

铜钴为基，黄金启新元

2025 年 11 月 19 日

► **盛屯矿业：铜镍钴多金属布局的优质矿企。**公司从 2007 年开始布局有色金属基本领域，2016 年以后开启全球化发展，布局能源金属，深耕刚果金和印尼，逐渐成长为聚焦铜、钴、镍三大品种的国内优质矿企。目前公司布局的大部分产能已经建设完毕，正步入收获和高速成长期。深圳盛屯集团有限公司持股 14.80%，为公司最大股东；实控人为姚雄杰，最终持股 12.95%。

► **剥离贸易业务，盈利能力大幅改善。**公司经营持续改善，报表各项指标持续优化，盈利能力稳步提升。随着公司海外资产逐渐投产释放，从 2021 年起开始进入业绩释放阶段，但 2022-2023 年业绩受商品价格影响波动较大，2024 年以来公司铜产品成为公司利润核心来源，2025 年公司的业绩有望续创新高。

► **“上控资源、下拓材料”战略下的资产版图。铜钴板块：**主要为卡隆威铜钴矿山和周边的三个铜钴冶炼厂，矿山铜产能为 5 万吨，冶炼端设计产能未来将达到 18 万吨，目前为公司的利润核心来源。**镍冶炼板块：**主要为印尼友山镍业，项目产能 3.4 万吨，主要产品为镍铁，上市公司持股 65%。**深加工及材料板块：**包括科立鑫、贵州新材料、前驱体合资公司等项目，主要产品包括四氧化三钴、硫酸钴等前驱体产品。**传统采冶项目：**公司在国内有七座矿山和锌冶炼资产。矿山端未来主要增量为华金矿业和大理三鑫，华金矿业 2024 年实现复产，25 年上半年产黄金 110.23kg，未来产量有望增至 1 吨；大理三鑫铜矿尚在建设中，投产后可年产铜 6000 吨左右，公司国内矿山仍有铜金增量。锌冶炼产能 30 万吨，随着加工费筑底回升，盈利预计逐步改善。

► **Adumbi 金矿：资源聚焦下的关键落子，前景广阔。**公司拟以 13.5 亿元收购加拿大上市公司 Loncor 100%，获得其核心资产 Adumbi 的 84.68% 股份。Adumbi 位于刚果金东北部，为优质高品位露天金矿，项目总资源量达到 123.6 吨，其中控制级 58.6 吨，品位 2.08g/t；推断级 65 吨，品位 2.89g/t。初步经济评估技术报告（PEA）显示 Adumbi 金矿可平均年产 9.4 吨黄金，AISC 成本最低可达到 950 美元/盎司。在项目周边 220 公里，巴里克运营着非洲最大的金矿 Kibali，经济效益突出，且项目建设周期仅为 18 个月。参考周边矿山的成功案例和 PEA 的建设，Adumbi 金矿前景广阔，待后续顺利完成收购后，将成为公司新的成长动力。

► **投资建议：**公司利润进入释放阶段，现有资产部分铜产能及国内矿山部分仍有增量，叠加铜价有望继续向上，公司利润将进一步增长。待金矿收购完成后，公司成长性将更为突出。我们预计 2025-2027 年公司分别实现归母净利润 23.30、35.71、37.18 亿元，EPS 分别为 0.75、1.16、1.20 元，对应 11 月 19 日收盘价 PE 分别为 17X、11X、10X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**商品价格波动风险，项目投产不及预期风险，收购进度不及预期风险、海外市场经营风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	25,730	27,732	30,221	30,751
增长率 (%)	5.2	7.8	9.0	1.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,005	2,330	3,571	3,718
增长率 (%)	657.6	16.2	53.2	4.1
每股收益 (元)	0.65	0.75	1.16	1.20
PE	19	17	11	10
PB	2.5	2.2	1.9	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 11 月 19 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

12.45 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 袁浩

执业证书：S0100525090001

邮箱：yuanhao@glms.com.cn

目录

1 盛屯矿业：铜镍钴多金属布局的优质矿企	3
2 剥离贸易业务，盈利能力大幅改善	6
3 “上控资源、下拓材料”战略下的资产版图	9
3.1 铜钴板块：采选冶齐发展，公司利润核心板块	9
3.2 镍板块：主要为印尼友山镍业项目，目前处于微利	13
3.3 深加工及材料板块：延伸产业链下游，包括盐类加工和前驱体制造	15
3.4 传统采冶项目：铜金仍有增量	17
4 Adumbi 金矿：资源聚焦下的关键落子，前景广阔	22
4.1 项目概况：高品位优质露天金矿	22
4.2 开发方案与效益：建设期短，成本低	24
4.3 矿山周边成功案例参考：巴里克运营的 Kibali 金矿	26
5 盈利预测与投资建议	28
5.1 盈利预测假设与业务拆分	28
5.2 估值分析	29
5.3 投资建议	29
6 风险提示	30
插图目录	32
表格目录	32

1 盛屯矿业：铜镍钴多金属布局的优质矿企

盛屯矿业上市以来，通过增资扩股以及收购兼并等方式，逐渐成长为聚焦铜、钴、镍三大品种的国内优质矿企。盛屯矿业的历史发展可以分为以下三个阶段

1996-2007 年：公司初步发展，前身为 1975 年成立的厦门市电气设备厂。

2007-2016 年：开始布局有色基本金属领域，此期间先后收购了国内一批优质矿山。

2016 年以来：布局能源金属，开始全球化布局，于刚果金布局铜钴业务，持续扩大产能规模，并于印尼布局镍项目。在此期间，公司积极践行“上控资源、下拓材料”战略，先后收购科立鑫、盛屯锌锗、布局贵州新材料等项目，逐渐形成如今的资产版图，成长为聚焦铜、钴、镍三大品种的国内优质矿企。

未来，公司将继续坚持国际化发展，聚焦资源战略，继续锁定矿产资源丰富的非洲和东南亚地区，厚植资源沃土，通过勘探建设、产业并购、合作开发等方式，进一步增加上游资源的储备，持续提升中长期竞争优势。

表1：公司历史大事件

时间	事件
阶段一：公司初步发展	
1996	公司上市
阶段二：布局有色金属领域	
2007-2016	进军基本有色金属领域，先后并购了埃玛矿业、银鑫矿业、华金矿业、鑫盛矿业、大理三鑫等矿山。2011 年更名为盛屯矿业集团股份有限公司，为向有色金属矿采企业转型发展阶段
阶段三：布局能源金属领域，开始全球化布局，践行“上控资源、下拓材料”战略	
2017	布局刚果金，2016 年 8 月启动 CCR 项目建设
2018	完成科立鑫收购（珠海）收购，布局新材料板块；收购盛屯锌锗
2019	布局印尼，投资友山镍业
2020	完成卡隆威铜矿收购，CCR 项目实现扩产，启动 CCM 项目
2021	CCM 建成投产，友山镍业建成投产，启动贵州新材料项目
2023	卡隆威投产，BMS 项目投产
2024	贵州新材料投产，刚果金铜产能持续提升，友山镍业股权进一步提升
2025	拟收购加拿大 Loncor 公司，获取金矿资源
未来：坚持国际化发展，聚焦资源战略	

资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

图1：公司投资布局



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司自 2016 年起逐步布局海外铜镍钴产能,目前大部分产能已经建设完毕,公司步入收获和高速成长期。铜方面,公司海外主要是在刚果金经营卡隆威矿山采选冶一体化项目和三个铜钴冶炼项目,待 BMS 扩产完成后,产能将达到 23 万吨,权益产能达到 16.15 万吨。钴方面,主要是刚果金铜钴矿石中伴生的钴及冶炼,目前产能为 1.78 万吨,权益产能 1.75 万吨。镍方面,公司主要资产为印尼的友山镍业,项目产能 3.4 万吨,公司权益产能 2.21 万吨。

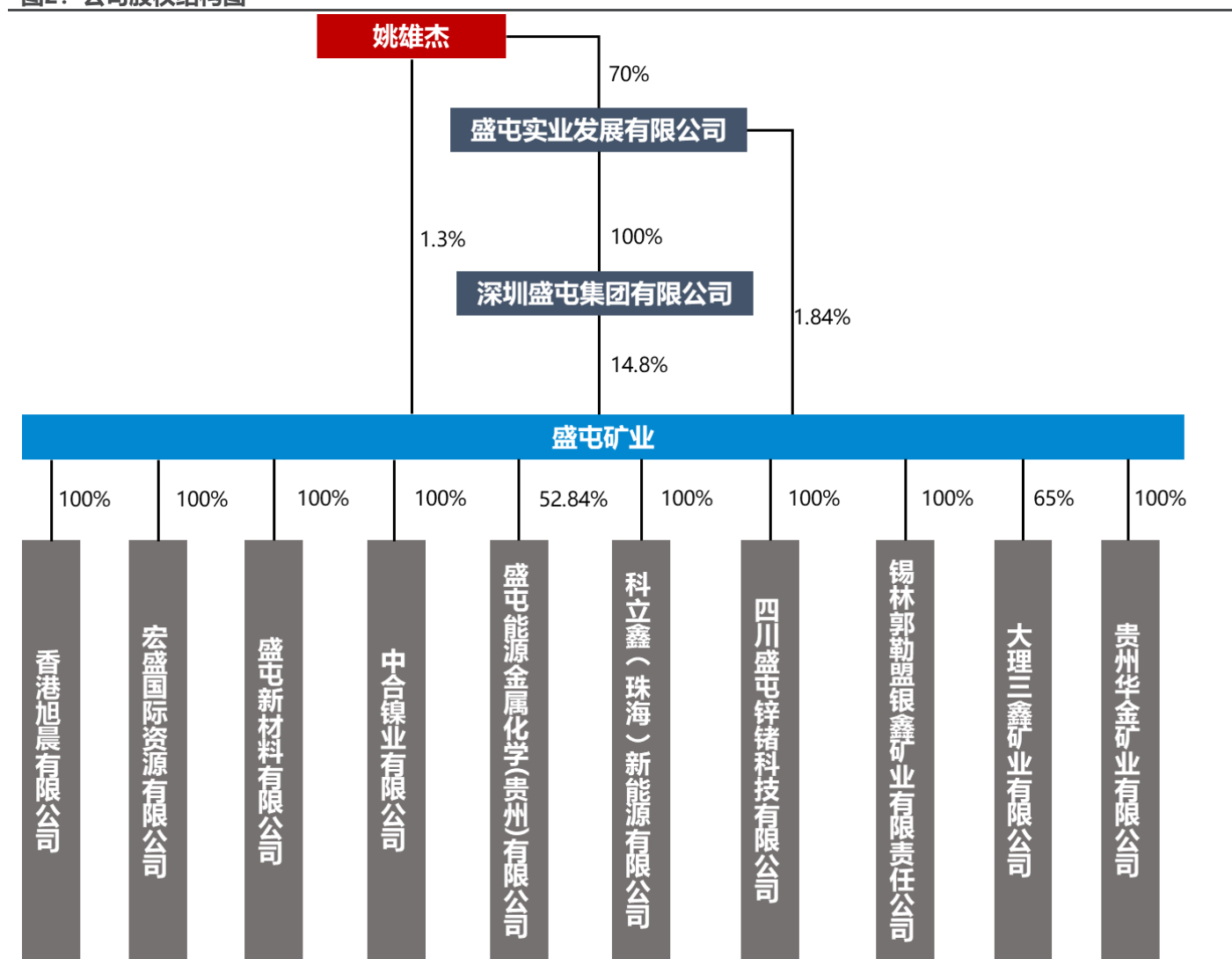
表2：公司核心铜钴镍产能梳理

产品		公司/项目	权益	设计产能(金属吨)	投产进度
钴	粗制氢氧化钴	刚果（金）CCR	100%	6,000	已投产
		刚果（金）CCM	100%	5,800	已投产
		刚果（金）卡隆威	95%	6000	已投产
		合计		17800	
		合计权益量		17500	
铜	阴极铜	刚果（金）CCR	100%	30,000	已投产
		刚果（金）CCM	100%	30,000	已投产
		刚果（金）卡隆威	95%	50000	已投产
		刚果金兄弟矿业（BMS）	45%	120000	扩产中
		合计		230000	
		合计权益量		161500	
镍	高冰镍（镍铁）	印尼友山镍业	65%	34000	已投产
		合计权益量		22100	

