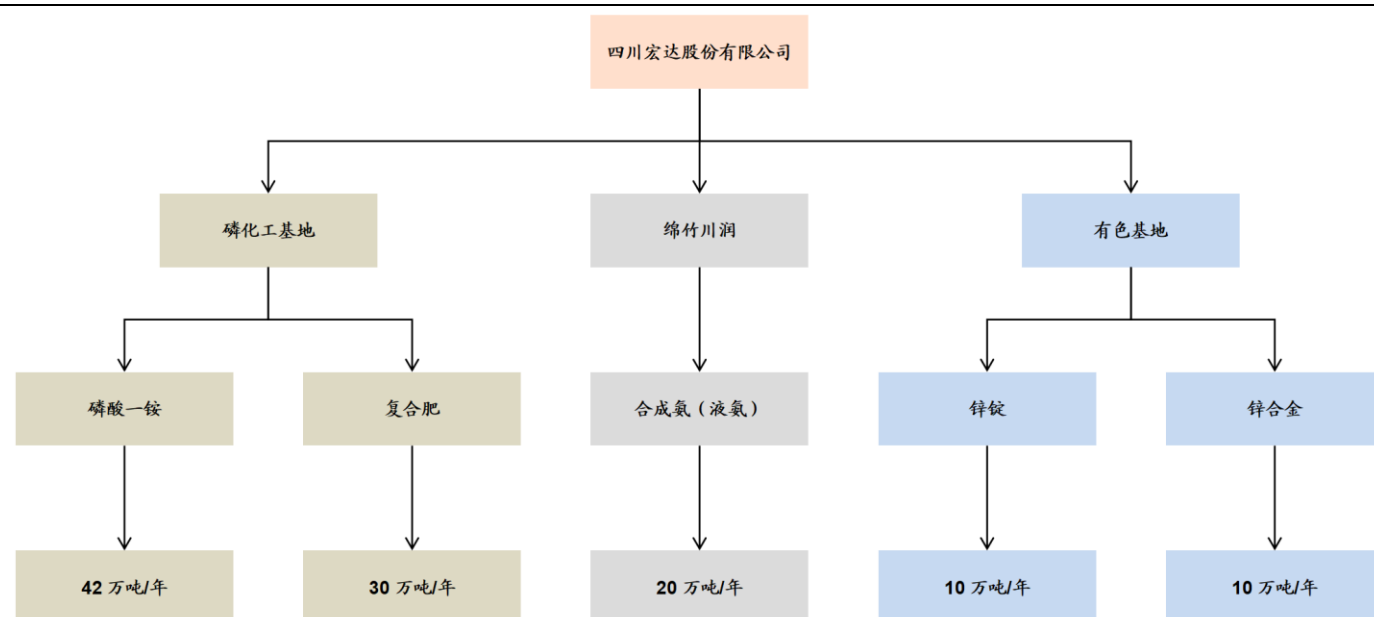


资料来源：紫金矿业公司年报、Wind，联储证券研究院

4. 现有业务：互为双翼

公司在金鼎锌业置出后，剩余业务结构较为简单，现有主营围绕磷化工和锌冶炼展开。公司本部包括磷化工基地和有色基地，其中磷化工基地主营为磷肥、复合肥制备，主要产品为磷酸一铵及复合肥，目前拥有磷酸一铵产能 42 万吨/年、复合肥产能 30 万吨/年，规模处于行业中游水平，产品主要在国内销售，在西北、西南市场具有较强竞争力。有色基地主营为锌冶炼，主要产品为锌锭和锌合金，目前拥有锌锭制备产能 10 万吨/年、锌合金产能 10 万吨/年，核心销售区域主要分布在西南、华东、华北、华南等地区。同时，公司控股子公司绵竹川润从事天然气化工业务，主要产品为合成氨，目前拥有制备产能 20 万吨/年。

