

## 有色金属

2026年05月27日

## 金诚信

(603979)

——基本面拐点已现，加速成长可期

报告原因：强调原有的投资评级

增持（维持）

市场数据：	2026年05月27日
收盘价（元）	72.93
一年内最高/最低（元）	89.77/38.41
市净率	4.0
股息率%（分红/股价）	0.62
流通A股市值（百万元）	45,493
上证指数/深证成指	4,093.73/15,736.47

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026年03月31日
每股净资产（元）	18.35
资产负债率%	47.81
总股本/流通A股（百万）	624/624
流通B股/H股（百万）	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

郭中伟 A0230524120004  
guozw@swsresearch.com  
马焰明 A0230523090003  
maym@swsresearch.com  
陈松涛 A0230523090002  
chenst@swsresearch.com

## 联系人

马焰明 A0230523090003  
maym@swsresearch.com

## 投资要点：

- **矿服+资源双轮驱动。**1) 矿服：公司专注于地下非煤矿山的矿山工程建设和采矿运营管理业务，并较早开拓海外市场，经过多年的市场拓展已在海内外树立良好口碑，明确“大市场、大业主、大项目”市场策略，客户包含紫金矿业、江西铜业、中国有色、开磷集团、艾芬豪等，海外营收占比约60%。2) 资源开发：现有5处矿区（在产：3个铜矿+1个磷矿，待建：1个金铜矿），形成公司特色的“服务+资源”发展之路，截至2025年底，铜权益资源量329万吨，磷矿石权益资源量2111万吨。
- **多个在建工程并行，矿铜业务兼具成长性和确定性。**1) 产销量：25年铜产量9.1万吨（yoy+88%），铜销量9.3万吨（yoy+88%），26年计划铜产量10万吨。2) 扩建项目进展：刚果（金）Lonshi铜矿（2024Q4全面达产，西区产能4万吨，东区建成后东西区合计产能10万吨，已于2025年7月开工），San Matias铜金银矿（PTO已经获批，EIA近期已批复），Lubambe铜矿（实现年度盈亏平衡，技改完成后年产铜3.25万吨）。
- **矿服业务预计迎来拐点。**受卡莫阿-卡库拉矿震影响下相关作业区域阶段性停工、Lubambe转内部管理单位后不计入矿服收入、部分新开发项目处于爬坡阶段，25年公司矿服毛利同比下滑，短期承压；2026Q1公司矿服毛利已经同环比转正，目前卡莫阿-卡库拉铜矿月平均采矿工作量约为矿震前的70%，博茨瓦纳Khoemacau铜矿项目逐渐放量等，公司矿服业务有望恢复增长。
- **维持增持评级。**公司在地下矿山开发服务领域处于领先地位，26年矿服业务有望迎来业绩拐点；铜矿资源开发上，公司同时推进多个在建工程（L矿扩建、Lubambe铜矿技改、哥伦比亚金铜矿建设），矿铜产量成长性强，且哥伦比亚金铜矿近期环评已获批，扩产确定性增强。维持原盈利预测，预计公司26/27/28年公司归母净利润为32.4/38.6/45.9亿元，对应PE分别为14/12/10倍，低于可比公司均值，故维持增持评级。
- **风险提示：**铜价下跌、项目建设进度不及预期、地下矿山开发服务安全风险

## 财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	13,894	3,414	16,486	18,573	21,937
同比增长率（%）	39.7	21.5	18.7	12.7	18.1
归母净利润（百万元）	2,339	601	3,244	3,859	4,586
同比增长率（%）	47.7	42.6	38.7	19.0	18.8
每股收益（元/股）	3.75	0.96	5.20	6.19	7.35
毛利率（%）	33.8	36.1	41.2	41.6	42.1
ROE（%）	21.0	5.2	23.6	22.7	22.0
市盈率	19		14	12	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司在地下矿山开发服务领域处于领先地位，26 年矿服业务有望迎来业绩拐点；铜矿资源开发上，公司同时推进多个在建工程（L 矿扩建、Lubambe 铜矿技改、哥伦比亚金铜矿建设），矿铜产量成长性强，且哥伦比亚金铜矿近期环评已获批，扩产确定性增强。维持原盈利预测，预计公司 26/27/28 年公司归母净利润为 32.4/38.6/45.9 亿元，对应 PE 分别为 14/12/10 倍，低于可比公司均值，故维持增持评级。

### 关键假设点

#### 1) 矿服业务：

预计 26/27/28 年营业收入 75.6/89.1/105.1 亿元，毛利率为 25.4%/25.4%/25.4%，主要系伴随卡莫阿-卡库拉铜矿采矿工作量逐步恢复，以及博茨瓦纳 Khoemacau 铜矿项目逐渐放量等，公司矿服业务有望恢复增长。

#### 2) 资源业务：

销量：1) 铜：预计 26/27/28 年销量为 9.9/10.4/12.1 万吨，主要系 Lubambe 铜矿技改放量；2) 磷矿石：预计 26/27/28 年销量均为 35 万吨，保持稳定。

价格（不含税）：1) 铜：预计 26/27/28 年价格为 8.2/8.4/8.6 万元/吨，主要系近年来矿端紧缺凸显，预计铜价趋势性上行；2) 磷矿石：预计 26/27/28 年价格均为 780 元/吨。

毛利率：1) 铜：预计 26/27/28 年毛利率为 58.3%/60.5%/61.5%，主要系产品价格上行，以及 Lubambe 铜矿技改爬坡后成本优化；2) 磷矿石：预计 26/27/28 年毛利率均为 19.2%。

### 有别于大众的认识

市场可能认为公司近几年矿铜产量增量有限，我们认为公司多个在建工程并行，远期矿铜产量有望从 25 年的 9 万吨增至 17 万吨以上，成长性突出，且近期哥伦比亚金铜矿已获批，扩产确定性进一步增强。

### 股价表现的催化剂

铜价上涨、矿铜超预期、矿服业务斩获大额订单

### 核心假设风险

铜价下跌、项目建设进度不及预期、地下矿山开发服务安全风险

## 目录

---

<b>1. 矿山开发服务世家，下延矿山资源开发 .....</b>	<b>6</b>
1.1 起家矿服，成功转型铜矿开发 .....	6
1.2 财务分析 .....	7
<b>2. 资源：多项目并行，矿铜产量快速增长 .....</b>	<b>8</b>
<b>3. 矿服：短期承压，预计迎来拐点 .....</b>	<b>14</b>
<b>4. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>18</b>
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1: 金诚信特色“服务+资源”业务模式.....	6
图 2: 股权结构图 (截至 2026Q1) .....	7
图 3: 公司营业收入.....	7
图 4: 公司净利润 .....	7
图 5: 金诚信分业务毛利占比.....	8
图 6: 金诚信分业务毛利率 .....	8
图 7: 金诚信费用率.....	8
图 8: 金诚信毛利率/净利率.....	8
图 9: 公司矿铜产量.....	9
图 10: D 矿矿铜产销量.....	10
图 11: L 矿矿铜产销量.....	11
图 12: 2025 年 Lubambe 铜矿实现盈亏平衡.....	13
图 13: San Matias 金银铜矿股权结构.....	13
图 14: 公司矿服业务示意图 .....	14
图 15: 自然崩落法示意图.....	15
图 16: 公司矿服掘进量 (万方) .....	16
图 17: 公司矿服采矿量 (万吨) .....	16
图 18: 海外矿服营收.....	17
图 19: 海外合作三步走 .....	17
图 20: 矿服毛利.....	17
图 21: 矿服毛利率 .....	17
表 1: 公司拥有矿产资源量 .....	8
表 2: 自有矿山基本情况 (截至 2025 年底) .....	9
表 3: 远景公司铜产量 .....	10
表 4: 2018-2023 年 Lubambe 铜矿选矿厂生产数据 .....	12
表 5: Lubambe 铜矿排产计划.....	12
表 6: 公司矿服业务在建项目数量及总金额.....	16
表: 公司重要矿服合同 (截至 年底) .....	