资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

截至 2025 年三季报，深圳盛屯集团有限公司持股 14.80%，为公司最大股东。公司实控人为姚雄杰，合计持股 12.95%。深圳盛屯集团有限公司持股 14.80%，为公司最大股东；深圳市盛屯实业发展有限公司持股 1.84%，为第二大股东；姚雄杰先生持有深圳市盛屯实业发展有限公司 70%股权，深圳盛屯实业持有深圳盛屯集团有限公司 100%股权，姚雄杰个人直接持有公司 1.30%的股份，合计持有公司 12.95%的股份，为公司的实际控制人。

图2：公司股权结构图



资料来源：ifind，民生证券研究院

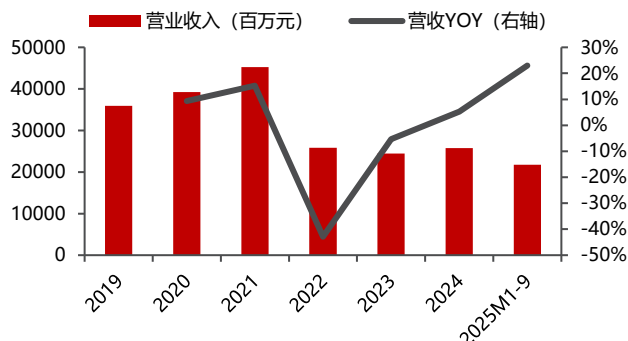
2 剥离贸易业务，盈利能力大幅改善

公司营收压降贸易规模后整体保持稳定，利润方面公司 24 年创历史新高，25 年前三季度继续保持良好态势，有望续创新高，主要贡献业务为铜产品，其次为钴产品。

营收方面，公司 2022 年营收同比出现大幅度下滑主要是公司当年大比例压降贸易业务，而后 2022-2024 年期间公司营收规模整体较稳定。2025 年前三季度，公司实现营收 217.2 亿元，同比上升 23.0%。在分产品营收中，可以看出镍产品和钴产品的营收占比大幅下降，主要是受到镍钴商品价格下跌的影响；而公司铜产品由于量价齐升，营收占比持续提升，成为公司营收增长的核心推动力，2024 年铜产品的营收占比提升到了 40.75%。

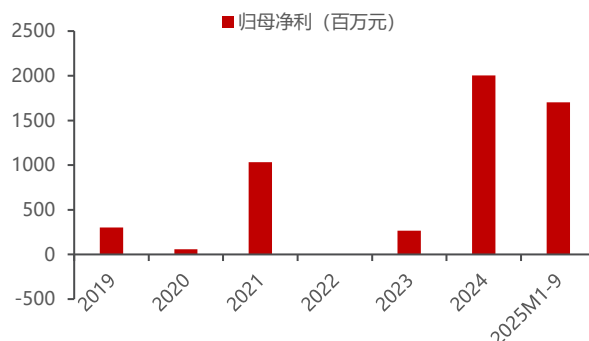
利润方面，公司 2021 年实现当时历史最佳盈利 10.3 亿元，当时主要的盈利贡献来自镍产品和钴产品，而后两年由于镍钴商品价格大幅下滑，导致公司利润大幅减少。2023 年以来，公司主要盈利贡献转向铜产品，2023、2024 年毛利贡献占比分别为 70%、74%，得益于 2024 年以来铜价持续上涨以及公司产量逐年提升，公司铜板块量价齐升，业绩在 2024 年大幅上涨，业绩创新高。

图3：公司营收及增速情况



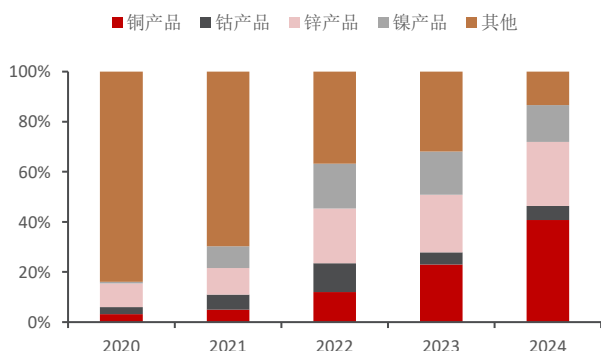
资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：公司归母净利润情况



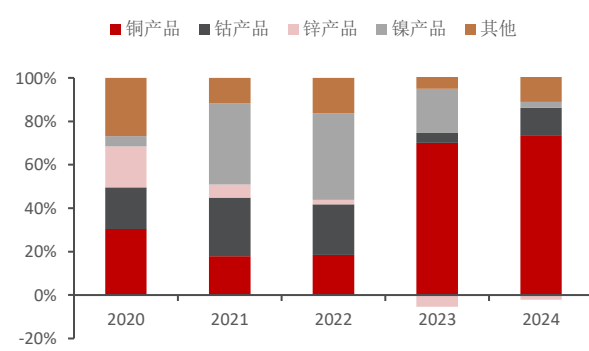
资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：公司营收分产品情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

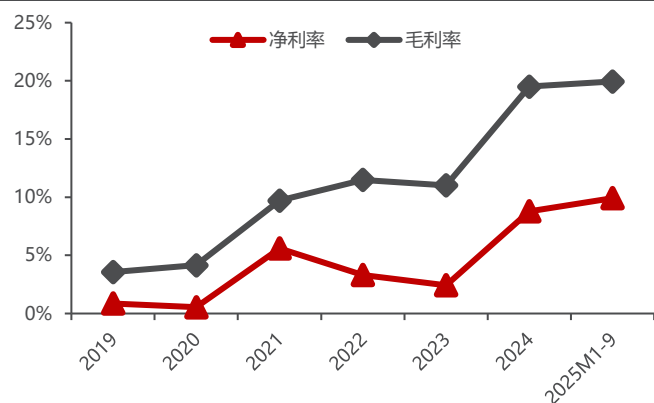
图6：公司毛利分产品情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

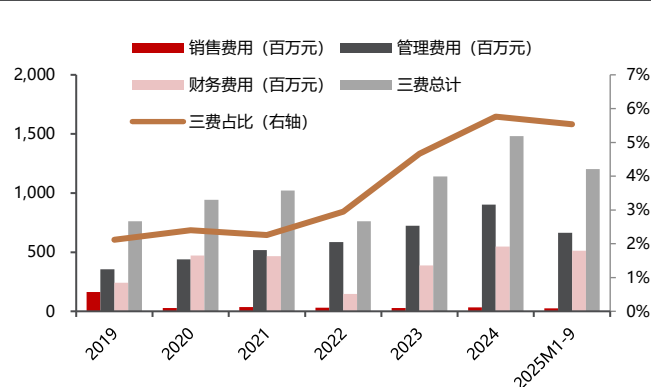
公司盈利能力逐年提升，费用略有上升。公司盈利能力在 2024 年以来明显提升，毛利率和净利率均有较大程度改善。费用方面，公司近几年费用有所上升，主要是管理费用有所上升，系卡隆威项目 23 年投产后管理费用增加及相关薪酬、折摊增加，其他费用整体变化不明显，费用率未出现持续大幅上升的趋势。

图7：公司毛利率净利率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

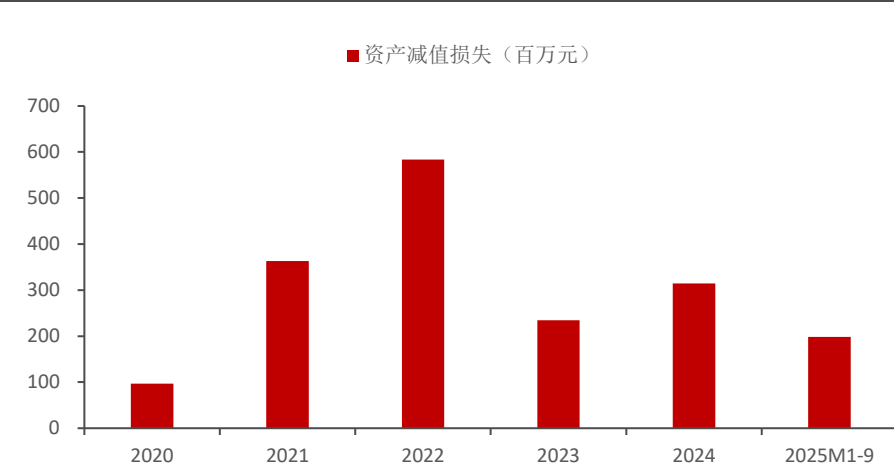
图8：公司三费及占比情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

公司近几年的减值规模整体下降明显。公司主要在 2022 年发生较大规模减值，主要是当年下半年钴金属价格出现了大幅下滑，当年对存货计提了较多减值。2023 年以来公司整体减值规模不大，主要也是存货跌价损失，其次则为商誉减值。

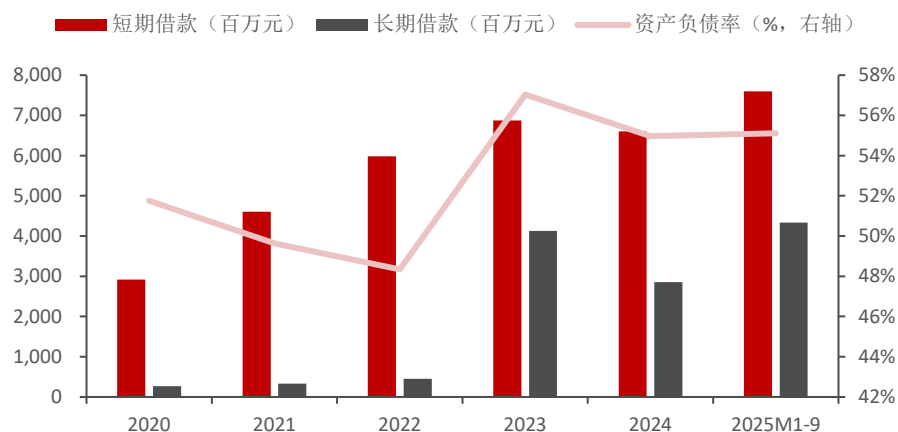
图9：公司历年资产减值情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

公司资产负债率近几年变化不大。公司短期借款近三年变化不大，主要是长期借款于 2023 年增加较多，资产负债率目前保持在 55%左右。

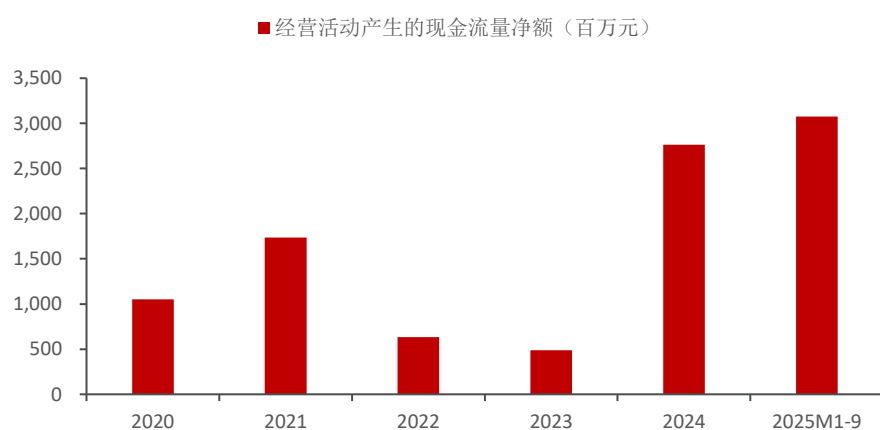
图10：公司负债及资产负债率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