图18 公司主营业务结构



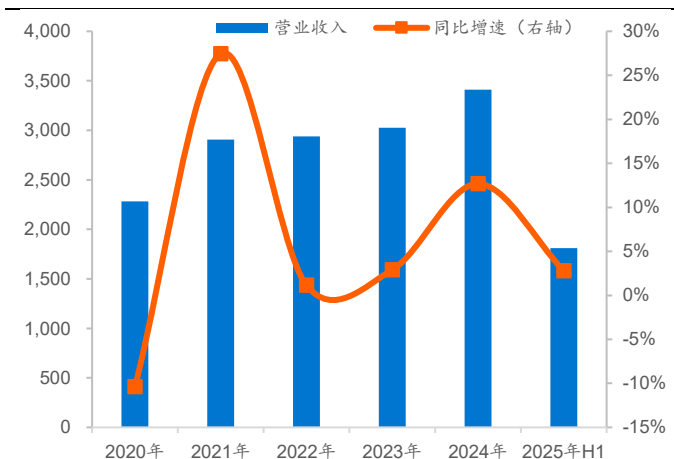
资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

营收规模持续增长。2024 年，公司整体实现营收 34.09 亿元，同比增长 12.68%。

2025 年上半年实现营收 18.11 亿元，同比增长 2.8%

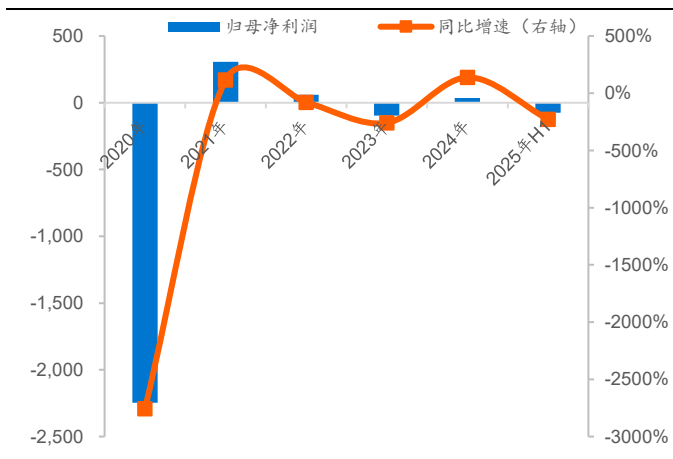
置出金鼎锌业后，公司主营集中于产业链中端，盈利能力较弱，同时受商品价格波动影响显著。2020 年，公司所参股四川信托爆发流动性危机，当年对于所持有的 22.16% 的股权投资全额计提减值，形成账面大额亏损。2021 年后虽然经营逐步走上正轨，但依旧受限于资源瓶颈、成本压力，整体盈利能力不足，同时业绩受锌锭价格、磷酸盐价格波动影响显著，净利润规模难以持续、稳定增长，2024 年，受磷酸盐价格走强带动，公司实现归母净利润 3611 万元，成功扭亏为盈，同比增速 137.68%。2025 年受国内锌产能释放以及下游需求减弱等影响，锌产品价格单边持续下跌，公司盈利受损，归母净利润下行至-7499.46 亿元，同比增速-228.54%。