表 8: 盈利预测.....	18
表 9: 可比公司估值.....	19

# 1. 矿山开发服务世家，下延矿山资源开发

## 1.1 起家矿服，成功转型铜矿开发

公司是一家以矿山服务和资源开发业务为主的集团化矿业公司。1) **矿服**：公司矿服业务专注于非煤地下固体矿山（铜、铅、锌、铁、镍、钴、金、银、磷等）的采矿运营管理和矿山工程建设业务，业务水平处于国内前列，公司明确“大市场、大业主、大项目”市场策略，以“实力业主、知名矿山”为目标市场导向，经过多年市场开发，形成了以央企、地方国企、上市公司、国际知名矿业公司为代表的稳定客户群，包括江西铜业、金川集团、中国有色、开磷集团、云南铜业、西部矿业、紫金矿业、赤峰黄金、五矿资源、老挝开元、Ivanhoe等。2) **资源开发**：现有两岔河磷矿、刚果（金）Dikulushi 铜矿、刚果（金）Lonshi 铜矿、赞比亚 Lubambe 铜矿、哥伦比亚 San Matias 铜金银矿 5 处矿区，其中在产项目 4 个，产品主要涉及铜、磷矿石。

**铜矿强成长性，增强业绩弹性**：1) 资源量：截至 2025 年底，铜权益资源量 329 万吨，磷矿石权益资源量 2111 万吨。2) 产销量：25 年铜产量 9.1 万吨 (yoy+88%)，铜销量 9.3 万吨 (yoy+88%)，磷矿石产量 35.8 万吨 (yoy+1%)，磷矿石销量 35.7 万吨 (yoy-1%)。3) 26 年经营计划：铜产量 10.0 万吨，销量 10.0 万吨，生产销售磷矿石 30 万吨，生产销售铁矿石 125 万吨。

图 1：金诚信特色“服务+资源”业务模式

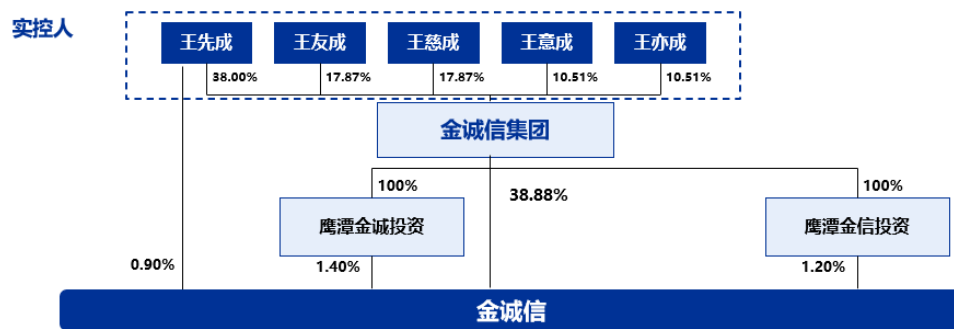


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司控股股东为金诚信集团，直接持股比例为 38.88%，公司实际控制人为王先成、王慈成、王友成、王亦成、王意成，通过直接方式及间接方式共持股 42.38%。

王先成先生出身矿业世家，来自中国“中国矿山井巷之乡”的温州苍南县，祖辈均劳作于有 600 年开矿历史的温州矾矿，矿山井巷工程业世代相传。自 20 世纪 80 年代以来，王先成家族便开始独立从事矿山开发服务业务，业务逐渐发展壮大，从国内发展至海外。

图 2：股权结构图（截至 2026Q1）



资料来源：wind，申万宏源研究

## 1.2 财务分析

资源业务加持下，公司连续三年净利润增速约 50%。2021 年 12 月底 Dikulushi 矿投产，公司首次产出矿铜，2023Q4 Lonshi 矿投产公司矿铜产量快速增加，且同期铜价迎来上行周期，2023-2025 年公司净利润增速在 50%左右，2025 年实现营收 138.9 亿元 (yoy+39.7%)，归母净利润 23.4 亿元 (yoy+47.7%)；2026Q1 实现营收 34.1 亿元 (yoy+21.4%，qoq-13.8%)，归母净利润 6.0 亿元 (yoy+42.6%，qoq+2.7%)。

图 3：公司营业收入



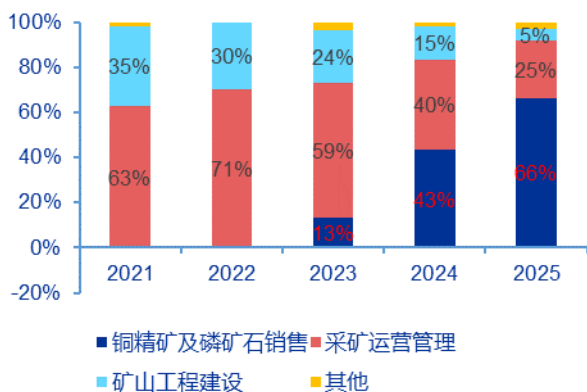
资料来源：wind，申万宏源研究

图 4：公司净利润

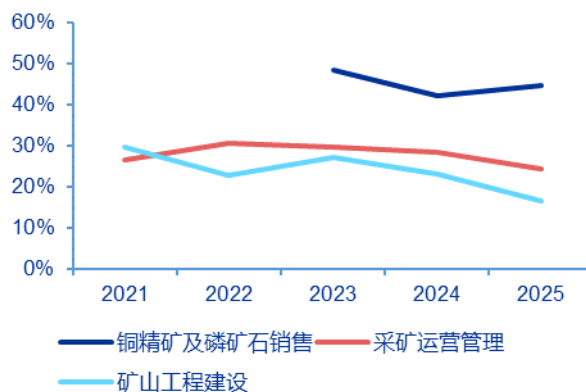


资料来源：wind，申万宏源研究

随着 D、L 矿投产，公司资源业务毛利占比提升至 60%以上。2023-2025 年公司资源业务毛利由 3.0 亿元增至 31.2 亿元，占比由 13%增至 66%，毛利率在 40-50%之间，成为公司主要的利润贡献；2025 年受 Lubambe 转内部管理单位后不计入矿服收入、卡莫阿-卡库拉矿震影响下相关作业区域阶段性停工、部分新开发项目处于爬坡阶段，工程量及利润正处于逐步提升过程等影响，公司矿服毛利及毛利率下滑，短期承压。