2024年以来，公司经营性净现金流大幅改善。随着公司盈利逐步改善后，公司经营性净现金流大幅改善，2025年前三季度公司经营性净现金流达到了30.75亿。

图11：公司经营性净现金流情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

3 “上控资源、下拓材料”战略下的资产版图

3.1 铜钴板块：采选冶齐发展，公司利润核心板块

3.1.1 卡隆威铜钴矿：采选冶一体化，勘探增储潜力大

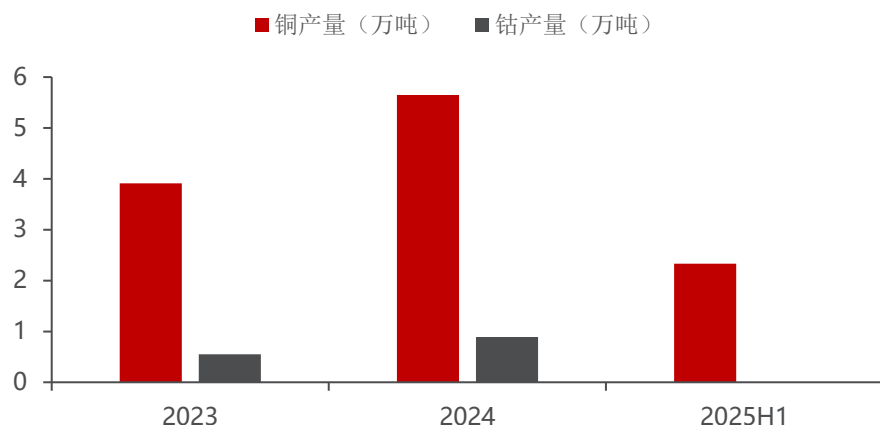
卡隆威为公司刚果金的铜钴矿山，为采选冶一体化项目，目前已达到满产状态，项目年设计产能为 5 万吨阴极铜、6000 吨粗制氢氧化钴（金属量）。卡隆威铜钴矿为公司 2020 年收购的绿地矿山项目，并于 2021 年 8 月启动建设，2023 年项目整体正式投产，同年产能达到 5 万吨阴极铜、6000 吨粗制氢氧化钴。2024 年起满产运行。2025 年上半年，卡隆威项目受电力影响，矿产铜产量为 2.33 万吨。

表3：卡隆威铜钴矿开发时间表

事件	进度
2019 年 2 月	公告拟以现金方式不超过 5.46 亿元收购恩祖里，其主要资产为卡隆威铜钴矿和 FTB 勘探项目， 收购时卡隆威铜钴矿为绿地矿山
2020 年 3 月	项目完成交割，盛屯矿业持股 85% 权益
2021 年 4 月	以 2000 万美元收购 GICC 持有的卡隆威 10% 股权，整体权益比例达到 95%
2021 年 8 月	正式启动卡隆威采选冶一体化项目建设
2022 年	卡隆威建成投产顺利出矿
2023 年 Q1	冶炼项目实现投产
2023 年 Q3	阴极铜产能达到 5 万吨，钴产品产能达 6000 吨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：卡隆威铜钴矿产量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2025H1 钴产量为数据缺失，并非为 0

卡隆威资源量为 30 万吨铜，4.3 万吨钴。尽管目前资源量偏小，但其矿山位置位于刚果金-赞比亚巨型铜成矿带西侧，该矿带内已发现数个世界级高品位铜钴

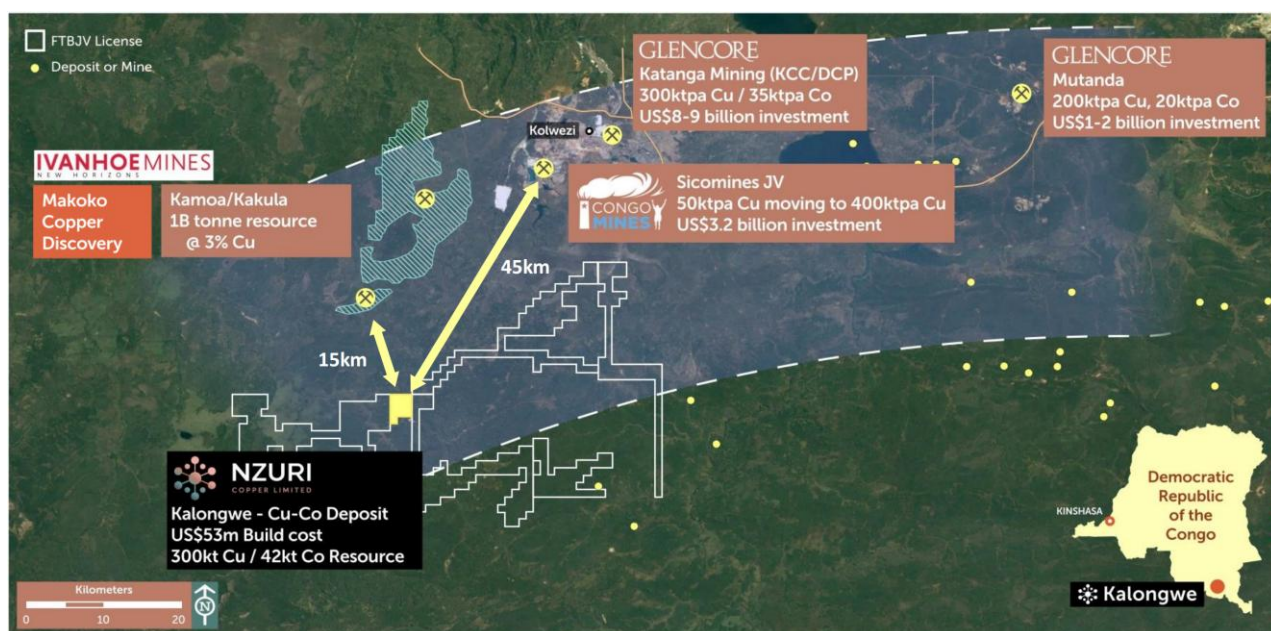
矿床。公司在矿山周边拥有 FTB 项目 334 平方公里的勘探面积，未来勘探增储的潜力较大。卡隆威矿山位于刚果（金）卢阿拉巴省，矿山为露天开采，矿石品位较高，项目资源量为 30 万吨铜，4.3 万吨钴。卡隆威矿山地理位置出众，地处世界上最大的中非铜矿带西端，距紫金的 Kamo-a-Kakula 矿山 15 公里，距科卢韦齐 45 公里，项目周边已发现多个矿山。公司在矿山周边还拥有 FTB 项目 334 平方公里的勘探面积，未来勘探增储的潜力较大。

表4：卡隆威资源量情况（截至 2024 年年报）

矿山名称	主要品种	资源量 (万吨)	金属量 (万吨)	品位%	年处理矿 石量 (万 吨)	许可证/采矿 权
卡隆威	铜、钴	876	铜: 30.2 钴: 4.3	铜: 2.70% 钴: 0.62%	210	采矿证有效期 至 2045 年 10 月 22 日

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图13：卡隆威铜矿及 FTB 勘探区地理位置图

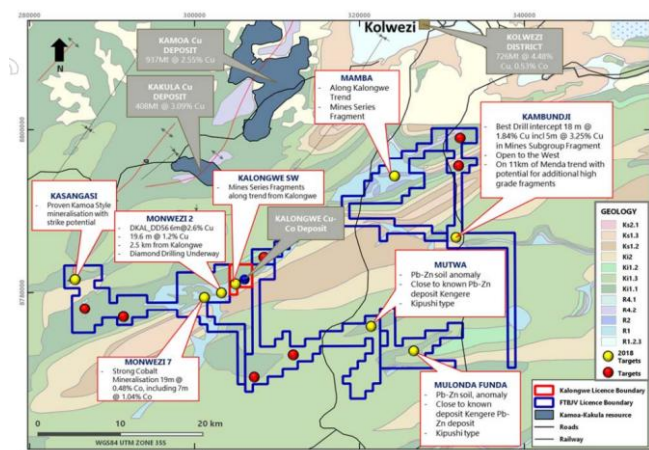


资料来源：恩祖里公告，民生证券研究院

FTB 项目已获得一定找矿程度突破，具有进一步找矿潜力，同艾芬豪的西部前沿区域重叠。公司收购恩祖里前，恩祖里已与艾芬豪签署谅解备忘录，收购该项目 98% 的股份。FTB 项目矿区毗邻多个世界级大型矿山和历史生产矿区，这条褶皱带拥有世界上最大的钴矿储量和丰富的铜矿，该区域被认为是高质量勘探靶区，类似卡莫阿-卡库拉矿床，Kamilongwen 铜矿床，以及 Mutanda, Deziwa 和 Kansuki 矿床，历史勘探发现较好矿化信息。FTB 项目与当前艾芬豪勘探的西部前沿地区重叠。

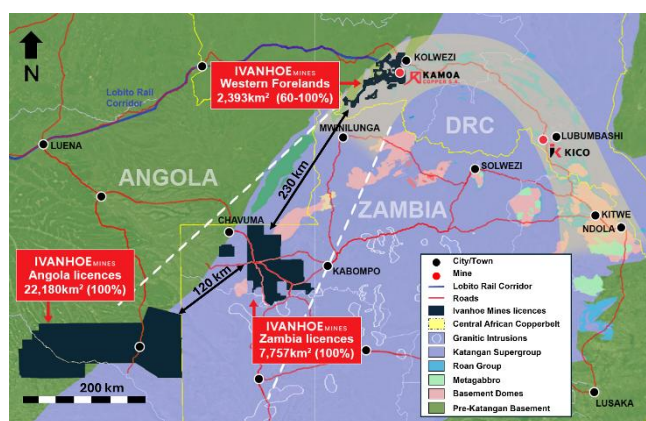
该矿区总面积 334 平方公里。目前项目正在勘探中，主要矿石种类包括铜、钴、铅、锌。此前恩祖里根据区域内的矿化信息以及物探成果圈定了 8 个靶区，其中四个靶区已经获得了一定程度的找矿突破，其中 MONWEZI7 靶区揭露一条厚 19 米，品位 1.48% 的钴矿体；KAMBUNDJI 靶区揭露一条厚 22 米，品位 1.97% 的铜矿体，其中 5 米的品位达 3.25%，具有进一步找矿的潜力。

图14: FTB 勘探项目取得的找矿突破示意



资料来源：恩祖里公告，民生证券研究院

图15: 艾芬豪的勘探区域位置



资料来源：艾芬豪官网，民生证券研究院

3.1.2 CCR&CCM&BMS 冶炼端：刚果金铜钴冶炼厂，盈利能力出色

公司在刚果金共有三个铜钴冶炼厂，分别为 CCR、CCM 和 BMS，均在科卢韦齐地区。其中 CCR 和 CCM 为上市公司全资子公司，合计铜冶炼产能 6 万吨，钴产品产能 1.18 万吨，目前铜已处于满产状态。BMS 为上市公司控股子公司，持股 45%，目前一期产能已满产，二期一阶段也已投产，未来铜冶炼产能将提升至 12 万吨。CCR 为公司第一个刚果金项目，项目投资起点可追溯至 2016 年，公司通过持续深耕刚果金，逐步扩大冶炼产能。目前公司三个冶炼厂合计铜冶炼产能已经达到 15 万吨，未来将达到 18 万吨，上市公司当前的权益铜冶炼产能为 10 万吨，未来将达到 11.4 万吨。

