

金诚信（603979.SH）

2026 年 09 月 16 日

资源业务贡献核心增长，Alacran 环评获批开发提速

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

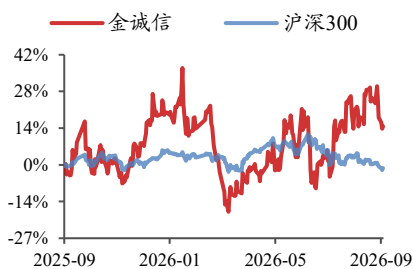
孙二春（分析师）

sunerchun@kysec.cn

证书编号：S0790525060001

日期	2026/9/16
当前股价(元)	72.90
一年最高最低(元)	89.77/52.20
总市值(亿元)	454.74
流通市值(亿元)	454.74
总股本(亿股)	6.24
流通股本(亿股)	6.24
近 3 个月换手率(%)	104.56

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

● 公司营收达历史同期新高，矿山资源开发业务贡献主要增量

2026 年上半年，公司实现营收 76.4 亿元，较 2025 年同期增长约 21.0%；其中矿山资源开发业务营收为 41.3 亿元，同比增长 41.7%，矿服业务营收为 34.2 亿元，同比增长 3.0%。同期，公司实现归母净利润 16.1 亿元，同比增长 45.3%；实现归母扣非净利润 16.1 亿元，同比增长 48.0%。我们将公司 2026-2027 年归母净利润预测分别上调 26.7%/11.7%至 33.5/37.8 亿元，并新增 2028 年归母净利润预测 44.5 亿元；对应 EPS 分别为 5.37/6.06/7.14 元，当前股价对应 PE 分别为 13.6/12.0/10.2 倍。维持“买入”评级。

● 矿山资源开发业务持续扩张，中期矿产铜增量有待释放

公司中期矿产铜(当量)产能约为 18.9 万吨，较 2025 年铜产量翻倍。其中，Lonshi 铜矿是公司铜增量的核心。2023 年投产的 Lonshi 西区设计产能为 4 万吨铜，而当在建的 Lonshi 东区项目建成后，Lonshi 东西两区铜年产能将升至 10 万吨。Lubambe 技改项目将优化矿山运营，矿山有望达到设计选矿产能 250 万吨/年，产能最高可达 3.9 万吨。哥伦比亚 Alacran 项目环评已获批，中期将为公司带来 4.0 万吨铜当量产能（其中铜产能为 2.6 万吨，金为 1.2 吨，银为 11.9 吨）。

● Alacran 项目环评获批，项目开发加速推进

2026 年 3 月，公司为加快推进并主导 Alacran 项目开发，通过旗下子公司收购 Cordoba 矿业所持 CMH 公司 50%股权。交易完成后，公司持有 CMH 公司 97.5% 股权并取得最终控制权。2026 年 5 月，CMH 公司旗下 Alacran 项目环境影响评估（EIA）获哥伦比亚政府正式批准。目前，公司已启动项目建设筹备工作，包括相关工程招标、征地，以及港口和物流公司的初选等。

● **风险提示：**项目进展不如预期风险；海外政策及法律法规变动风险，铜价及原材料价格波动风险

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9,942	13,894	16,558	18,229	20,175
YOY(%)	34.4	39.7	19.2	10.1	10.7
归母净利润(百万元)	1,584	2,339	3,347	3,777	4,453
YOY(%)	53.6	47.7	43.1	12.9	17.9
毛利率(%)	31.5	33.8	39.5	40.6	42.3
净利率(%)	15.9	16.8	20.2	20.7	22.1
ROE(%)	17.3	20.3	24.2	22.0	20.8
EPS(摊薄/元)	2.54	3.75	5.37	6.06	7.14
P/E(倍)	28.7	19.4	13.6	12.0	10.2
P/B(倍)	5.1	4.2	3.3	2.6	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 核心亮点：资源业务持续扩张，中期矿产铜增量有待释放.....	3
1.1、 矿山资源开发持续扩张，中期矿产铜增量有待释放.....	3
1.2、 Alacran 项目环评获批，项目开发加速推进.....	3
1.3、 Lonshi 东区扩建进行中，贡献公司未来重要铜增量.....	5
2、 运营及财务表现：资源业务贡献增长，矿服业务相对稳定.....	6
3、 盈利预测与投资建议.....	10
4、 风险提示.....	11
附：财务预测摘要.....	12