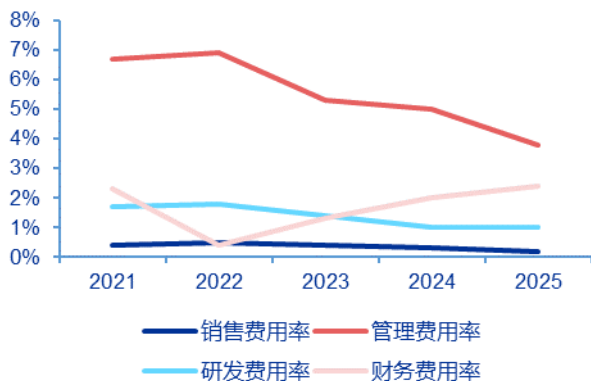
**图 5：金诚信分业务毛利占比**


资料来源：wind，申万宏源研究

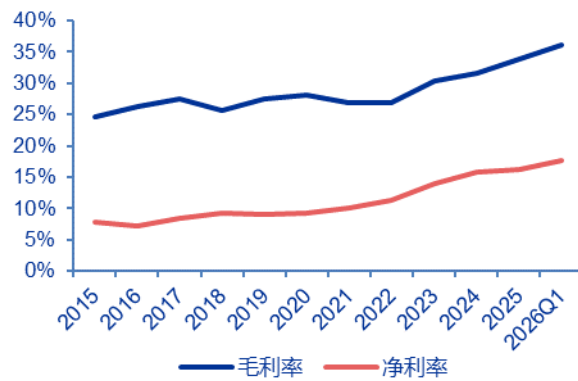
**图 6：金诚信分业务毛利率**


资料来源：wind，申万宏源研究

**期间费用率下降，盈利能力提升。**近年来公司期间费用率呈现趋势性下降，其中管理费用率下降明显，研发费用率、销售费用率基本稳定，财务费用率呈现上涨，主要系矿山基建投资增加，以及外币货币性资产的汇兑损益所致。2023-2025 年公司毛利率、净利率快速提升，主要是矿铜销量提升、铜价处于上行周期。

**图 7：金诚信费用率**


资料来源：wind，申万宏源研究

**图 8：金诚信毛利率/净利率**


资料来源：wind，申万宏源研究

## 2. 资源：多项目并行，矿铜产量快速增长

资源开发板块，公司目前拥有在产矿山贵州两岔河磷矿、刚果（金）Dikulushi 铜矿、刚果（金）Lonshi 铜矿、赞比亚 Lubambe 铜矿，以及待建矿山 San Matias 金银铜矿。

资源量方面，截至 2025 年底，公司铜权益资源量 329 万吨，磷矿石权益资源量 2111 万吨。

**表 1：公司拥有矿产资源量**

公司总计拥有矿产资源量（权益资源量）			
铜金属（万吨）	银金属（吨）	金金属（吨）	磷矿石（万吨，品位 30.98%）
329	178	19	2,111

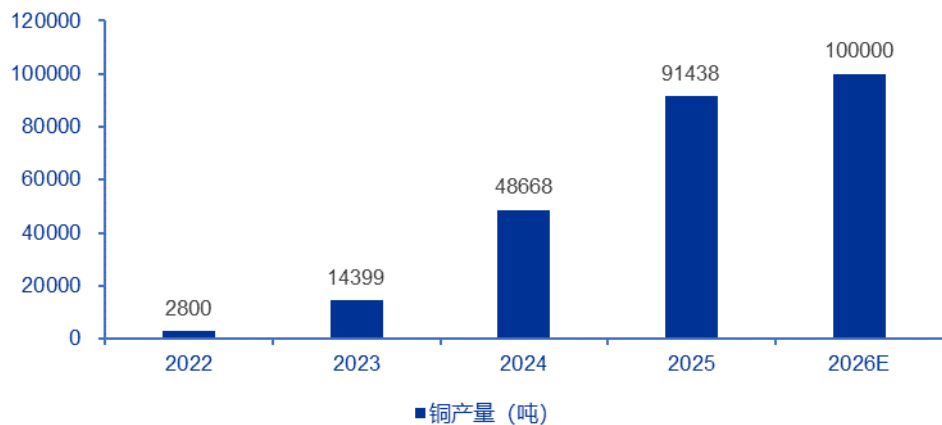
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 2：自有矿山基本情况 (截至 2025 年底)**

矿山名称	权益比例	资源量(含储量)			储量			矿山规模 (万吨/年)	资源剩余 可开采年限 (年)
		矿石量 (万吨)	品位		矿石量 (万吨)	品位			
两岔河磷矿	90%	2,346	P2O5(%)	30.98	314	P2O5(%)	28.42	80	17.5
Dikulushi 矿床		43	铜(%)	7.58	45	铜(%)	6.56	15	2.98
金景 矿业	90%	35	铜(%)	2.28	-	-	-	-	-
Boomgate 矿床		80	铜(%)	1.2	-	-	-	-	-
Golfcourse 矿床		48	铜(%)	2.55	-	-	-	-	-
元景 矿业	90%	35	铜(%)	1.6	-	-	-	-	-
Kazumbula 矿床		5,526	铜(%)	3.04	2,992	铜(%)	3.42	450	16
Lonshi 铜矿 (西区+东区)	95%	8,400	铜(%)	2.01	Lubambe 铜矿现处于技改阶段, 相关储量数据将根据后续优化设计进行更新。				
Lubambe 铜矿	80%		铜(%)	0.36		铜(%)	0.41		
San Matias 铜金银矿	59.60%	13,130	金(g/t)	0.24	9,795	金(g/t)	0.23	730	14.2
			银(g/t)	2.27		银(g/t)	2.63		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

伴随 D\L 矿投产、收购 Lubambe 铜矿，公司矿铜产量快速增至 9.1 万吨。公司 D 矿于 2021 年 12 月投产，L 矿于 2023Q4 投产，2024 年 7 月完成 Lubambe 铜矿收购，矿铜产量快速增长，2022-2025 年产量由 0.28 万吨增至 9.1 万吨，复合增速高达 220%。2026 年公司铜计划产量 10 万吨。

**图 9：公司矿铜产量**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

后续公司矿铜产量增量主要为 L 矿扩建、Lubambe 铜矿技改、San Matias 金银铜矿建设，远景铜名义产量 17.3 万吨，权益产量 15.6 万吨；此前 San Matias 金银铜矿 EIA 审批进度较慢，近期公司已取得 EIA，可开展矿山建设，矿铜产量增长确定性进一步提高。

表 3：远景公司铜产量

	名义	权益
远景铜产量 (万吨)	17.3	15.6
Lonshi(95%)	10	9.5
Dikulushi(90%)	1.5	1.4
San Matias (97.5%)	2.5	2.4
Lubambe (70%)	3.3	2.3

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：D 矿产量假设同 2024 年

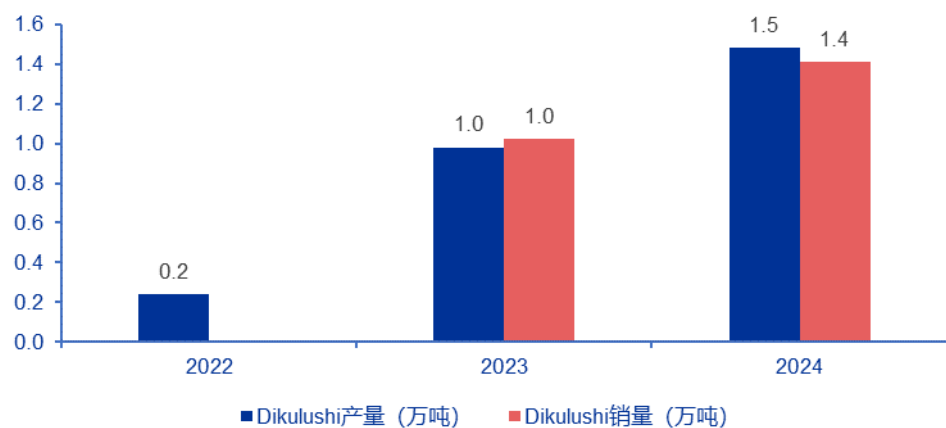
### 1) 刚果（金）Dikulushi 铜矿（持股 90%）：矿石品位较高，产量超过 1 万吨设计产能