图19 公司营业收入波动情况（百万元）



资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

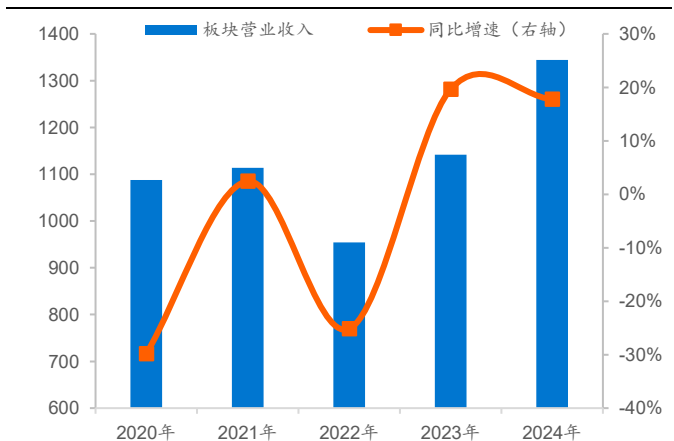
图20 公司归母净利润规模波动剧烈（百万元）



资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

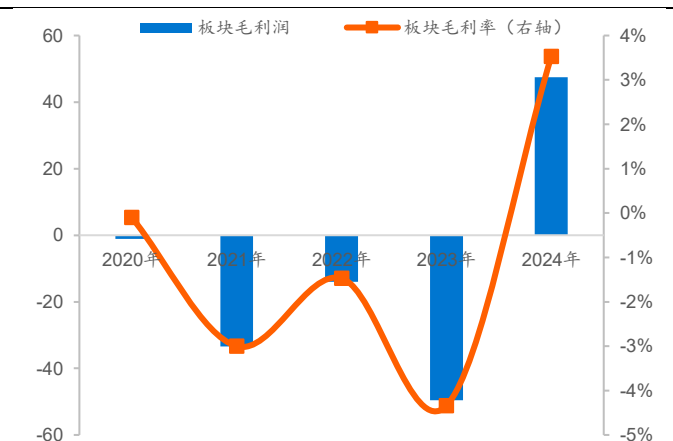
锌冶炼是公司营收贡献主体之一，业务盈利能力有限。2017 年前，公司控股亚洲最大铅锌矿山，锌冶炼长期扮演业务核心角色。但在金鼎锌业置出后，现有业务集中于中游冶炼端，缺乏上游矿端支持，由于无自有铅锌矿山支持，原料供应完全依赖外部采购，尽管公司不断尝试通过优化采购结构（高含贵金属原料占比提升）对冲部分成本压力，但不可避免的业务盈利将同时受上游下游挤压。2024 年，公司锌锭生产量为 5.72 万吨、销售量为 5.65 万吨。实现板块营收 13.44 亿元，同比增长 17.74%，业务毛利率 3.53%，为过去五年的最高水平。但 2025 年上半年锌价持续下行，锌精矿扣减加工费虽逐步回升，但仍处于较低水平，同时公司年初库存原料生产的产品成本较高，造成销售价格与成本倒挂，该板块的亏损是 2025 年上半年业绩表现不佳的主因。

图21 锌冶炼业务营收规模波动情况（百万元）



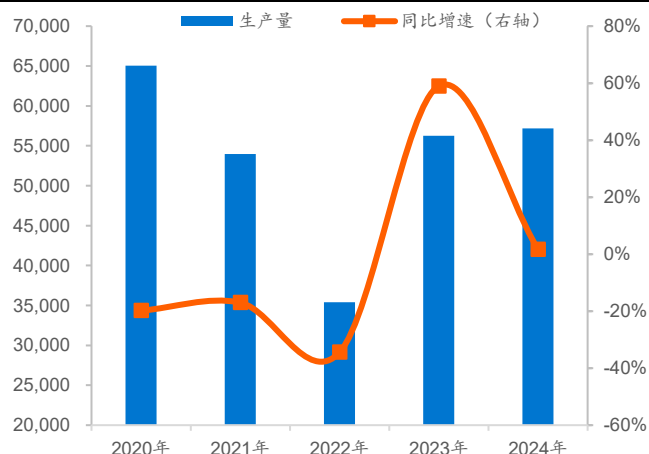
资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