表5：公司三个铜钴冶炼厂项目建设时间表

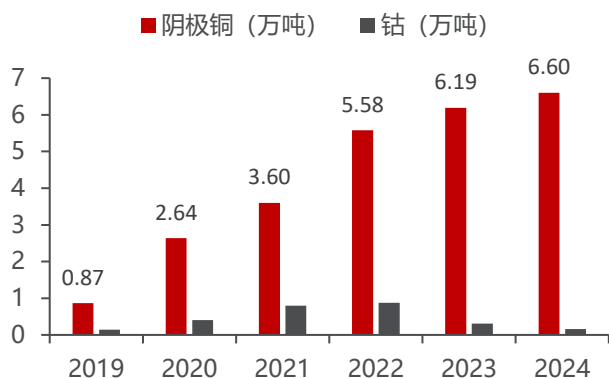
事件	进度
2016 年 8 月	公告以 6000 万美元投资 CCR 项目，产能规模设计为 1 万吨阴极铜+3500 吨钴，上市公司持股 51%
2018 年底	CCR 设备调试与带料试车
2019 年 2 月	CCR 电铜开始试生产
2019 年 3 月	CCR 粗制氢氧化钴开始试生产

2019年3月	公告 3.46 亿美元投资建设 CCM 项目，产能规模设计为 3 万吨阴极铜+5800 吨钴，上市公司持股 100%
2020年3月	发行转债投资建设 CCM 项目
2020年4月	CCR 完成技改，产能扩到 3 万吨阴极铜、6000 吨粗制氢氧化钴（金属量）
2021年12月	CCM 试车
2022年5月	CCM 完工投产
2023年7月	以 4.8 亿元收购 CCR35%股权，上市公司持股比例提升达到 86%
2023年底	BMS 投产，产能 5 万吨
2024年1月	以 1.8 亿元收购 CCR14%股权，CCR 成为上市公司全资子公司
2024年5月	BMS 达到满产状态
2025年3月	二期一阶段 3 万吨投产，待二期阶段投产后 BMS 产能将达到 12 万吨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

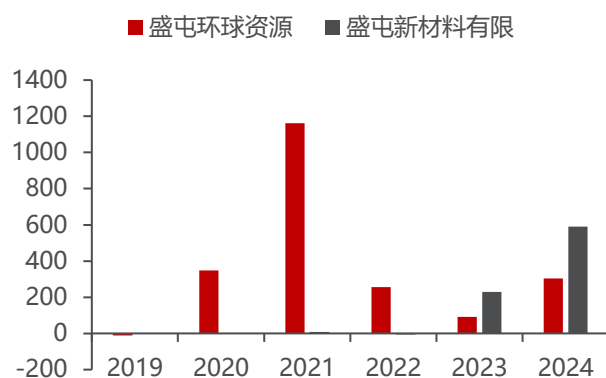
CCR/CCM 已处于满产运行阶段，盈利能力出色。2022-2024 年，CCR+CCM 每年铜产量分别为 5.58、6.19、6.60 万吨，基本保持满产运行。钴方面由于钴价低迷，公司 2023、2024 年主动调整了生产策略，产量有一定下滑。从项目主体净利润情况来看，CCR（由盛屯环球资源 100%持股）2021 年受益钴价上涨对公司利润曾做出积极贡献，目前 CCR 和 CCM 均由盛屯新材料 100%持股，2024 年盛屯新材料净利润 5.9 亿元。

图16：CCR/CCM 历年铜钴产量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17：CCR/CCM 项目主体公司净利润情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：盛屯环球资源为 CCR 项目主体，盛屯新材料为 CCM 项目主体。目前盛屯环球资源为盛屯新材料的子公司

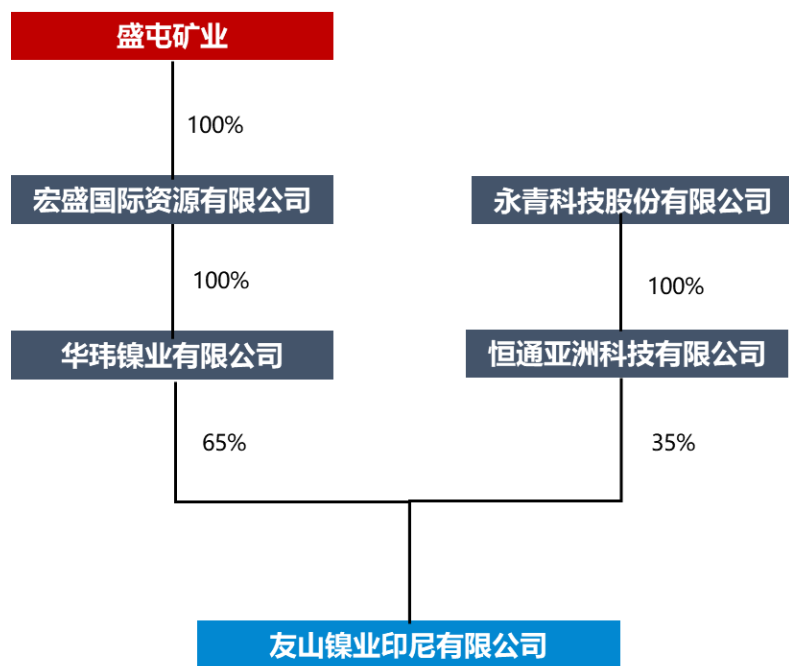
BMS 于 2023 年底投产，2024 年其铜产量为 5.3 万吨，钴产量为 0.19 吨。2025 年上半年，铜产量为 4.66 吨。从子公司利润看，香港科立鑫包含子公司 BMS 的财务数据，香港科立鑫 2024、2025 年上半年净利润分别为 3.48、5.42 亿元。BMS 还将与格睿绿能国际合作，在其场地上建设光储电站及配套设施，项目建成后有效降低 BMS 未来用电成本压力。

3.2 镍板块：主要为印尼友山镍业项目，目前处于微利

公司镍板块资产主要包括印尼的友山镍业和国内的中合镍业，其中友山镍业项目产能为 3.4 万吨高冰镍，中合镍业项目产能为 0.8 万吨高冰镍。

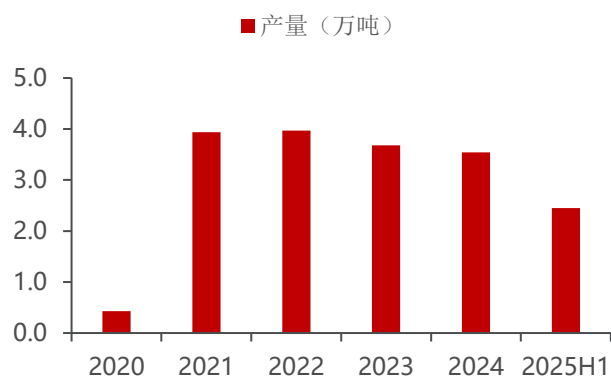
公司现拥有友山镍业 65% 股权，项目于 2021 年起满产运行。2019 年 8 月，公司公告投资 1.45 亿美元获得友山镍业（穿透后）35.75% 股份，拟在印度尼西亚纬达贝工业园投建年产 3.4 万吨镍金属量高冰镍项目。友山镍业公司具体项目地点在印尼纬达贝工业园（IWIP）内，项目地南临省道及镍矿外运码头，工业园区交通便利。友山镍业项目内容为年产 3.4 万吨镍金属高冰镍项目，主要包括 4 条 RKEF 生产线，于 2020 年底全线投产，2021 年起满产运行，项目目前主要生产镍铁。2024 年 8 月，公司以 1.63 亿美元从华友香港控股手中收购友山镍业（穿透后）29.25% 股份，持股比例提升至 65%。剩余 35% 股份为恒通亚洲科技有限公司拥有，隶属于青山集团。

图18：友山镍业股权结构图

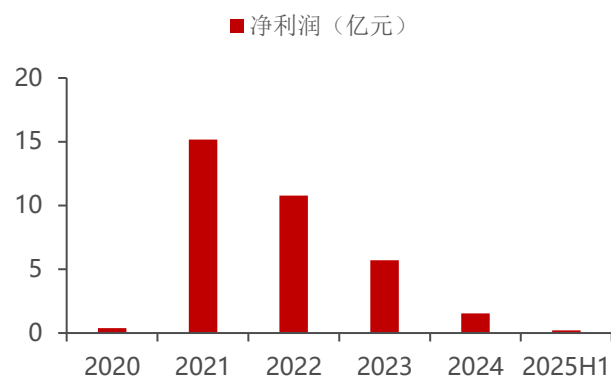


资料来源：公司公告，民生证券研究院

友山镍业满产以来产量保持在设计产能以上水平，2024 年项目产量为 3.54 万吨。从利润表现来看，在镍价景气周期，项目利润非常可观，2021 年和 2022 年项目利润分别高达 15.16、10.77 亿元。近两年由于镍价低迷，项目利润出现较大下滑，但目前仍处于盈利状态。

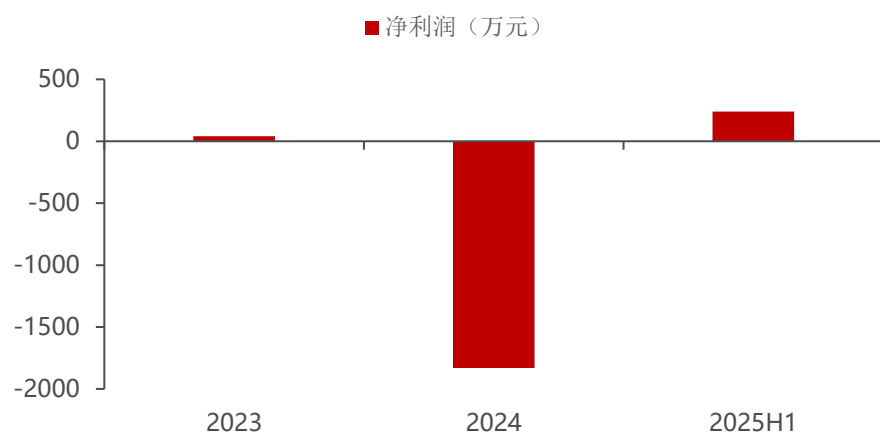
图19：友山镍业产量情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20：友山镍业净利润情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

中合镍业为公司 2022 年以 1.91 亿元从大股东手中收购取得，与公司在印度尼西亚投建的镍冶炼项目形成协同效应，同时还可以避免潜在的同业竞争。中合镍业以硫化镍精矿及低冰镍等为原料，采用富氧侧吹技术冶炼高冰镍，提供给下游的镍精炼和动力电池具备最高年产 8000 金属吨高冰镍的生产能力。从项目利润表现来看，中合镍业对上市公司的利润影响很小。

图21：中合镍业净利润情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 深加工及材料板块：延伸产业链下游，包括盐类加工和前驱体制造

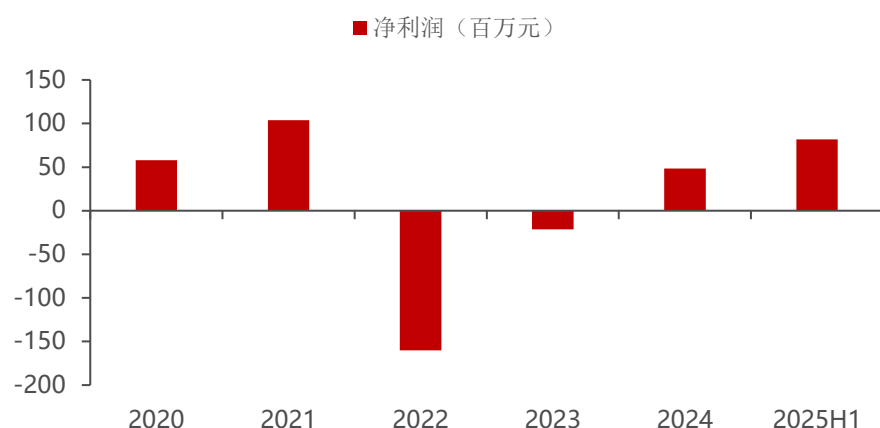
公司在深加工及材料板块的项目主要包括：1) 科立鑫；2) 贵州新材料项目；3) 与厦钨新能的合资项目。