图表目录

图 1： 公司通过维理达资源公司持有 Alacran 铜金银矿 97.5%股权.....	4
图 2： Alacran 矿山为 San Matias 项目的主力矿山.....	5
图 3： 2026H1 公司矿产铜产量为 4.7 万吨，同比增加 19.1%.....	6
图 4： 2026H1 公司磷矿石产量为 15.7 万吨，同比下滑 10.0%.....	6
图 5： 2026H1 公司实现收入 76.4 亿元，同比增加 21.0%.....	7
图 6： 2026H1 公司实现归母净利润 16.1 亿元，同比增加 45.3%.....	7
图 7： 矿山资源开发业务贡献了公司 2023 年以来的主要收入增量（单位：亿元）.....	7
图 8： 矿山资源开发业务对公司毛利贡献于 2025 年超越公司传统的矿山服务业务（单位：%）.....	7
图 9： 2026H1 井下采供矿量为 2094.73 万吨，同比微涨 0.5%.....	8
图 10： 2026H1 井下掘进总量为 201.3 万立方米，同比提升 7.2%.....	8
图 11： 2023-2025 年间，公司矿服业务收入趋于稳定（单位：亿元）.....	8
图 12： 2026H1，公司矿服业务实现收入 34.2 亿元，同比上涨 3.0%；实现毛利 9.0 亿元，同比上涨 17.6%.....	8
图 13： 公司管理费用率由 2020 年的 7.5%下降至 2026H1 的 3.6%.....	9
图 14： 管理费用率优化带动综合费用率由 2020 年的 12.2%下降至 2026H1 的 7.8%.....	9
图 15： 2026 年年中公司资产负债率为 46%.....	9
图 16： 公司于 2025 年 10 月发行了 20 亿元可转换债券，2026 年中，公司有息负债约为 54.4 亿元.....	9
图 17： 2026H1 公司现金流变动净额为-9.5 亿元，同比转负（单位：亿元）.....	10
图 18： 2026H1 资本开支同比提升 202.8%至 9.4 亿元.....	10
表 1： 公司多个项目正在推进中，中期矿产铜（当量）产能将达 18.9 万吨/年，约为 2025 年铜产量的两倍.....	3
表 2： 根据 Alacran 项目可行性研究，项目设计产能为铜 2.6 万吨，金 1.2 吨，银 11.9 吨.....	4
表 3： 根据可行性研究报告，San Matias 项目保有矿石资源量 1.3 亿吨，其中含有铜 47.4 万吨，金 31.9 吨，银 297.8 吨.....	5
表 4： 东区达产后，东区和西区合计年产约 10 万吨铜金属量.....	6
表 5： 截至 2025 年 12 月末，Lonshi 铜矿（东区+西区）保有矿石资源量 5526 万吨，平均品位 3.04%.....	6
表 6： 公司盈利预测与拆分（单位：亿元）.....	11

1、核心亮点：资源业务持续扩张，中期矿产铜增量有待释放

1.1、矿山资源开发持续扩张，中期矿产铜增量有待释放

公司中期矿产铜（当量）产能将达 18.9 万吨/年，约为 2025 年铜产量的两倍。经梳理，公司未来矿产铜产能如下：刚果（金）Dikulushi 铜矿为在产铜矿，产能约为 1.0 万吨；刚果（金）Lonshi 铜矿西区已于 2023 年投产，产能约 4 万吨，在建项目为 Lonshi 铜矿东区采选项目，建成后，东区和西区年产能可为 10 万吨，较目前产能增加约 6 万吨。赞比亚 Lubambe 铜矿矿山设计处理规模为 250 万吨/年，但由于多种原因，矿山出矿量仅为 150 万吨左右，公司正在对矿山进行技改，技改完成后，矿山产能将能达到设计产能。根据矿山可研报告，产能最高可达 3.9 万吨。哥伦比亚 Alacran 铜金银矿的环境影响评估报告于 2026 年 5 月取得政府批准，公司正按计划推进项目建设筹备工作。根据可行性研究报告，项目设计铜年产能约为 2.6 万吨铜，此外，矿山每年还可产出约 1.2 吨黄金以及 11.9 吨白银。