公司目前通过子公司金景矿业、元景矿业分别拥有位于刚果（金）东南部加丹加（Katanga）省的两个矿业权（PE606、PE13085），采矿权面积 68.77 平方公里，已于 2021 年 12 月投产的 Dikulushi 铜矿（年产约 1 万吨铜金属）属于 PE606 采矿权的一部分。

**资源量：**截至 2025 年 12 月末，Dikulushi 铜矿保有矿石量约 43 万吨，铜平均品位 7.58%，铜资源量 3.3 万吨。

**产量：**Dikulushi 铜矿 2021 年底正式投产，2022 年末未对外销售，2023 年开始销售；2024 年 D 矿铜产量 1.5 万吨，销量 1.4 万吨，产量高于设计产能，主要系品位较高。

图 10：D 矿铜产销量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2) 刚果（金）Lonshi 铜矿（持股 95%）：东西区扩产完成后，产能增至 10 万吨

Lonshi 铜矿位于刚果（金）加丹加省东南部，根据矿体分布特征，以龙溪断裂为界分为西区、东区。

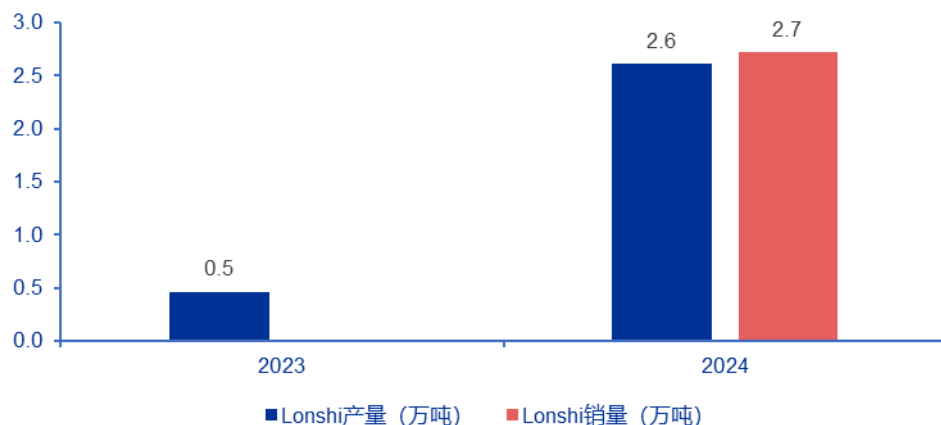
**资源量：**截至 2025 年 12 月末，Lonshi 铜矿（东区+西区）保有矿石量 5526 万吨，平均品位 3.04%，铜资源量 168 万吨。

Lonshi 铜矿西区采、选、冶联合工程已于 2023 年四季度投产，达产后年产铜金属约 4 万吨；**东区已于 2025 年下半年开工建设**，主井、副井掘进进展顺利，尾矿库完成清表清基。根据公司于 2025 年 1 月发布的《刚果（金）龙溪铜矿东区采选工程可行性研究》，东区设计采用地下开采方式，设计开采规模为 250-350 万吨/年，计划基建工期 4.5 年，矿山投产后，第 4 年达产，共生产服务 12 年。为了平衡 Lonshi 东区和西区的服务年限，随着东区投产，西区会逐年减产，东区和西区井下最大出矿量合计为 450 万吨/年。**东区达产后，东区和西区合计年产约 10 万吨铜金属量。**

2025 年，西区出矿品位、选矿回收率、矿产铜、阴极铜均超额完成计划。

Lonshi 铜矿周边另有矿权面积超过 900 平方公里，均分布于刚果（金）东南部，属于中非铜矿带东段，目前仅开展了地质物探、化探工作及少量的钻探工程，地质勘查工作程度较浅，尚需后期开展地质普查及详查地质工作。

**图 11：L 矿铜产销量**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3) 赞比亚 Lubambe 铜矿（持股 80%，拟转让 10%）：技改后年产铜 3.25 万吨

**2 美元收购 Lubambe 铜矿 80%股权，拟转让 10%股权。**2024 年 1 月公司公告，拟 1 美元通过全资子公司自 EMRCapital 收购 Lubambe Copper Mine Limited (LCML) 80%股权，并以 1 美元收购 Lubambe Copper Holdings Limited 向 LCML 提供的 857,116,770 美元贷款所形成的债权，从而取得 Lubambe 铜矿 80%权益，相关股权交割手续于 2024 年 7 月 11 日办理完毕。公司现持股 80%，ZCCM-IH 持股 20%，ZCCM-IH 的控股股东为赞比亚政府全资拥有的工业发展公司，应 ZCCM-IH 的要求，为进一步加深公司与 ZCCM-IH 之间的合作，共同推进 Lubambe 铜矿未来发展，经双方友好协商，公司拟向 ZCCM-IH 转让 LCML 10%的股权，仍由公司控制并主导 Lubambe 铜矿的运营管理，目前股权转让事宜仍在沟通讨论过程中。

**资源量：**Lubambe 铜矿位于赞比亚铜带省孔科拉盆地，地处中非铜矿带核心区，距离赞比亚首都卢萨卡以北约 350 公里，区位优势优越，周边铜矿资源丰富，是全球著名铜矿集聚区域之一。根据 Lubambe 铜矿前期资源量估算资料，并综合考虑生产消耗、生产探矿等因素，截至 2025 年 12 月末，Lubambe 铜矿保有矿石量 8400 万吨，铜品位 2.01%，铜资源量 169 万吨。

**Lubambe 铜矿此前一直未达产，经过技改后年产铜 3.25 万吨。**该矿于 2013 年开始开采，矿山原设计采矿规模为 250 万吨/年，采矿方式为地下开采，历史产量并未达到设计能力，2020-2022 年采矿量低于 150 万吨，同时由于基金可投资及持有的时间限制，卖方选择退出该项目。公司认为 Lubambe 铜矿在采矿及选矿方案方面有改进空间，据可研报告，在矿山原设计规模下，公司考虑对现有矿山进行一定的技改优化，预计可实现年产铜 3.25 万吨，**吨铜现金成本 5591 美元/吨，吨铜总成本 6764 美元/吨**，初步估算项目爬坡期投资为 1.1 亿美元，维持运营投资 1.9 亿美元。

**表 4：2018-2023 年 Lubambe 铜矿选矿厂生产数据**

指标	2018	2019	2020	2021	2022	2023(1-9)
处理量万 t	131.5	169.9	148.6	146.3	148.6	86.7
矿石品位/%	1.98	1.68	1.77	1.54	1.49	1.57
氧化铜品位/%	0.286	0.25	0.277	0.206	0.18	0.208
氧化率/%	14.43	14.83	15.65	13.31	12.08	13.3
选矿回收率/%	84.7	80.5	80.1	81.5	80.97	82.73
铜精矿量 t	56672	50339	47459	43229	41489	26808
精矿品位/%	39	45.7	44.4	42.5	43.26	42.25
精矿含铜 t	22082	23015	21062	18373	17948	11326