3.3.1 科立鑫：年产能 5000 金属吨消费电子前驱体四氧化三钴项目

2018 年，公司以发行股份的形式，总对价 12 亿元收购了科立鑫项目。在公司刚果（金）铜钴冶炼项目布局的基础上，进一步完善了公司钴材料业务的产业链布局。科立鑫主要从事钴产品的研发、生产和销售，主要产品为消费电子前驱体（四氧化三钴），供应至消费电池领域，总设计产能钴金属量为 5000 吨/年。

从项目公司盈利情况来看，科立鑫大部分时期内均是盈利的，仅 2022 年出现了较大程度的亏损。主要是当年科立鑫对生产线进行较大规模的技改升级，公司产量大幅降低，叠加钴金属和四氧化三钴产品价格大幅度下滑，公司量价齐跌，导致利润大幅下滑。

图22：科立鑫净利润情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

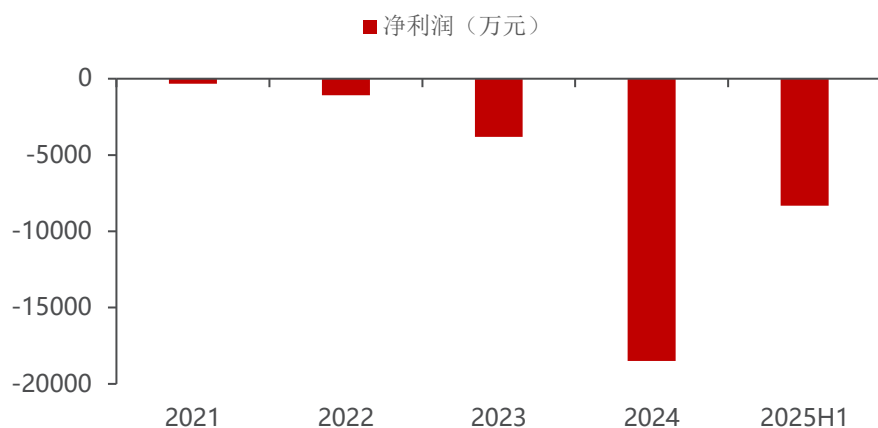
3.3.2 贵州新材料项目：一期 15 万吨硫酸镍产线已建成，二期推进中

贵州新材料项目为公司 2021 年 11 月正式启动建设的项目，项目实施主体为盛屯能源金属化学(贵州)有限公司。项目共分 2 期建设，计划的总投资额为 62 亿

元。其中，一期建设内容包括 10 万金属吨/年锌焙砂产品线，15 万吨/年电池级硫酸镍产品线，2 万金属吨/年高冰镍产品线；二期项目原设计包括 15 万吨/年电池级硫酸镍、1 万金属吨/年钴产品、30 万吨电池级磷酸铁。目前项目一期建设已基本完成，2023 年 12 月正式产出第一批硫酸镍产品。项目实际建设投资支出约 23 亿元，较预算投入金额减少。

从项目子公司利润来看，由于项目处于投产早期，尚未达产达效，故项目目前尚未实现盈利。

图23：贵州新材料项目净利润



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3.3 与厦钨新能的合资项目：4 万吨新能源电池前驱体，尚待投产

公司与厦钨新能的合作较深入，2019 年公司曾作为战略投资者入股厦钨新能。2020 年公司与厦钨新能签订战略合作框架协议，在钴、镍资源开发和应用上面形成紧密的战略合作。在市场化条件下，公司可以向厦钨新能优先销售钴、镍产品。原则上厦钨新能从公司购买的钴中间品应在科立鑫进行加工。

2022 年底，公司与厦钨新能、沧盛投资合资设立福泉厦钨新能源科技有限公司建设新能源动力电池三元前驱体生产线，首期建设年产 4 万吨新能源电池前驱体生产线，公司持股 30%，是公司进入前驱体行业的重要举措。公司贵州项目产出硫酸钴、硫酸镍等盐类产品可为下游三元前驱体制造提供原料。从厦钨新能 2025 年半年报中可见项目当前尚未投产。

3.4 传统采冶项目：铜金仍有增量

3.4.1 国内矿山资产：盈利有望逐步改善

公司在国内有七座矿山，包括铅锌矿、金矿、铜矿等。合计的主要矿种资源量为铜 22.4 万吨、铅 46.0 万吨、锌 73.5 万吨、金 17.0 吨。

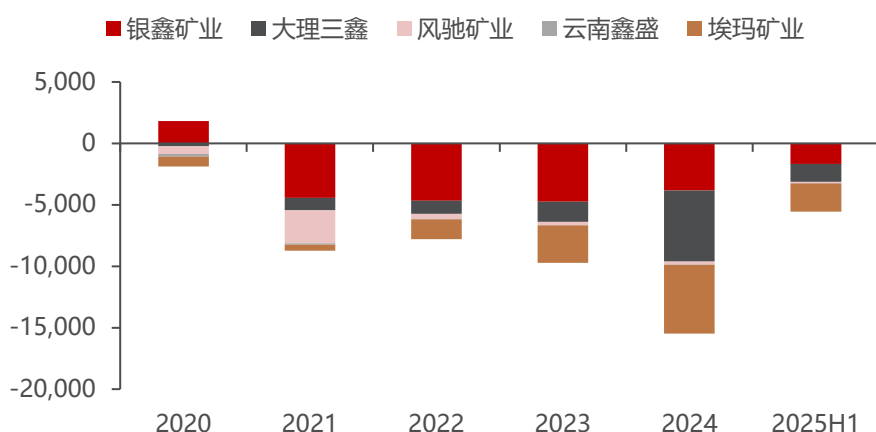
表6：公司国内矿山情况（截至 2024 年底）

矿山名称	主要品种	资源量 (万吨)	金属量 (万吨)	品位%	年处理矿石量 (万吨)	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
埃玛矿业	铅、锌	641.04	铅：14.24 锌：38.37	铅：2.47% 锌：6.43%	30	18.71	采矿证有效期至 2025 年 7 月 2 日
保山恒源鑫茂	铅、锌	李家寨：1,169.6	铅：31.2058 锌：33.9321	铅：2.67% 锌：2.90%	李家寨：66	李家寨：17	李家寨采矿权有效期：2024 年 9 月 25 日至 2034 年 9 月 24 日。
		赵寨：27.38	铅：0.53 锌：1.24	铅：1.95% 锌：4.51%	赵寨：3	赵寨：8.43	赵寨采矿权有效期：2023 年 12 月 22 日至 2025 年 12 月 21 日
银鑫矿业	铜、钨、锡	2,240.20	铜：14.71 锡：2.85 钨：3.22	铜：0.66% 钨：0.144% 锡：0.127%	72	22.3	采矿证有效期至 2042 年 12 月 13 日
华金矿业	金	丫他：372.13	丫他金属量：12,423.54Kg	丫他：3.34g/t	丫他：25	丫他：14	丫他采矿证有效期至 2026 年 11 月 11 日
		板其：57.62	板其金矿金属量：2,156.02Kg	板其：3.74g/t	板其：12	板其：5	板其采矿证有效期至 2028 年 3 月 1 日
		丁马沟：97.68	丁马沟金属量：2,467Kg	丁马沟：2.55g/t	丁马沟：5	丁马沟：15.8	丁马沟采矿证有效期至 2027 年 3 月 27 日
云南鑫盛	铜	328.35	1.6142	铜：0.49%	16	12	采矿权有效期至 2022 年 9 月 14 日（正在办理延续）
风驰矿业	锡、铜	64.8	锡：0.2488； 铜：0.3307	锡：0.38%； 铜 0.52%	6	10	采矿权有效期至 2030 年 8 月 5 日
大理三鑫	铜	262.17	5.7487	铜：2.19%	16.5	14	采矿证有效期至 2028 年 7 月 25 日
	铅		45.9758				
	锌		73.5421				
	铜		22.4036				
	金		17046.56kg				

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司国内的矿山基本处于小幅亏损状态，华金矿业复产及未来大理三鑫投产后，公司国内仍有铜金增量，盈利将逐步改善。公司国内矿山中有多座矿山经营表现不佳，其中恒源鑫茂 24 年才获得李家寨采矿权，正在推进建设中，尚未产生贡献；风驰矿业和云南鑫盛近几年的主体财务数据基本未产生营收；埃玛矿业按照计划生产，但仍小幅亏损；银鑫矿业暂未复产；华金矿业于 2024 年底复产，2025 年上半年生产黄金 110.23kg，随着复产逐步推进和未来矿权进一步整合，国内矿山黄金产量将进一步提升；大理三鑫铜矿目前正在推进建设，云南发改委已对大理三鑫铜矿批复同意建设，拟建设规模 30 万吨/年，预计产铜金属 6000 吨左右，是公司未来国内矿山部分重要增量。