图22 锌冶炼业务毛利润波动情况（百万元）



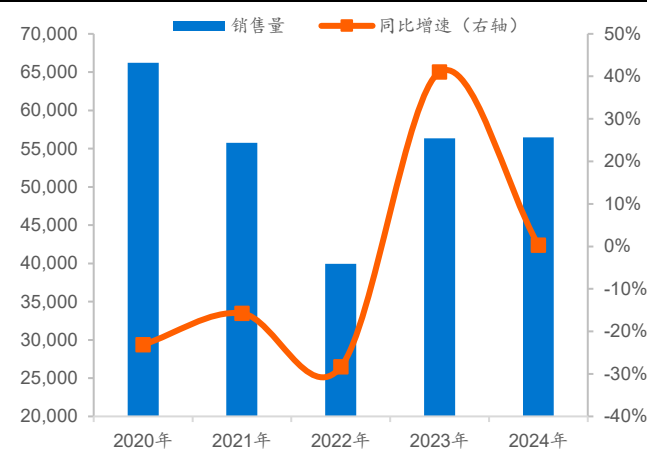
资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

图23 公司锌锭及锌合金生产量波动情况（吨）



资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

图24 公司锌锭及锌合金销售量波动情况（吨）



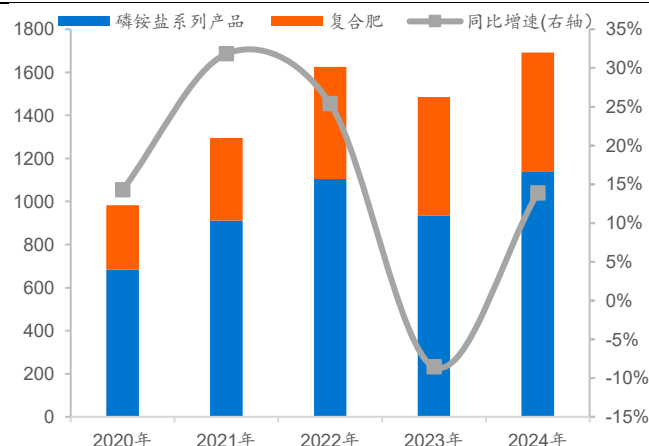
资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

磷化工是公司现有业务体系中的盈利贡献主体。2024 年，磷化工板块生产磷铵盐产品 34.55 万吨、复合肥 21.49 万吨，销售磷铵盐产品 32.04 万吨、复合肥 21.47 万吨，实现营收 16.92 亿元，占公司营收总额的 49.63%；贡献毛利 1.88 亿元，占毛利总额的 66.67%。目前公司磷化工业务发展主要面临以下几点问题：

- 第一， 不具备上游矿端资源，原料供应全部依赖外部采购，板块盈利受相关商品价格影响显著；
- 第二， 与区域行业龙头对比，现有产能规模相对有限，规模效应不足叠加原料外购导致业务成本压力较大；
- 第三， 政策面对于磷化工行业管控趋严，现有生产设备及技术需持续升级，同时对于生产的磷酸废渣——磷石膏的综合利用与消化仍需要持续加强。

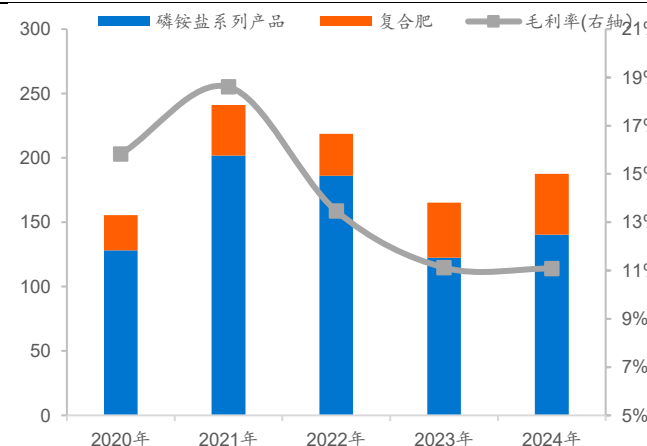
在多龙铜矿投产前，磷化工业务预期将持续扮演公司盈利贡献的主体角色，蜀道集团的进入为业务转型带来宝贵机遇，提示重点关注集团所属矿业资源整合时点以及融入国资管理体系、实现业务融合聚变进程。