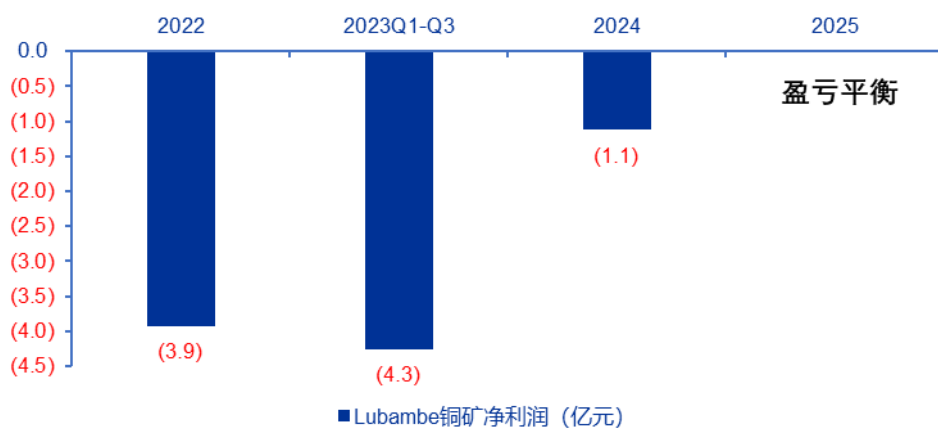
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 5：Lubambe 铜矿排产计划**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
出矿量 (万吨)	150	150	180	210	250	250	250
出矿品位 (%)	1.63	1.63	1.72	1.8	1.88	1.9	1.9
金属量 (万吨)	2.4	2.5	3.1	3.8	4.7	4.8	4.8

资料来源：公司公告，申万宏源研究

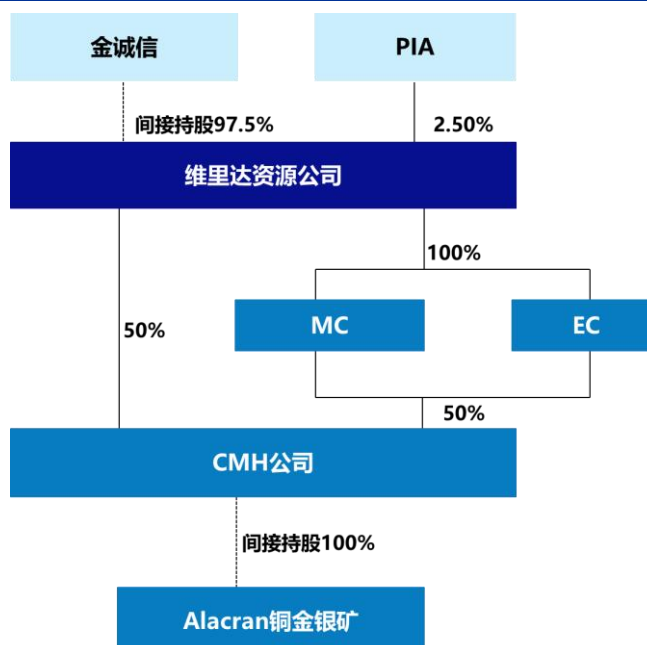
**2025 年已实现盈亏平衡。**收购前因产能利用率不高、成本偏高，2022-2024 年 Lubambe 铜矿均处于亏损状态；2025 年鲁班比铜矿实现年度“盈亏平衡”总目标。**通过浮选工艺完善，选矿回收率从 81.84%提升至 83.21%**；供应链效率与成本管控水平显著提升。

**图 12: 2025 年 Lubambe 铜矿实现盈亏平衡**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

#### 4) San Matias 金银铜矿 (持股 97.5%) : 近期已取得环评, 计划产铜 2.6 万吨

增持哥伦比亚 San Matias 项目, 持股比例提升至 97.5%。公司于 2019 年 11 月通过全资子公司与 Cordoba 矿业签署《股份认购协议》, 认购 Cordoba 矿业 19.995% 的股权, 从而参与其 San Matias 项目。其后根据《股份认购协议》中反稀释条款的约定, 多次参与 Cordoba 矿业股份增发以保持股权不被稀释; 2022 年 12 月, 公司公告收购 Cordoba 矿业全资子公司 CMH 公司 50% 的权益, 交易金额不超过 1 亿美元, 公司持有 San Matias 项目权益比重将由 20% 增至 60%; 为加快推进哥伦比亚 San Matias 项目 Alacran 铜金银矿开发进展, 主导 Alacran 铜金银矿后续开发建设, 公司追加收购 San Matias 铜金银矿项目公司 (CMH) 股权以取得其控制权, 并于 2026 年 3 月 5 日完成股权交割, 公司通过控股子公司持有 CMH 公司 97.5% 的股权。

**图 13: San Matias 金银铜矿股权结构**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**资源量：**根据 Alacran 矿床可行性研究（FS/采用 NI 43-101-规范），San Matias 铜金银矿保有矿石量 13130 万吨，铜品位 0.36%，金品位 0.24 克/吨、银品位 2.27 克/吨，对应铜资源量 47 万吨、金 31.5 吨、银 298 吨。

**预计年产铜 2.5 万吨、金 1.2 吨，露天开采。**据预可研报告，Alacran 铜金银矿处于哥伦比亚 Puerto Libertador（解放者港市），位于哥伦比亚首都 Bogotá（波哥大）西北约 390 公里，哥伦比亚 Medellín（麦德林市）以北 160 公里处；项目初始资本成本约为 4.2 亿美元，为露天开采，建设期为 2 年；铜现金成本为 2.66 美元/磅（5864 美元/吨），现金成本（扣除贵金属副产品收益）为 1.35 美元/磅（2976 美元/吨）；年开采矿石量为 610 万吨，年平均产铜金属 2.5 万吨，金金属 1.2 吨，银金属 11.7 吨。

**已获批环评，可以转入实质性建设。**此前 Alacran 铜金银矿床可行性研究(FS)已完成，开采计划（PTO）已获哥伦比亚国家矿业局（ANM）批准，环境影响评估（EIA）已于 2023 年 12 月 12 日提交哥伦比亚国家环境许可证管理局（ANLA），并配合 ANLA 进行相关调研工作，EIA 获批是 Alacran 铜金银矿转入建设阶段的必要条件，2026 年 5 月，公司公告哥伦比亚 Alacran 铜金银矿已取得环评（EIA）。

### 3. 矿服：短期承压，预计迎来拐点

**矿服业务主要为矿山建设、采矿运营。**1) **矿山工程建设：**施工总承包，服务内容包括矿山基建期各项建设工程、矿山生产期改扩建各项建设工程以及其他单项技改措施工程。2) **采矿运营管理：**以矿山持续稳定的采矿生产为目标，保证矿山在一定的生产周期内，按照核准的生产规模，连续均衡地产出质量合格的矿石，其过程涉及开拓、采准、切割、运输、提升、给排水、通风、机电等多系统的运行管理。

图 14：公司矿服业务示意图



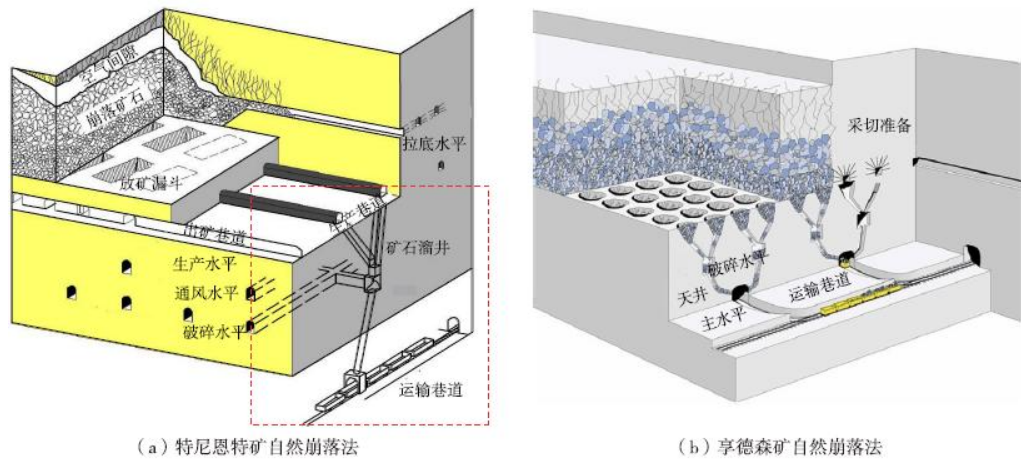
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**浅部矿石资源枯竭，深井开采市场潜力较大。**未来伴随世界范围内浅部资源的枯竭，一批规模大、埋藏深的矿山被逐步探明并进入开发阶段，一些大型老矿山为了后续生产发展，也在本矿区深部陆续探获大量资源。目前，矿山开采工艺的发展和井下大型无轨设备的广泛应用，已经为矿山开发项目的大型化提供了硬件基础。但是，新建深井矿山和现有老矿山