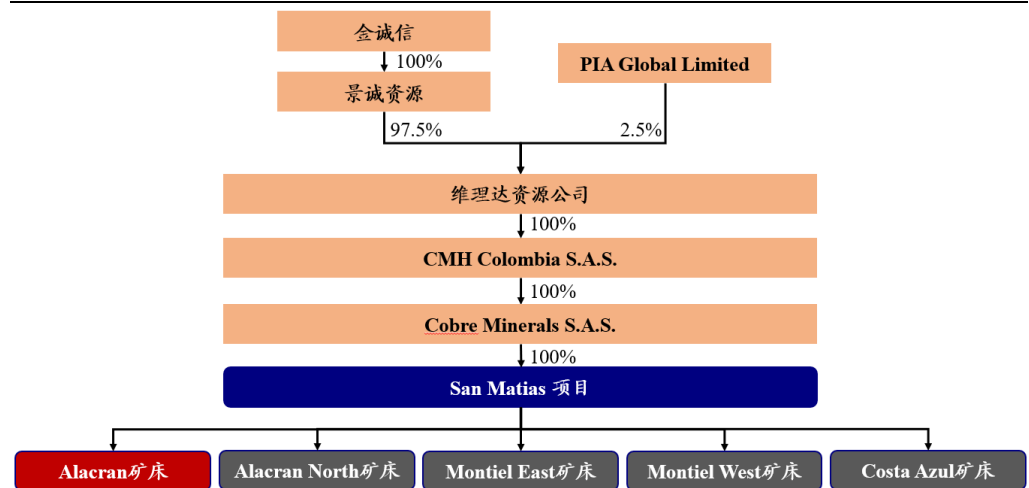
表1：公司多个项目正在推进中，中期矿产铜（当量）产能将达 18.9 万吨/年，约为 2025 年铜产量的两倍

	2025 年铜产量	铜（当量）产能展望
刚果（金）Dikulushi 铜矿	-	1.0 万吨
刚果（金）Lonshi 铜矿	-	10.0 万吨
赞比亚 Lubambe 铜矿	-	3.9 万吨
哥伦比亚 Alacran 铜金银矿	-	4.0 万吨 (其中铜 2.6 万吨，金 1.2 吨，银 11.9 吨)
公司铜产量（当量）	9.1 万吨	18.9 万吨

数据来源：公司公告、Alacran 铜金银矿可行性研究、开源证券研究所（注：公司未披露 2025 年各铜矿具体铜产量；Alacran 矿黄金与白银产量按金价 1000 元/克、银价 15 元/克、铜价 94500 元/吨折算为铜当量）

1.2、Alacran 项目环评获批，项目开发加速推进

追加收购股权，加速推进 Alacran 项目。为了加快推进并主导 Alacran 项目的开发进展，公司于 2026 年 3 月，通过旗下控股子公司维理达资源公司以 1.28 亿美元的现金对价，收购了 Cordoba 矿业所持有的 CMH 公司 50% 的股权。收购完成后，维理达资源公司持有 CMH 公司的股份由原来的 50% 提升至 100%。公司则通过维理达资源公司间接持有 CMH 公司 97.5% 的股权并享有对其的最终控制权。而剩余的 2.5% 股权由 PIA Global Limited 通过维理达资源公司间接持有。2026 年 5 月，Alacran 项目的环境影响评估（EIA）获得哥伦比亚政府的正式批准。目前公司已经启动了项目建设的筹备工作，包括相关工程招标、征地，以及港口和物流公司的初选等。

图1：公司通过维理达资源公司持有 Alacran 铜金银矿 97.5%股权


资料来源：公司公告、开源证券研究所

Alacran 项目设计产能约为 2.6 万吨铜，1.2 吨黄金，11.9 吨银。根据 Alacran 项目的可行性研究，矿山将以露天方式开采。选矿环节将采用双厂模式，其中磨浮厂主要处理原生矿和混合矿，选矿能力为 642 万吨/年，最终产品为铜精矿和金银精矿；重选厂则负责处理地表氧化矿和老尾矿，处理能力为 88 万吨/年，最终产品为金银精矿。预计金属量年产能约为 2.6 万吨铜，1.2 吨黄金，11.9 吨银。