图25 磷化工业务营收规模波动情况（百万元）



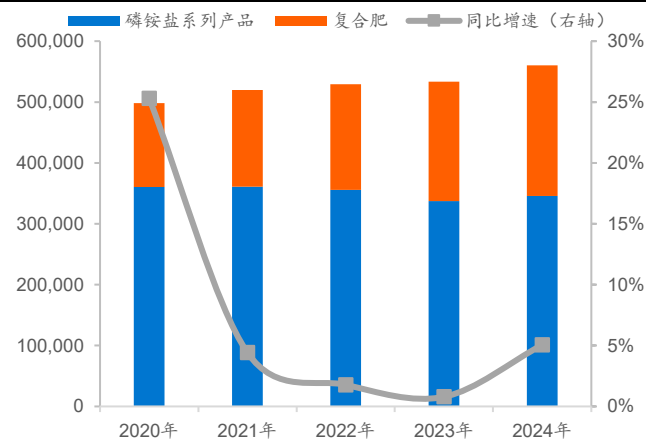
资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

图26 磷化工业务毛利润波动情况（百万元）



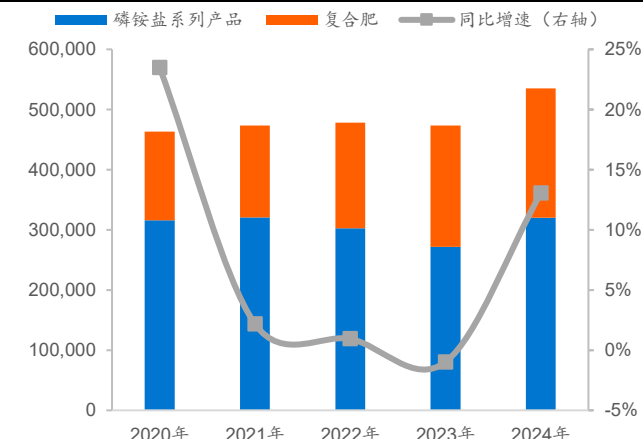
资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

图27 磷化工产品产量规模波动情况（吨）



资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

图28 磷化工产品销量规模波动情况（吨）



资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

基本假设：

锌冶炼是公司传统业务，我们预期其将定位为营收贡献来源，未来产能规模将不会扩张，且由于蜀道集团暂无相关上游资源，缺乏上游资源的瓶颈短期内难以得到根本性解决，在2025年公司甩脱债务包袱后，未来三年该部分产品产量预期将维持现有规模，业务盈利将跟随相关商品波动；

磷化工业务将是未来数年内公司盈利的主要来源，目前公司原料供应全部依赖外部采购，板块盈利受相关商品价格影响显著，但集团所属磷矿资源存在整合前景，若能注入公司平台，将使公司获得关键上游资源，极大程度提高业务盈利能力，同时伴随债务问题得到根本性解决，管理效率及技术升级进程的推进将使板块毛利率呈现上行趋势。

1) 产量预测：

表11 公司主要产品产量数据及预测（吨）

产品名称	2023 年	2024 年	2025 年 E	2026 年 E	2027 年 E
锌锭及相关产品	56263.18	57193.78	73500	78000	78000
磷酸盐系列产品	337163.4	345510.9	340000	340000	340000
复合肥	196282	214881.9	210000	210000	210000

资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

2) 营收预测：

表12 公司主要产品营收数据及预测（百万元）

产品名称	2023 年	2024 年	2025 年 E	2026 年 E	2027 年 E
锌锭及相关产品	1141.50	1343.98	1602.17	1763.12	1770.12
磷酸盐系列产品	935.83	1138.22	1102.85	1102.85	1102.85
复合肥	550.05	554.00	572.13	577.55	577.52

资料来源：宏达股份公司年报，联储证券研究院

3) 毛利率预测:

表13 公司主要产品毛利率数据及预测

产品名称	2023 年	2024 年	2025 年 E	2026 年 E	2027 年 E
锌锭及相关产品	-4.34%	3.53%	-1.97%	1.67%	2.06%
磷酸盐系列产品	13.09%	12.33%	18.89%	18.78%	18.26%
复合肥	7.77%	8.52%	9.09%	7.09%	9.34%