向深部资源过渡所带来的高压、高温、通风、提升和地下水等一系列问题，仍是矿山开发业必须解决的技术难题，同时，也成为了进入深部大型矿山服务高端市场的竞争壁垒。

**自然崩落法成本较低，方法趋于成熟：**依靠自身重力、次生构造应力作用，在其软弱结构面的基础上产生崩落，并进一步发展失稳，通过底部结构出矿使上部的矿岩持续崩落，直至上一个阶段崩透地表，节省凿岩爆破工作及费用，成本可媲美露天采矿，生产能力强。

图 15：自然崩落法示意图



资料来源：《地下金属矿山采矿技术进展及研究方向》，申万宏源研究

**公司施工能力强，深部资源开发优势明显，精确把握自然崩落法。**公司在境内外承担 34 个大型矿山工程建设和采矿运营管理项目，2025 年实现井下采供矿量 4,418.95 万吨；竣工竖井最长达 1,526 米，斜坡道最长达 8,008 米，目前均处于国内前列。公司是国内为数不多能够精确把握自然崩落法采矿技术的服务商之一，并采取优化后的自然崩落法为普朗铜矿提供矿山工程建设和采矿运营管理服务，辅之以大规模机械化作业，保障了 1,250 万吨/年生产能力的实现，使之成为目前国内规模最大的地下金属矿山。

**一体化综合服务模式，高效建矿。**公司形成矿山工程建设、采矿运营管理和矿山工程设计与研究一体化的综合服务模式，该模式能够更有效地满足业主矿山建设与采矿运营的需要，更好地实现从基建到生产的快速、稳妥过渡，为矿业业主缩短建设周期、快速投产达产、节省基建投资。

**优质客户遍布海内外，公司按照“大市场、大业主、大项目”市场策略，以“实力业主、知名矿山”为目标市场导向，**经过多年市场开发，形成了以央企、地方国企、上市公司、国际知名矿业公司为代表的稳定客户群，包括江西铜业、金川集团、中国有色、开磷集团、云南铜业、西部矿业、紫金矿业、赤峰黄金、五矿资源、老挝开元、Ivanhoe 等。

**合作项目横纵延伸，客户粘性高，合作周期长。**1) **纵向延伸：**公司承接矿山工程建设项目后，相关工程质量受到业主认可，后续合作将延伸至采矿运营，如公司在前期刚果（金）Kamoa 项目基建井巷工程顺利实施的基础上，承接至深部矿体未来十年的采矿；2) **横向延伸：**公司承接矿服项目获矿企认可后，进而承接该矿企旗下其他矿服项目，公司与中国有色

在海外的合作已由赞比亚 Chambishi 项目延伸至卢安夏项目；与紫金矿业的合作也由刚果（金）Kamoa 项目延伸至塞尔维亚 Timok 铜金矿项目、Bor 铜金矿项目及丘卡卢-佩吉铜金矿项目；与金川集团的合作也由国内项目逐步拓展至刚果（金）Musonoi 铜钴矿项目、Kinsenda 铜矿项目；**3）延伸至股权投资领域：**公司与 Ivanhoe 在刚果（金）Kamoa 铜矿上的良好合作拓展至 Kipushi 锌矿并延续到了资源项目股权投资领域，参股 Ivanhoe 旗下加拿大多伦多证券交易所上市公司 Cordoba 矿业，为公司“矿服+资源”经营模式注入新活力。

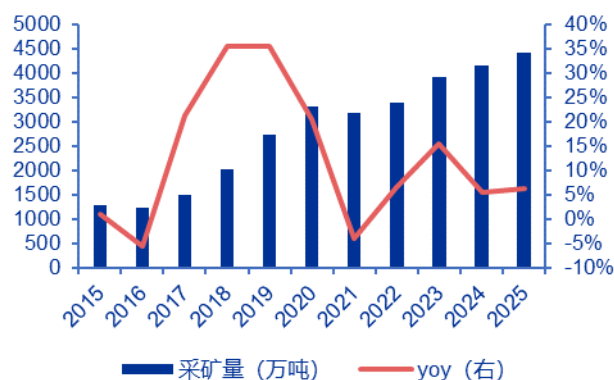
目前公司在建项目在 30 个以上，项目平均金额约 2 亿元。

图 16: 公司矿服掘进量 (万方)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17: 公司矿服采矿量 (万吨)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

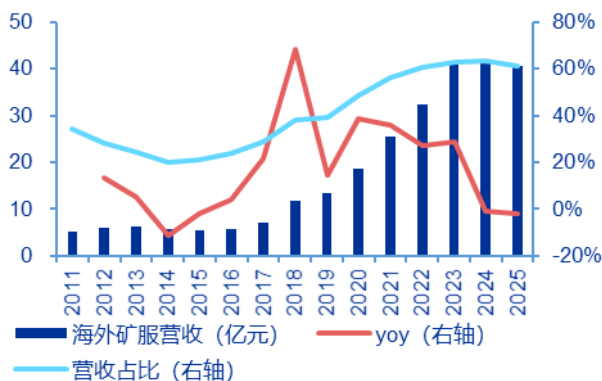
表 6: 公司矿服业务在建项目数量及总金额

业务地区	2025			2024			2023		
	项目数量 (个)	总金额 (亿元)	平均金额 (亿元/个)	项目数量 (个)	总金额 (亿元)	平均金额 (亿元/个)	项目数量 (个)	总金额 (亿元)	平均金额 (亿元/个)
境内	19	23.8	1.3	21	24.2	1.2	23.0	24.5	1.1
境外	15	40.5	2.7	14	41.3	2.9	16.0	41.6	2.6
合计	34	64.3	1.9	35	65.4	1.9	39.0	66.1	1.7

资料来源：公司公告，申万宏源研究

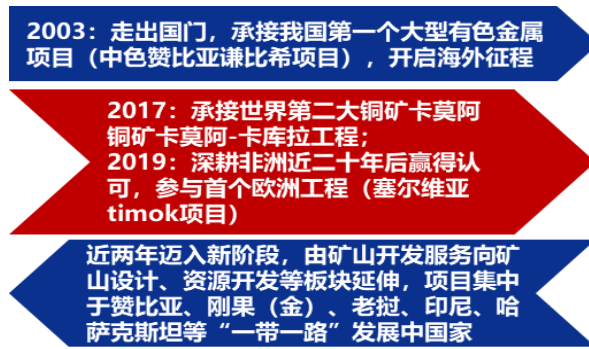
**公司积极开拓海外市场，营收占比超过 60%。**作为国内较早“走出去”的矿山开发服务商之一，公司积累了近二十年的海外运营经验，逐步探索并实现了可复制的“管理及技术输出+本土化运营”的海外运营商业模式，在项目安全、质量、进度等方面逐步得到海外客户及所在国监管部门的认可，境外客户群从单一中资背景扩展到纯外资业主，所服务矿山从所在国知名矿山提升至世界知名矿山。2017 年公司承接紫金矿业 kamoa 铜矿工程后海外营收占比快速上升，2015-2025 年海外矿服营收占比由 21%提升至 61%，2025 年海外矿服营收 40.5 亿元，同比基本持平。