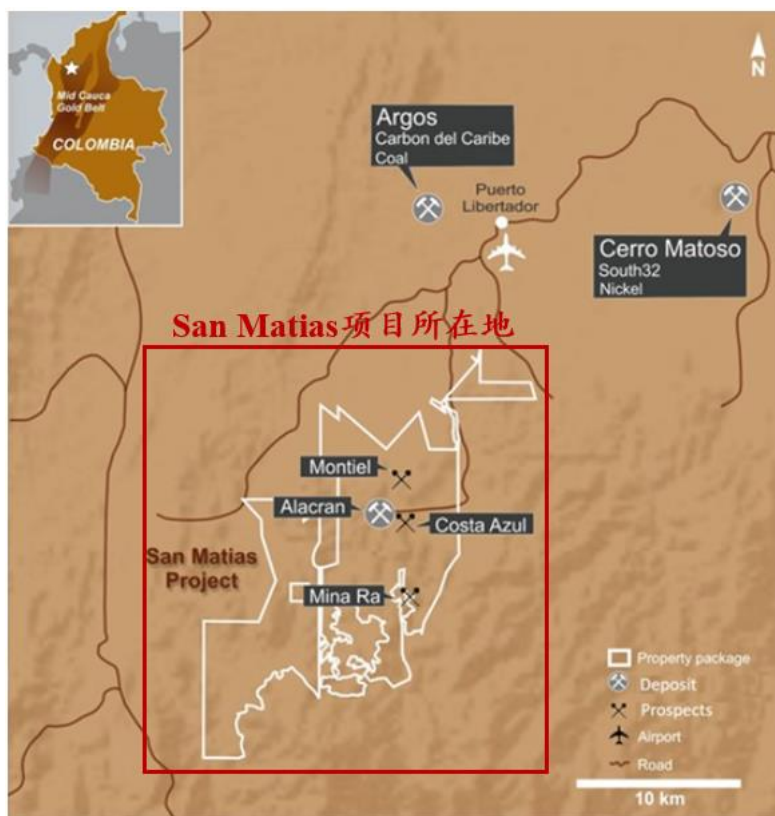
表2：根据 Alacran 项目可行性研究，项目设计产能为铜 2.6 万吨，金 1.2 吨，银 11.9 吨

Alacran 项目设计产能	
选矿量-磨浮厂 (万吨)	642
平均入选品位-铜 (%)	0.45%
回收率-铜 (%)	90%
铜产量 (万吨)	2.6
选矿量-磨浮厂&重选厂 (万吨)	730
平均入选品位-金 (g/t)	0.22
回收率-金 (%)	74%
金产量 (吨)	1.2
平均入选品位-银 (g/t)	2.63
回收率-银 (%)	62%
银产量 (吨)	11.9

数据来源：Alacran 铜金银矿可行性研究、开源证券研究所

Alacran 矿山所属 San Matias 项目铜、金、银资源量丰富，具备进一步勘探潜力。San Matias 铜金银矿项目位于哥伦比亚解放者港市，位于哥伦比亚首都波哥大西北约 390 公里，哥伦比亚麦德林市以北 160 公里处。项目除了 Alacran 矿外，还包括 Costa Azul、Montiel East、Montiel West 以及 Alacran North 等卫星矿床。目前勘探程度较主矿低，仍有较大的找矿空间。未来 Alacran 矿山投产后，有望通过进一步的勘探实现资源增厚以及延长矿山寿命。根据可行性研究报告，San Matias 项目保有矿石资源量 1.3 亿吨，其中含有铜 47.4 万吨，金 31.9 吨，银 297.8 吨。

图2: Alacran 矿山为 San Matias 项目的主力矿山



资料来源: Cordoba 矿业官网、开源证券研究所

表3: 根据可行性研究报告, San Matias 项目保有矿石资源量 1.3 亿吨, 其中含有铜 47.4 万吨, 金 31.9 吨, 银 297.8 吨

	资源量 (百万吨)	铜 (万吨)	铜品位 (%)	金 (吨)	金品位 (克/吨)	银 (吨)	银品位 (克/吨)
Alacran	98.3	41.2	0.42%	23.3	0.24	266.3	2.71
Costa Azul	10.4	2.4	0.23%	1.8	0.18	6.5	0.62
Montiel East	9.3	2.9	0.31%	2.1	0.23	10.5	1.13
Montiel West	10.5	0.9	0.09%	3.8	0.36	12.0	1.14
尾矿	2.8	0	0	0.8	0.28	2.4	0.88
San Matias 项目总计 1.3		47.4	0.36%	31.9	0.24	297.8	2.27