图24：公司国内部分矿山盈利情况（单位：万元）

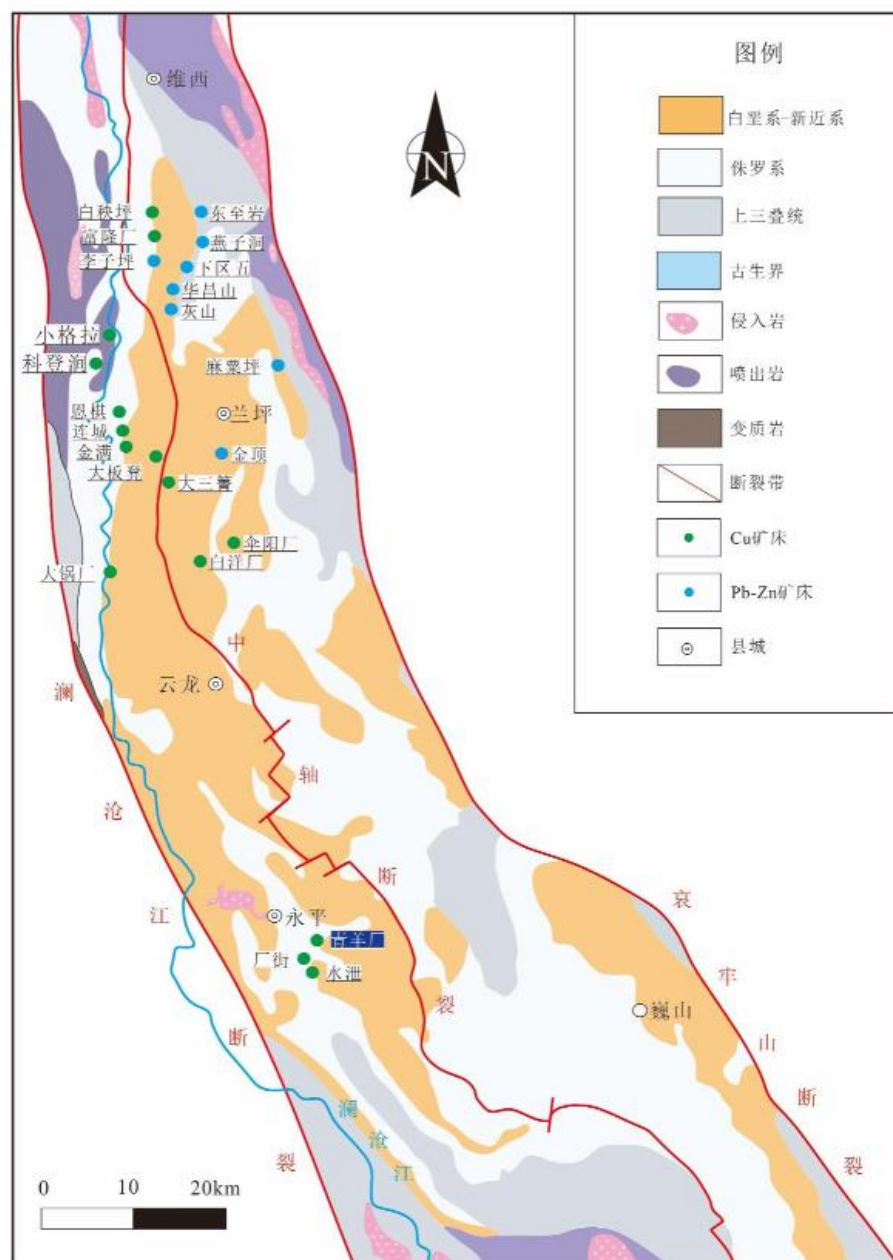


资料来源：公司公告，民生证券研究院

大理三鑫青羊厂铜矿为铜钴矿，品位高，未来效益佳，上市公司持股 65%。

云南永平县青羊厂铜矿位于滇西“三江”成矿带中南段澜沧江东侧，三江成矿带是著名的铜成矿带之一。2025 年 10 月，云南省发改委批复同意建设青羊厂铜矿 30 万吨/年采选工程建设，项目总投资 42767.20 万元。根据 2023 年的采矿权出让收益评估报告，以前 16.5 万吨/年的生产规模设计，项目前期年产铜 3400 吨、银 6.7 吨，单位原矿总成本 555 元/吨；项目后期年产铜 2300 多吨，钴 22 吨、银 4.1 吨，单位原矿总成本 576 元/吨。若以 30 万吨/年推算，则项目可年产 6000 吨左右铜，单位完全成本 27000 元/金属吨，项目整体或可实现 2-3 亿元利润。

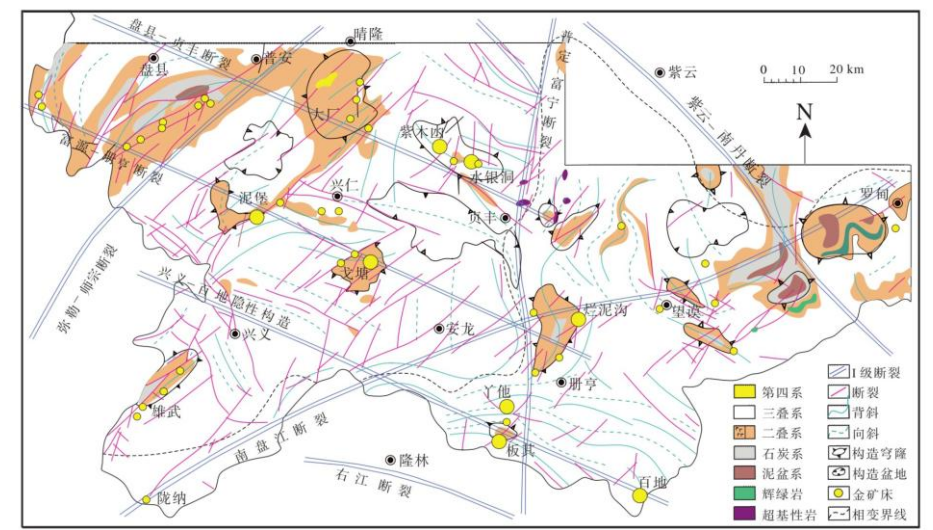
图25：青羊厂铜矿及周边矿山地理位置图



资料来源：苏岩《滇西永平青羊厂脉状富铜矿体地球化学特征及成因探讨》，民生证券研究院

贵州华金矿业下拥有三本采矿证，未来黄金产量有望达到 1 吨。贵州华金矿业有丫他、板其、丁马沟三本采矿证，品位均较高，目前主要资源量集中在丫他。从地理位置上来看，公司三本采矿证集中在同一区域，未来有望联合一并开发，公司目前正在积极推进矿证整合。华金矿业 2024 年实现复产以来，生产水平逐渐上升，2025 年上半年生产黄金 110.23kg。未来，随着公司推进整合扩产，按生产规模和品位推算，年产黄金或可达到一吨左右。

图26：华金矿业所有金矿及周边金矿地理位置示意图

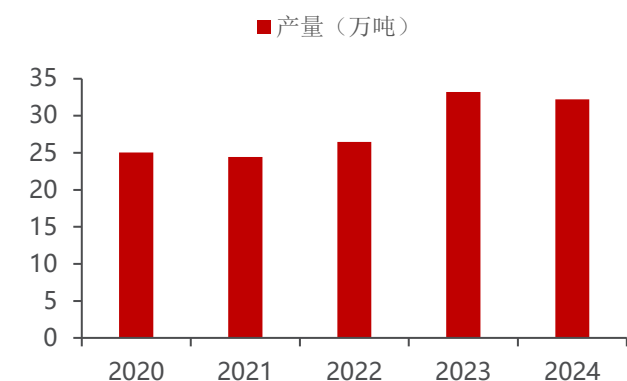


资料来源：谭礼金等《黔西南卡林型金矿隐伏矿找矿中弱信息提取方法研究》，民生证券研究院

3.4.2 锌冶炼：产能 30 万吨，盈利触底回升

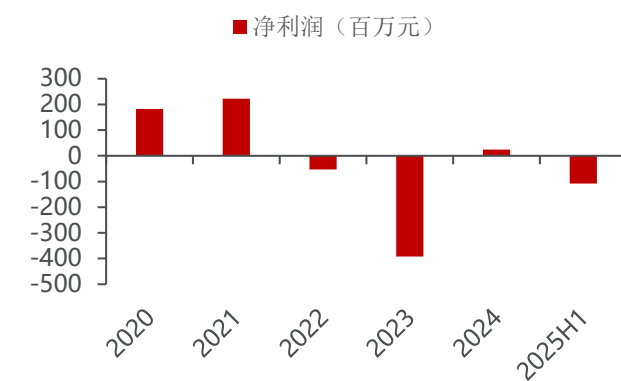
2019 年，公司通过非公开发行股份及支付现金的方式从盛屯集团及其他股东手中购买四环锌锗（现已更名为盛屯锌锗）97.22%的股权，交易对价为 21.39 亿元。盛屯锌锗为大型的冶炼基地，项目收购以来，公司持续提升产能，目前已达到年产能 30 万吨锌锭，40 吨高纯二氧化锗。过去几年保持满产运行，但受加工费下滑影响，近几年项目利润出现恶化。从加工费情况来看，目前锌冶炼加工费已实现触底回升，未来项目的盈利将逐步改善。

图27：盛屯锌锗历史锌产品产量情况



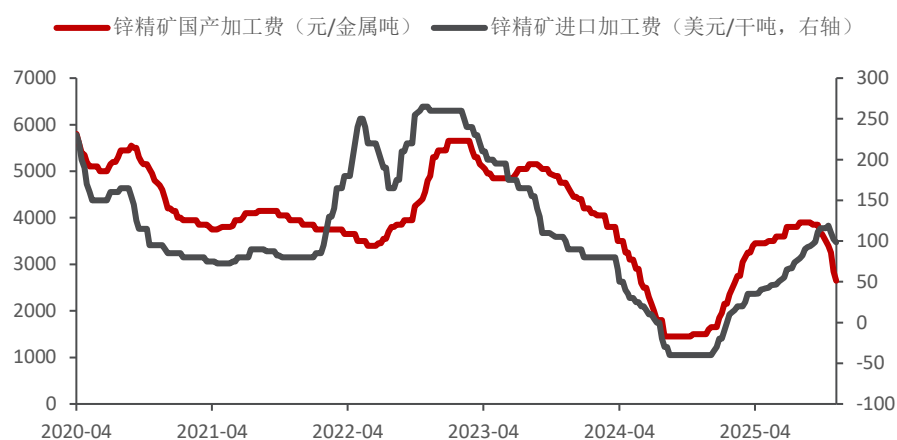
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图28：盛屯锌锗历史盈利情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：锌精矿加工费触底回升



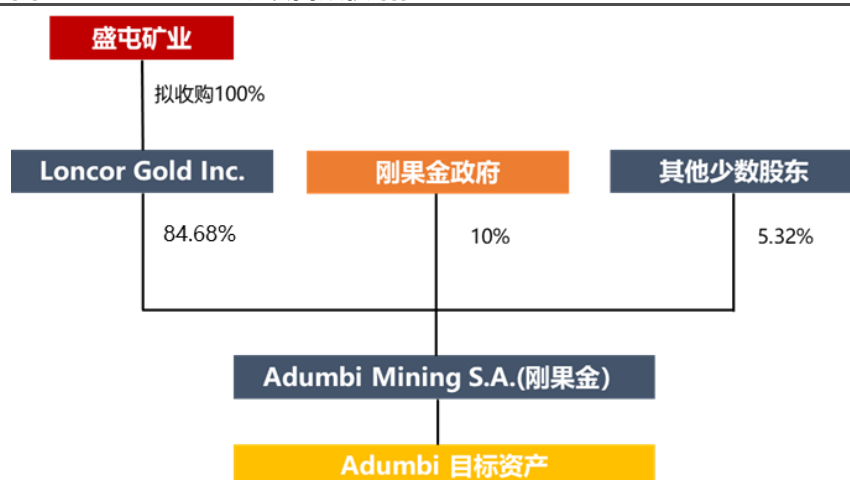
资料来源：SMM，民生证券研究院

4 Adumbi 金矿：资源聚焦下的关键落子，前景广阔

4.1 项目概况：高品位优质露天金矿

股权结构与收购对价：公司拟以 13.5 亿元收购加拿大上市公司 Loncor 全部股份，从而获得 Adumbi 金矿资产 84.68%权益。2025 年 10 月 15 日，公司公告拟以每股 1.38 加元的价格，现金方式收购 Loncor 现有全部已发行且流通的普通股及待稀释股份。收购完成后，公司将持有 Loncor 100% 股权，本次收购的交易金额约为 2.61 亿加元，约合 1.9 亿美元，人民币 13.5 亿元。Loncor 是一家主要在刚果（金）从事勘探和矿产资源开发的公司，其核心资产为位于刚果（金）的阿杜姆比(Adumbi)金矿床，为其 Imbo 项目的核心资源，除此外还包括 Kitenge 和 Manzako 两个含资源矿床。Loncor 公司对项目的持股比例为 84.68%。

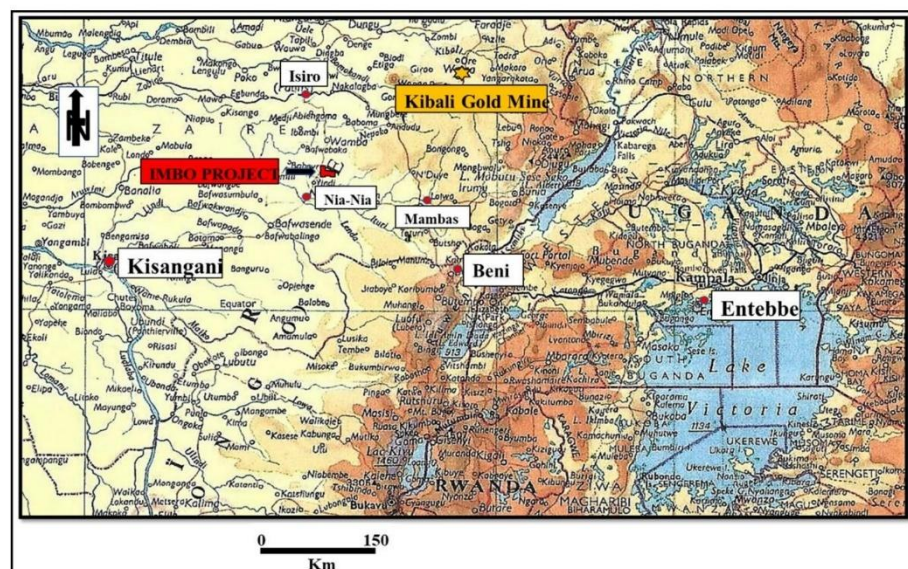
图30：Adumbi 金矿项目股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