图 18: 海外矿服营收



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 19: 海外合作三步走



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

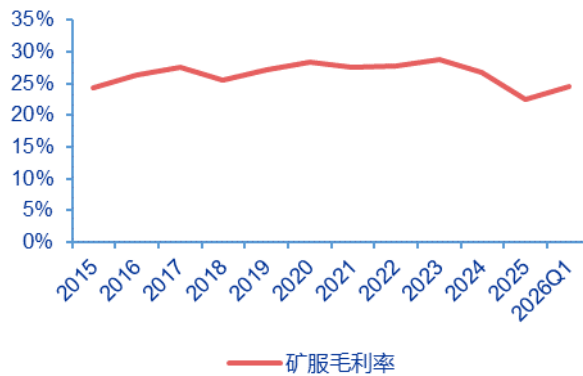
**25年矿服毛利有所下滑, 预计将迎来拐点。**2025年矿服毛利15.1亿元, 毛利率22.9%, 同比有所下滑, 主要系 Lubambe 转内部管理单位后不计入矿服收入、卡莫阿-卡库拉矿震影响下相关作业区域阶段性停工、部分新开发项目处于爬坡阶段, 工程量及利润正处于逐步提升过程; 26Q1 公司矿服毛利 3.8 亿元 (yoy+10%, qoq+19%), 同环比开始转正, 目前卡莫阿-卡库拉铜矿月平均采矿工作量约为矿震前的 70%, 博茨瓦纳 Khoemacau 铜矿项目逐渐放量等, 公司矿服业务有望迎来拐点。

图 20: 矿服毛利



资料来源: 申万宏源研究

图 21: 矿服毛利率



资料来源: 申万宏源研究

表 7: 公司重要矿服合同 (截至 2025 年底)

合同标的	合同总金额 (亿美元)	合计已履行金额 (亿美元)	2025 年履行金额 (亿美元)	待履行金额 (亿美元)
卡莫阿-卡库拉铜矿地下进路式采矿工程	9.9	2.7	1.2	7.2
科马考铜矿第五矿区地下采矿业务	8.1	0.6	0.6	7.5

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 4. 盈利预测与估值

### 关键假设及盈利预测：

#### 1) 矿服业务：

预计 26/27/28 年营业收入 75.6/89.1/105.1 亿元，毛利率为 25.4%/25.4%/25.4%，主要系伴随卡莫阿-卡库拉铜矿采矿工作量逐步恢复，以及博茨瓦纳 Khoemacau 铜矿项目逐渐放量等，公司矿服业务有望恢复增长。

#### 2) 资源业务：

销量：1) 铜：预计 26/27/28 年销量为 9.9/10.4/12.1 万吨，主要系 Lubambe 铜矿技改放量；2) 磷矿石：预计 26/27/28 年销量均为 35 万吨，保持稳定。

价格（不含税）：1) 铜：预计 26/27/28 年价格为 8.2/8.4/8.6 万元/吨，主要系近年来矿端紧缺凸显，预计铜价趋势性上行；2) 磷矿石：预计 26/27/28 年价格均为 780 元/吨。

毛利率：1) 铜：预计 26/27/28 年毛利率为 58.3%/60.5%/61.5%，主要系产品价格上行，以及 Lubambe 铜矿技改爬坡后成本优化；2) 磷矿石：预计 26/27/28 年毛利率均为 19.2%。

#### 合计：

预计 26/27/28 年公司归母净利润为 32.4/38.6/45.9 亿元。

表 8：盈利预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>矿服业务</b>						
营业收入 (亿元)	64.7	64.2	64.3	75.6	89.1	105.1
毛利率	28.8%	26.7%	22.5%	25.4%	25.4%	25.4%
<b>资源业务</b>						
销量						
铜 (万吨)	1.0	4.9	9.3	9.9	10.4	12.1
磷 (万吨)	16.0	35.7	35.7	35.0	35.0	35.0
价格 (不含税)						
铜 (万元/吨)	5.0	6.1	6.8	8.2	8.4	8.6
磷 (元/吨)	748	821	787	780	780	780
毛利率						
铜	31.1%	46.3%	46.1%	58.3%	60.5%	61.5%
磷	59.9%	23.3%	19.9%	19.2%	19.2%	19.2%
<b>合计</b>						
营业收入 (亿元)	74.0	99.4	138.9	164.9	185.7	219.4
毛利率	30.4%	31.5%	33.8%	41.2%	41.6%	42.1%
净利润 (亿元)	10.3	15.8	23.4	32.4	38.6	45.9

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 估值：

公司主营业务为铜矿资源开发，以及矿山建设及采矿运营，故选取主营业务为铜矿且兼具成长性的铜陵有色、西部矿业，以及主营业务为矿山开采的广东宏大作为可比公司。

公司在地下矿山开发服务领域处于领先地位，26 年矿服业务有望迎来业绩拐点；铜矿资源开发上，公司同时推进多个在建工程（L 矿扩建、Lubambe 铜矿技改、哥伦比亚金铜矿建设），矿铜产量成长性，且哥伦比亚金铜矿近期环评已获批，扩产确定性增强。维持原盈利预测，预计公司 26/27/28 年公司归母净利润为 32.4/38.6/45.9 亿元，对应 PE 分别为 14/12/10 倍，低于可比公司均值，故维持增持评级。

表 9：可比公司估值

代码	名称	股价 (元/股)	市值	归母净利润 (亿元)			PE			PB
		2026/5/27	(亿元)	26E	27E	28E	26E	27E	28E	(LF)
002683.SZ	广东宏大	33.83	257	13.1	15.1	17.4	20	17	15	4.0
000630.SZ	铜陵有色	6.46	866	57.4	86.1	92.6	15	10	9	2.4
601168.SH	西部矿业	32.19	767	51.2	59.1	64.9	15	13	12	4.0
均值							17	13	12	1.9
603979.SH	金诚信	72.93	455	32.4	38.6	45.9	14	12	10	4.1

资料来源：wind，申万宏源研究（可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期）

## 5. 风险提示

**铜价下跌：**铜兼备金融属性及商品属性，若全球宏观经济波动较大或其他因素导致铜价下跌，将对公司业绩造成不利影响。

**项目建设进度不及预期：**公司有多个在建项目并行，如遇特殊情况导致项目建设进度不及预期，导致矿铜产量增长不及预期，将对公司业绩造成不利影响。

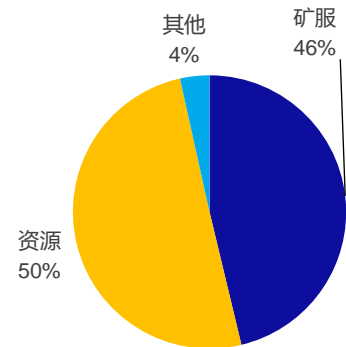
**地下矿山开发服务安全风险：**公司服务对象为大中型非煤类地下固体矿山，因地下作业工程及水文地质条件复杂，存在冒顶、透水等自然灾害风险，此外可能出现设备故障、爆破事故等突发风险，如发生此类事件发生将对公司业绩来不利影响。