资料来源: 宏达股份公司年报, 联储证券研究院

盈利预测:

我们预计, 2025 年-2027 年公司营收规模分别为 **35.61 亿元、37.29 亿元、37.40 亿元**; 毛利润分别为 **2.27 亿元、2.78 亿元、2.94 亿元**; 归母净利润分别为 **0.02 亿元、0.41 亿元、0.62 亿元**。

表14 宏达股份主营业务盈利预测 (百万元)

主营业务	主要指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 E	2026 年 E	2027 年 E
锌锭及相关产品	营业收入	1113.89	954.09	1141.50	1343.98	1602.17	1763.12	1770.12
	营业成本	1147.30	968.08	1191.02	1296.54	1633.66	1733.68	1733.68
	毛利率	-3.00%	-1.47%	-4.34%	3.53%	-1.97%	1.67%	2.06%
磷酸盐系列产品	营业收入	910.88	1104.86	935.83	1138.22	1102.85	1102.85	1102.85
	营业成本	709.03	918.74	813.33	997.83	894.48	895.73	901.46
	毛利率	22.16%	16.85%	13.09%	12.33%	18.89%	18.78%	18.26%
复合肥	营业收入	384.94	519.95	550.05	554.00	572.13	577.55	577.52
	营业成本	345.68	487.24	507.28	506.80	520.12	536.63	523.60
	毛利率	10.20%	6.29%	7.77%	8.52%	9.09%	7.09%	9.34%
其他产品	营业收入	497.33	361.36	398.28	373.11	283.55	286.21	290.60
	营业成本	366.63	270.11	325.28	326.19	285.87	284.83	287.27
	毛利率	26.28%	25.25%	18.33%	12.57%	-0.81%	0.48%	1.15%
合计	营业收入	2907.03	2940.25	3025.66	3409.30	3560.71	3729.73	3741.09
	营业成本	2568.63	2644.17	2836.91	3127.36	3334.13	3450.87	3446.01
	毛利率	11.64%	10.07%	6.24%	8.27%	6.36%	7.48%	7.89%

资料来源: 宏达股份公司年报, 联储证券研究院

5.2 投资建议

上述盈利预测均基于现有业务结构给出, 由于集团资源整合及多龙铜矿开发节奏及进程尚存不确定性, 因此我们在盈利预测中并未给予考虑。

但从短期视角来看, 在蜀道集团资金与信用支持下, 公司经营风险解除, 流动性改善, 磷化工与锌冶炼业务稳步修复, 盈利进入正增长通道;

从中期视角来看, 若集团内部磷矿资源注入及业务协同机制落地, 公司磷化工成本端有望显著优化, 利润弹性释放;

从远期视角来看, 多龙铜矿如期投产将成为公司第二成长曲线, 若能按现有规划推进, 公司归母净利润有望提升至 **30-40 亿元**级别。

我们认为, 当前盈利预测反映的是“底部修复”阶段的经营表现, 而真正的估值空间取决于上游资源整合与多龙项目的兑现节奏, 提示关注相关进程。因此, 虽依旧现有业务结构, 目前公司市值偏高, 但综合考虑集团资源潜在注入前景及多龙铜矿开发节奏, 我们对公司进行首次覆盖, 同时给予其增持评级。