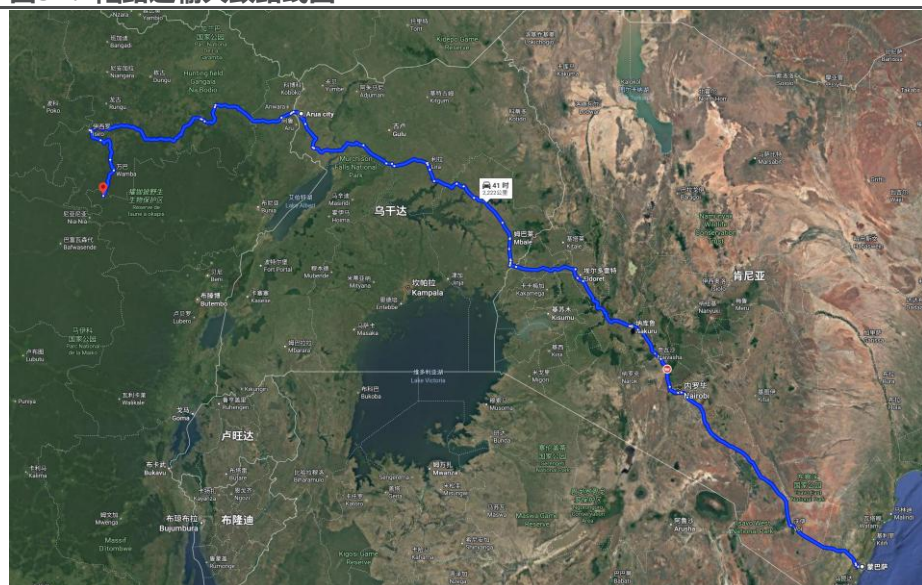
地理位置：Adumbi 位于刚果民主共和国东北部的 IMBO 项目区域内。该项目最近的城市为 Beni，人口约 23 万，Loncor 设立的当地行政办公室便在此处，Beni 当地有机场，可飞往其他城市。从 Beni 出发，沿 300 多公里红土公路到达 Nia-Nia 城镇，再往北约 50 公里到达 Village 47，最后通过 7 公里红土路便可到达基地营地。Nia-Nia 城镇有机场，可容纳小型螺旋桨飞机和中型货机起降，陆运则为约 2213km 的水泥路和土路通往肯尼亚 Mambasa 港口，我们判断大型设备等或需要从港口运输，但矿山建设完成后的黄金并不需要通过港口运输，黄金的体积小，可以采用飞机运输。

图31：矿区地理位置图



资料来源：Loncor 公司，民生证券研究院

图32：陆路运输大致路线图



资料来源：谷歌地图，Loncor 公司，民生证券研究院

项目资源量：根据 Loncor 于 2021 年 12 月披露的初步经济评估技术报告 (PEA)，当时基于长期金价 1600 美元/盎司的假设下，项目控制的黄金资源量为 58.6 吨，品位为 2.08g/t；推断的黄金资源量为 65 吨，品位为 2.89g/t。项目整体的黄金资源量为 123.6 吨。

项目地下勘探预计具有较大的扩储潜力。2023 年 12 月的新闻稿中，Loncor

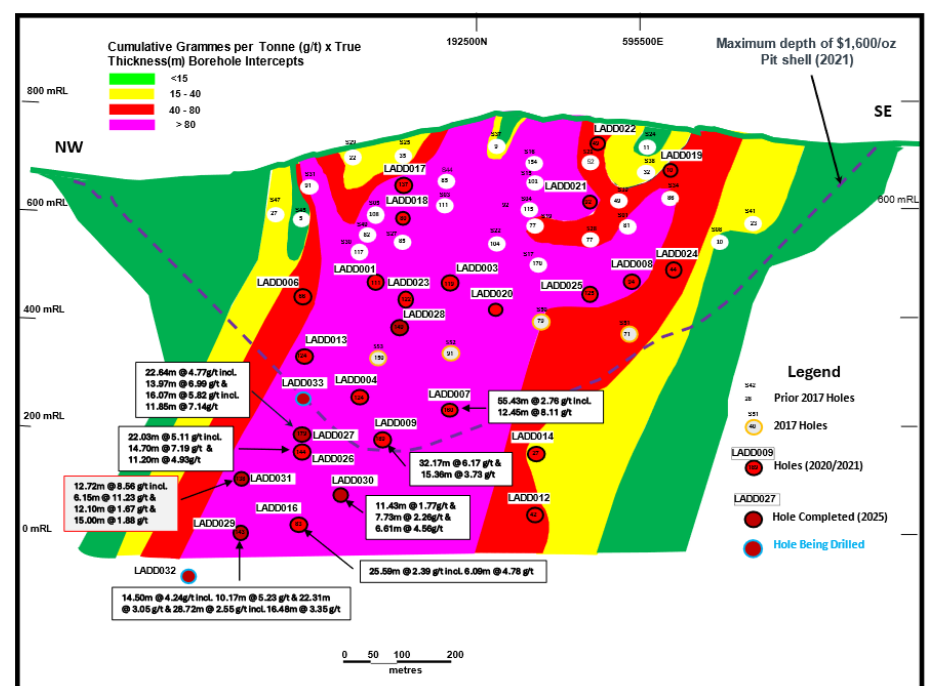
公司强调了 Adumbi 的地下潜力，地下可能含有 890 万吨至 960 万吨，金品位为 4.7-4.9g/t 的资源量，位于采矿设计的境界之下。2025 年 10 月 23 号，Loncor 公司还宣布了其在 Adumbi 的钻探计划中发现的多个矿化点，进一步揭示了 Adumbi 的地下潜力。

表7：项目资源量情况

资源类别	矿床	矿石量(万吨)	品位 (g/t)	黄金 (吨)
控制	Adumbi	2819	2.08	58.6
	合计	2819	2.08	58.6
	Adumbi	2083	2.65	55.3
推断	Kitenge	91	6.6	5.9
	Manzakup	77	5	3.8
	合计	2251	2.89	65.0

资料来源：Loncor 公司，民生证券研究院

图33：Adumbi 矿床纵向剖面图



资料来源：Loncor 公司，民生证券研究院

4.2 开发方案与效益：建设期短，成本低

需要说明的是，Loncor 于 2021 年 12 月披露初步经济评估技术报告(PEA)，本节内容所用的数据均为其 PEA 中的假设与结论，作为对该项目评估的参考。盛屯矿业公告中计划的生产能力为 360 万吨/年，与 PEA 中规划的建设内容也不同，因此该项目的具体开发方案以及最后可实现的经济效益情况与 PEA 中的内容并不相同。

资本开支：根据供电方案的不同，PEA 给出了两种方案的初始投资成本。柴油方案的初始资本开支为 3.92 亿美元，水电混合方案的资本开支为 5.3 亿美元。项目的建设周期预计为两年，矿山为露天开采。

表8：PEA 方案 Adumbi 的初始资本开支情况

项目（单位：千美元）	柴油方案	水电混合方案
采矿开发成本	59986	59886
处理厂	171369	171369
发电站	14405	152452
尾矿库	65880	65880
基础设施	27461	27461
道路	7800	7800
业主成本	45110	45110
初始资本开支	392010	530058

资料来源：Loncor 公司，民生证券研究院

开采方案与产量：根据 PEA 的开发方案，矿山生命周期为 10.3 年，平均年矿石开采量为 480 万吨，入选品位 2.17g/t，项目回收率 89.8%，年平均黄金产量为 30.3 万盎司（约 9.4 吨）

表9：PEA 方案 Adumbi 的开发方案情况

关键指标	单位	数值
平均开采量	百万吨	4.8
LOM 入选品位	g/t	2.17
平均黄金产量	万盎司	30.3
生命年限	年	10.3
回收率	%	89.8

资料来源：Loncor 公司，民生证券研究院

成本构成：成本中的主要项为采矿和选矿成本，柴油方案下的 AISC 成本为 1040 美元/盎司，水电混合方案下的 AISC 成本为 950 美元/盎司。

表10：PEA 方案 Adumbi 的成本情况

项目（美元/盎司）	LOM	
	柴油方案	水电混合方案
采矿	499.56	499.56
选矿	286.21	230.22
尾矿库	8.75	8.75
费用	54.19	54.19
精炼费和运输	3.5	3.5
特许权使用费	55.96	55.96
总现金成本	908.17	852.18
AISC 成本	1040	950

资料来源：Loncor 公司，民生证券研究院

4.3 矿山周边成功案例参考：巴里克运营的 Kibali 金矿

Kibali 金矿与 Adumbi 直线距离约 220 公里，是非洲最大的在产金矿，两个矿山运输路线大部分重合。Kibali 金矿位于刚果金东北部，距上韦莱省首府伊西罗以东约 220 公里，距乌干达边境城镇 Arua 以西 150 公里，距肯尼亚 Mambasa 港 1,800 公里。巴里克和 AngloGoldAshanti 各拥有概况 45% 的股份，由巴里克主导运营。

Adumbi 规划的进场路线是先从肯尼亚 Mambasa 港口到乌干达城镇 Arua，再从 Arua 到 Bafwabango，最后再到达项目所在地。而 Arua 城镇与 Kibali 金矿距离接近，故两个矿山大部分的运输线路是重合的。

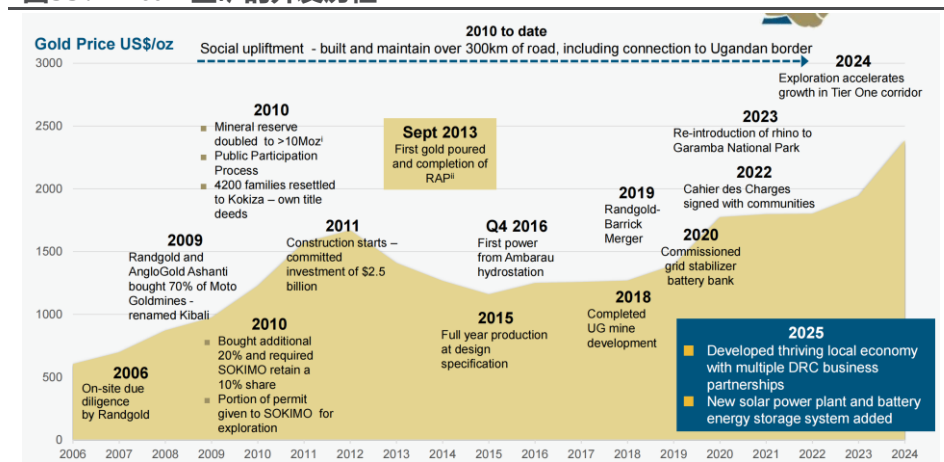
图34：Adumbi 周边矿山示意图



资料来源：Loncor 公司，民生证券研究院

Kibali 金矿建成已超十年，项目建设周期快，经济效益好。Kibali 于 2011 年开始建设，2013 年实现了第一块黄金生产，2015 年实现矿山满产运行。2024 年，Kibali 金矿生产黄金 68.6 万盎司 (21.3 吨)，AISC 的成本为 1123 美元/盎司，在巴里克所经营的 13 座矿山中成本最第二低。Kibali 现已成为矿业承包商、钻井公司、经销商等的重要枢纽。