## 财务摘要

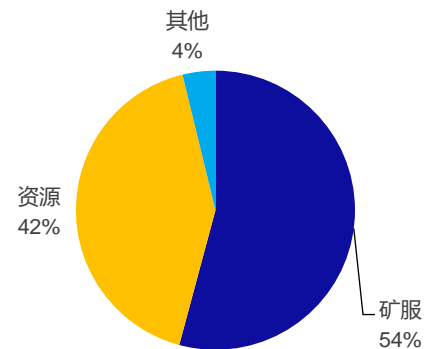
### 合并损益表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	9,942	13,894	16,486	18,573	21,937
营业收入	9,942	13,894	16,486	18,573	21,937
矿服	6,422	6,426	7,561	8,907	10,507
资源	3,209	6,986	8,347	8,972	10,597
其他	311	482	579	695	834
营业总成本	7,881	10,654	11,246	12,575	14,752
营业成本	6,809	9,195	9,687	10,852	12,704
矿服	4,706	4,982	5,637	6,644	7,840
资源	1,853	3,864	3,587	3,653	4,197
其他	250	349	463	556	667
税金及附加	243	431	495	557	658
销售费用	30	30	49	56	66
管理费用	500	527	659	743	877
研发费用	100	142	165	186	219
财务费用	199	329	191	181	228
其他收益	18	15	0	0	0
投资收益	-72	-46	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-48	211	0	0	0
信用减值损失	54	-89	0	0	0
资产减值损失	-28	-122	0	0	0
资产处置收益	7	6	0	0	0
营业利润	1,993	3,214	5,240	5,998	7,185
营业外收支	-3	-3	-33	-6	15
利润总额	1,989	3,212	5,207	5,992	7,200
所得税	419	950	1,562	1,798	2,160
净利润	1,571	2,262	3,645	4,195	5,040
少数股东损益	-13	-77	401	336	454
归母净利润	1,584	2,339	3,244	3,859	4,586

### 收入结构



### 成本结构



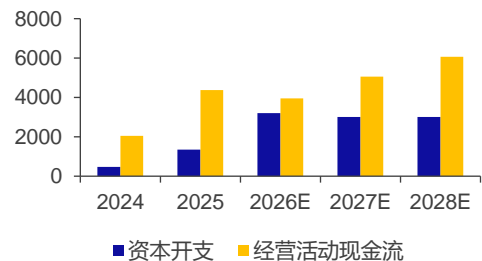
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,571	2,262	3,645	4,195	5,040
加：折旧摊销减值	931	1,414	645	885	1,125
财务费用	196	259	191	181	228
非经营损失	141	-140	0	0	0
营运资本变动	-839	490	-527	-202	-331
其它	54	91	0	0	0
经营活动现金流	2,053	4,377	3,954	5,059	6,062
资本开支	477	1,346	3,200	3,000	3,000
其它投资现金流	-249	-696	-599	-599	-599
投资活动现金流	-726	-2,043	-3,799	-3,599	-3,599
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	-239	2,261	-702	200	200
支付股利、利息	287	471	603	765	923
其它融资现金流	9	-3	-245	0	0
融资活动现金流	-517	1,787	-1,550	-565	-723
净现金流	797	4,131	-1,395	895	1,741

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 资本开支与经营活动现金流



**合并资产负债表**

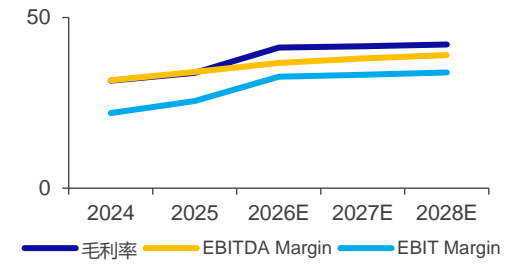
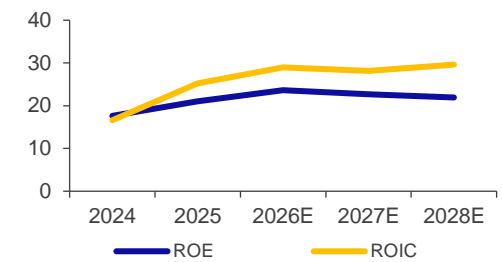
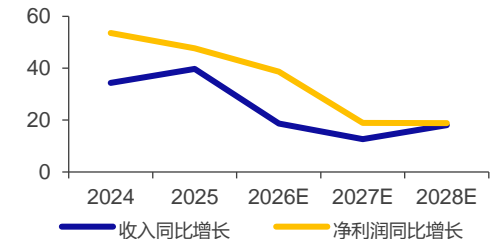
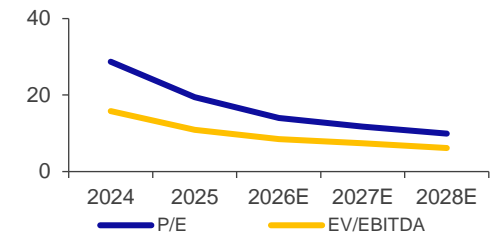
百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	8,065	13,059	13,252	15,396	18,779
现金及等价物	2,618	7,381	6,585	8,079	10,418
应收款项	2,886	2,932	3,783	4,201	4,873
存货净额	1,586	1,800	1,937	2,170	2,541
合同资产	630	434	434	434	434
其他流动资产	346	512	512	512	512
长期投资	543	656	656	656	656
固定资产	6,098	6,317	8,872	10,987	12,861
无形资产及其他资产	2,275	2,197	2,197	2,197	2,197
资产总计	16,981	22,228	24,976	29,235	34,493
流动负债	5,801	6,470	6,030	6,479	7,191
短期借款	2,052	1,702	800	800	800
应付款项	2,737	3,263	3,726	4,174	4,886
其它流动负债	1,012	1,505	1,505	1,505	1,505
非流动负债	2,122	4,607	4,807	5,007	5,207
负债合计	7,922	11,077	10,837	11,485	12,397
股本	624	624	624	624	624
其他权益工具	117	188	0	0	0
资本公积	2,195	2,183	2,183	2,183	2,183
其他综合收益	263	293	293	293	293
盈余公积	261	364	508	678	881
未分配利润	5,477	7,432	10,120	13,225	16,914
少数股东权益	74	10	411	747	1,200
股东权益	9,058	11,151	14,139	17,750	22,095
负债和股东权益合计	16,981	22,228	24,976	29,235	34,493

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**重要财务指标**

报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	2.54	3.75	5.20	6.19	7.35
每股经营现金流	3.29	7.02	6.34	8.11	9.72
每股红利	0.00	0.00	0.66	0.94	1.11
每股净资产	14.40	17.86	22.01	27.26	33.50
关键运营指标(%)					
ROIC	16.6	25.2	29.0	28.2	29.6
ROE	17.6	21.0	23.6	22.7	22.0
毛利率	31.5	33.8	41.2	41.6	42.1
EBITDA Margin	31.6	34.1	36.7	38.0	39.0
EBIT Margin	22.0	25.5	32.7	33.2	33.9
营业总收入同比增长	34.4	39.7	18.7	12.7	18.1
归母净利润同比增长	53.6	47.7	38.7	19.0	18.8
资产负债率	46.7	49.8	43.4	39.3	35.9
净资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
有效税率	20.3	29.1	30.0	30.0	30.0
股息率	0.0	0.0	0.9	1.2	1.5
估值指标(倍)					
P/E	28.7	19.5	14.0	11.8	9.9
P/B	5.1	4.1	3.3	2.7	2.2
EV/Sale	5.0	3.7	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	15.8	10.9	8.5	7.4	6.2
股本	624	624	624	624	624

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**经营利润率(%)**

**投资回报率趋势(%)**

**收入与利润增长趋势(%)**

**相对估值(倍)**


## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。