6. 风险提示

磷铵、锌锭价格持续下行；多龙项目开发进程不及预期；多龙铜矿建设所需资金筹措规模不及预期；国内环保政策收紧；集团矿业资源整合进程不及预期等。

财务报表分析和预测表

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	955	1,108	1,233	1,370	1,471
货币资金	175	328	434	543	647
应收及预付	67	122	105	106	103
存货	499	397	423	438	438
其他流动资产	213	261	270	282	283
非流动资产	1,187	1,168	1,064	972	879
长期股权投资	145	145	145	145	145
固定资产	889	901	813	725	637
在建工程	22	9	9	9	9
无形资产	73	68	64	60	56
其他长期资产	58	44	32	32	32
资产总计	2,142	2,276	2,297	2,342	2,350
流动负债	1,801	1,829	1,845	1,848	1,793
短期借款	712	640	591	546	491
应付及预收	180	177	189	196	196
其他流动负债	909	1,012	1,065	1,106	1,107
非流动负债	20	57	57	57	57
长期借款	0	41	41	41	41
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	16	16	16	16
负债合计	1,821	1,886	1,902	1,904	1,850
股本	2,032	2,032	2,032	2,032	2,032
资本公积	3,077	3,077	3,077	3,077	3,077
留存收益	-4,752	-4,715	-4,713	-4,671	-4,608
归属母公司股东权益	320	390	395	437	500
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	2,142	2,276	2,297	2,342	2,350

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,026	3,409	3,561	3,730	3,741
营业成本	2,837	3,127	3,334	3,451	3,446
营业税金及附加	11	13	13	14	14
销售费用	29	27	29	32	31
管理费用	171	169	190	198	195
研发费用	2	1	2	2	2
财务费用	58	56	0	0	0
资产减值损失	-2	-2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-36	0	0	0
营业利润	-77	-3	2	43	64
营业外收支	1	39	0	0	0
利润总额	-76	36	2	43	64
所得税	20	0	0	0	1
净利润	-96	36	2	43	63
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-96	36	2	43	63
EBITDA	76	184	97	138	159
EPS (元)	-0.05	0.02	0.00	0.02	0.03

资料来源: Wind, 联储证券研究院

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 2025 年 06 月 10 日

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-35	251	142	155	160
净利润	-96	36	2	43	63
折旧摊销	95	96	95	95	95
营运资金变动	-98	37	46	19	4
其它	63	82	-2	-2	-2
投资活动现金流	-2	-50	11	-1	-1
资本支出	-5	-53	-1	-1	-1
投资变动	0	0	0	0	0
其他	3	3	12	0	0
筹资活动现金流	-49	-49	-46	-45	-55
银行借款	-15	-31	-48	-45	-55
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-33	-17	2	0	0
现金净增加额	-86	152	107	109	104
期初现金余额	261	175	327	434	542
期末现金余额	175	327	434	542	646

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	2.9%	12.7%	4.4%	4.7%	0.3%
营业利润增长	-204.9%	96.6%	182.3%	1,888.9%	47.8%
归母净利润增长	-259.3%	137.7%	-94.1%	1,888.9%	47.8%
获利能力					
毛利率	6.2%	8.3%	6.4%	7.5%	7.9%
净利率	-3.2%	1.1%	0.1%	1.1%	1.7%
ROE	-30.0%	9.3%	0.5%	9.7%	12.6%
ROIC	-2.4%	8.2%	0.2%	4.2%	6.1%
偿债能力					
资产负债率	85.1%	82.9%	82.8%	81.3%	78.7%
净负债比率	168.5%	90.6%	50.2%	10.1%	-23.0%
流动比率	0.53	0.61	0.67	0.74	0.82
速动比率	0.22	0.33	0.40	0.46	0.53
营运能力					
总资产周转率	1.35	1.54	1.56	1.61	1.59
应收账款周转率	98.06	155.12	163.09	130.39	142.56
存货周转率	5.83	6.98	8.13	8.01	7.87
每股指标 (元)					
每股收益	-0.05	0.02	0.00	0.02	0.03
每股经营现金流	-0.02	0.12	0.07	0.08	0.08
每股净资产	0.16	0.19	0.19	0.22	0.25
估值比率					
P/E	—	420.35	7,084.15	356.19	240.99
P/B	47.48	38.94	38.45	34.71	30.34
EV/EBITDA	144.47	85.97	158.45	110.29	94.92

免责声明

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

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 B 栋 14 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000