图35: Kibali 金矿的开发历程



资料来源: 巴里克官网, 民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司当前主要的业务包括铜、镍、钴、锌，核心的利润来源为铜钴。由于当前金矿收购尚未完成，因此我们预测中未将金矿加入。公司业务核心量价假设如下：

铜产品：(1) 量：卡隆威矿山保持满产运行，假设 2025-2027 年产量均为 5 万吨；铜冶炼随着 BMS 扩产后产量将进一步增长，假设 2025-2027 年阴极铜产量分别为 16、18、18 万吨，并假设产销一致。(2) 价：铜供给约束突出，我们预计铜价中枢有望继续上行，2025-2027 年铜价假设为 9700、10000、10000 美元/吨。

钴产品：(1) 量：公司 2024 年钴产量超一万吨，但由于刚果金今年四季度开始实行配额制，销量预计大幅减少，假设 2025-2027 年公司钴产品销量为 5000、3000、3000 吨。(2) 价：由于刚果金实行配额制，钴价年内已大幅上升，在配额制下有望保持高位，假设 2025-2027 年钴价假设为 27、40、40 万元/吨。

镍产品：(1) 量：公司镍产品持续保持满产运行，假设 2025-2027 年产销均为 3.29 万吨。(2) 价：当前镍价处于周期底部位置，我们保守假设未来几年镍价有小幅上涨，2025-2027 年假设为 1.55、1.60、1.65 美元/吨。

锌产品：(1) 量：主要为锌冶炼，目前满产运行，假设 2025-2027 年产销均为 32 万吨。(2) 价：假设锌价整体保持稳定，2025-2027 年为 2.3 万元/吨。

据此假设，预计公司 2025-2027 年营收 277.3/302.2/307.5 亿元，成本 219.3/229.5/232.8 亿元，毛利率分别为 20.9%、24.1%、24.3%。

表11：公司分业务拆分预测

项目	单位	2024A	2025E	2026E	2027E
铜产品					
营业收入	亿元	104.8	132.0	149.0	149.0
营业成本	亿元	67.9	87.2	94.8	94.8
毛利率	%	35.2%	33.9%	36.4%	36.4%
钴产品					
营业收入	亿元	14.6	7.5	9.9	9.9
营业成本	亿元	8.2	3.2	2.1	2.1
毛利率	%	43.6%	58.0%	78.7%	78.7%
镍产品					
营业收入	亿元	37.9	35.5	36.7	37.8
营业成本	亿元	36.5	34.2	34.2	34.2
毛利率	%	3.6%	3.6%	6.7%	9.5%
锌产品					
营业收入	亿元	65.69	64.57	65.13	65.13
营业成本	亿元	66.74	64.24	64.81	64.81
毛利率	%	-1.6%	0.5%	0.5%	0.5%
其他业务					

营业收入	亿元	34.3	37.7	41.5	45.7
营业成本	亿元	27.7	30.5	33.5	36.9
毛利率	%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%
合计营业收入	亿元	257.3	277.3	302.2	307.5
合计营业成本	亿元	207.1	219.3	229.5	232.8
毛利率	%	19.5%	20.9%	24.1%	24.3%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

公司主要业务为刚果金铜钴和印尼镍，故选取有业务性质类似的洛阳钼业、华友钴业、腾远钴业作为可比公司进行对比。可比公司 2025-2027 年 PE 分别为 19/16/14 倍，盛屯矿业对应的 PE 为 17/11/10 倍，其估值明显低于可比公司，因此我们认为公司当前股价仍处于低估状态。

表12：可比公司 PE 对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603993.SH	洛阳钼业	15.88	0.63	0.88	1.05	1.15	25	18	15	14
603799.SH	华友钴业	65.99	2.46	3.22	3.94	4.63	27	20	17	14
301219.SZ	腾远钴业	66.62	2.33	3.50	4.27	5.17	29	19	16	13
	平均						27	19	16	14
600711.SH	盛屯矿业	12.45	0.65	0.75	1.16	1.20	19	17	11	10

资料来源：ifind，民生证券研究院预测

注：可比公司数据采用 ifind 一致预期，股价时间为 2025 年 11 月 19 日

5.3 投资建议

公司利润进入释放阶段，现有资产部分铜产能及国内矿山部分仍有增量，叠加铜价有望继续向上，公司利润将进一步增长。待金矿收购完成后，公司成长性将更为突出。我们预计 2025-2027 年公司分别实现归母净利润 23.30、35.71、37.18 亿元，EPS 分别为 0.75、1.16、1.20 元，对应 11 月 19 日收盘价 PE 分别为 17X、11X、10X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 商品价格波动风险。公司有色金属品种较多，包括铜钴镍等。若商品价格特别是铜价出现大幅波动，则公司产品的销售价格亦将随之大幅波动，从而影响公司的经营业绩，公司存在有色金属价格波动的风险。

2) 项目投产不及预期风险。公司铜产能及国内矿山仍有扩产，项目正在建设中，若项目投产不及预期，将会影响公司未来的产销，从而影响公司的业绩。

3) 收购进度不及预期风险。Loncor 公司的收购尚在进行中，还未实现交割。若收购进度不及预期，则对公司远期利润增长前景影响较大，从而可能影响公司估值水平。

4) 海外市场经营风险。公司目前核心业务均位于海外，包括刚果金、印尼等区域，境外市场政治及经济环境政策、劳工保障政策、税收优惠政策的变化会对公司造成一定影响。公司海外业务主要以外币进行结算，汇率波动对公司业务和经营状况也会造成一定影响

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	25,730	27,732	30,221	30,751
营业成本	20,713	21,930	22,946	23,282
营业税金及附加	785	832	907	923
销售费用	33	34	37	38
管理费用	902	832	907	923
研发费用	54	51	55	56
EBIT	2,999	4,096	5,416	5,577
财务费用	548	649	440	396
资产减值损失	-315	-235	0	0
投资收益	-26	0	0	0
营业利润	2,469	3,212	4,976	5,182
营业外收支	-44	0	0	0
利润总额	2,425	3,212	4,976	5,182
所得税	162	225	398	415
净利润	2,263	2,987	4,578	4,767
归属于母公司净利润	2,005	2,330	3,571	3,718
EBITDA	4,499	5,706	7,109	7,329

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,571	8,967	11,197	14,876
应收账款及票据	1,015	1,436	1,565	1,592
预付款项	1,058	1,011	1,058	1,073
存货	7,892	7,319	7,895	8,010
其他流动资产	1,940	1,768	1,812	1,821
流动资产合计	17,476	20,501	23,526	27,373
长期股权投资	414	414	414	414
固定资产	12,126	13,464	14,422	15,328
无形资产	3,679	3,679	3,679	3,679
非流动资产合计	20,052	21,787	22,580	23,384
资产合计	37,529	42,288	46,106	50,757
短期借款	6,601	7,602	6,602	6,602
应付账款及票据	3,696	4,401	4,604	4,672
其他流动负债	5,516	4,562	4,749	4,798
流动负债合计	15,813	16,564	15,955	16,071
长期借款	2,855	4,337	4,337	4,337
其他长期负债	1,962	2,069	2,069	2,069
非流动负债合计	4,817	6,407	6,407	6,407
负债合计	20,630	22,971	22,362	22,478
股本	3,091	3,091	3,091	3,091
少数股东权益	1,425	2,082	3,089	4,138
股东权益合计	16,898	19,318	23,744	28,279
负债和股东权益合计	37,529	42,288	46,106	50,757

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.21	7.78	8.97	1.75
EBIT 增长率	164.64	36.58	32.21	2.99
净利润增长率	657.63	16.19	53.24	4.14
盈利能力 (%)				
毛利率	19.50	20.92	24.07	24.29
净利率	7.79	8.40	11.82	12.09
总资产收益率 ROA	5.34	5.51	7.74	7.33
净资产收益率 ROE	12.96	13.52	17.29	15.40
偿债能力				
流动比率	1.11	1.24	1.47	1.70
速动比率	0.44	0.67	0.85	1.08
现金比率	0.35	0.54	0.70	0.93
资产负债率 (%)	54.97	54.32	48.50	44.29
经营效率				
应收账款周转天数	16.03	12.89	14.91	15.42
存货周转天数	127.66	124.85	119.35	122.97
总资产周转率	0.68	0.69	0.68	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	0.65	0.75	1.16	1.20
每股净资产	5.01	5.58	6.68	7.81
每股经营现金流	0.89	1.86	2.04	2.23
每股股利	0.10	0.05	0.08	0.08
估值分析				
PE	19	17	11	10
PB	2.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	9.77	7.70	6.18	5.99
股息收益率 (%)	0.80	0.39	0.60	0.63

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,263	2,987	4,578	4,767
折旧和摊销	1,500	1,610	1,693	1,752
营运资金变动	-1,881	611	-404	-52
经营活动现金流	2,763	5,748	6,315	6,898
资本开支	-1,577	-2,830	-2,472	-2,541
投资	-102	-319	0	0
投资活动现金流	-1,440	-3,199	-2,472	-2,541
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-605	1,860	-1,000	0
筹资活动现金流	-1,723	847	-1,614	-677
现金净流量	-384	3,396	2,229	3,680

插图目录

图 1:	公司投资布局	4
图 2:	公司股权结构图	5
图 3:	公司营收及增速情况	6
图 4:	公司归母净利润情况	6
图 5:	公司营收分产品情况	6
图 6:	公司毛利分产品情况	6
图 7:	公司毛利率净利率情况	7
图 8:	公司三费及占比情况	7
图 9:	公司历年资产减值情况	7
图 10:	公司负债及资产负债率情况	8
图 11:	公司经营性净现金流情况	8
图 12:	卡隆威铜钴矿产量	9
图 13:	卡隆威铜矿及 FTB 勘探区地理位置图	10
图 14:	FTB 勘探项目取得的找矿突破示意	11
图 15:	艾芬豪的勘探区域位置	11
图 16:	CCR/CCM 历年铜钴产量	12
图 17:	CCR/CCM 项目主体公司净利润情况 (单位: 百万元)	12
图 18:	友山镍业股权结构图	13
图 19:	友山镍业产量情况	14
图 20:	友山镍业净利润情况	14
图 21:	中合镍业净利润情况	14
图 22:	科立鑫净利润情况	15
图 23:	贵州新材料项目净利润	16
图 24:	公司国内部分矿山盈利情况 (单位: 万元)	18
图 25:	青羊厂铜矿及周边矿山地理位置图	19
图 26:	华金矿业所有金矿及周边金矿地理位置示意图	20
图 27:	盛屯锌锗历史锌产品产量情况	20
图 28:	盛屯锌锗历史盈利情况	20
图 29:	锌精矿加工费触底回升	21
图 30:	Adumbi 金矿项目股权结构	22
图 31:	矿区地理位置图	23
图 32:	陆路运输大致路线图	23
图 33:	Adumbi 矿床纵向剖面图	24
图 34:	Adumbi 周边矿山示意图	26
图 35:	Kibali 金矿的开发历程	27

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司历史大事件	3
表 2: 公司核心铜钴镍产能梳理	4
表 3: 卡隆威铜钴矿开发时间表	9
表 4: 卡隆威资源量情况 (截至 2024 年年报)	10
表 5: 公司三个铜钴冶炼厂项目建设时间表	11
表 6: 公司国内矿山情况 (截至 2024 年底)	17
表 7: 项目资源量情况	24
表 8: PEA 方案 Adumbi 的初始资本开支情况	25
表 9: PEA 方案 Adumbi 的开发方案情况	25
表 10: PEA 方案 Adumbi 的成本情况	25
表 11: 公司分业务拆分预测	28

表 12: 可比公司 PE 对比.....	29
公司财务报表数据预测汇总.....	31

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048