数据来源: Alacran 铜金银矿可行性研究报告、开源证券研究所

1.3、Lonshi 东区扩建进行中, 贡献公司未来重要铜增量

东区扩建完成后, Lonshi 铜产能将由 4 万吨提升至 10 万吨。2025 年下半年, Lonshi 铜矿东区采选工程开工建设, 根据可行性研究设计, Lonshi 东区将采用地下开采方式, 最大采矿规模达 350 万吨/年。为了平衡东区和西区服务年限, 在东区投产, 西区会逐渐减产, 东西区合计最大出矿量将为 450 万吨/年。达产后, Lonshi 铜金属年产能将由 4 万吨提升至 10 万吨。

表4: 东区达产后, 东区和西区合计年产约 10 万吨铜金属量

	西区	东区+西区
矿石量 (万吨)	170	450
假设回收率 (%)	90%	90%
隐含入选品位 (%)	2.61%	2.47%
铜产能 (万吨)	4	10

数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 入选品位由假设回收率推算得出, 实际回收率及品位以公司披露为准)

Lonshi 铜矿资源禀赋优异。截至 2025 年 12 月末, Lonshi 铜矿 (东区+西区) 保有矿石资源量 5526 万吨, 平均品位 3.04%, 保有矿石储量 2992 万吨, 平均品位 3.42%。Lonshi 铜矿周边另有矿权面积超 900 平方公里, 属于中非铜矿带东段, 目前仅开展了地质物探、化探以及少量的钻探工程, 地质勘查工作程度较浅。后续具备进一步勘探并进行资源转化的空间。

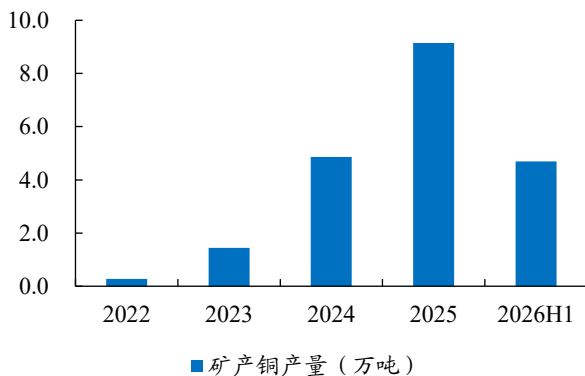
表5: 截至 2025 年 12 月末, Lonshi 铜矿 (东区+西区) 保有矿石资源量 5526 万吨, 平均品位 3.04%

	资源量		储量	
	矿石量 (万吨)	铜品位 (%)	矿石量 (万吨)	铜品位 (%)
Lonshi 铜矿 (西区+东区)	5526	3.04%	2992	3.42%

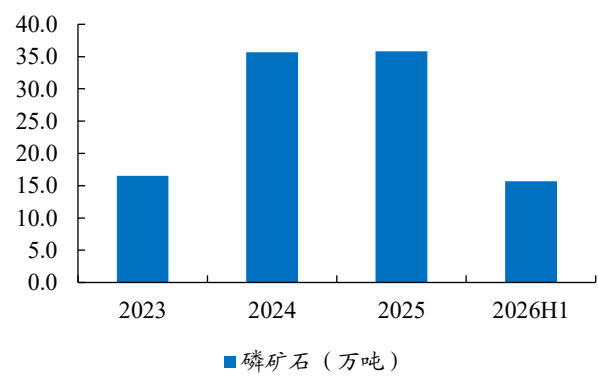
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、运营及财务表现: 资源业务贡献增长, 矿服业务相对稳定

自有资源放量, 矿产铜产量稳步增长。公司旗下的 Dikulushi、Lonshi 铜矿分别于 2022 年与 2023 年开始投产。公司于 2024 年完成对 Lubambe 铜矿的收购。公司的自有矿产铜产量实现跃升, 由 2022 年的 2800 吨, 升至 2025 年的 9.1 万吨。2026H1, 公司矿产铜产量为 4.7 万吨, 同比增长 19.1%。磷板块, 公司旗下贵州两岔河磷矿南部采区于 2023 年投产, 设计产能为 30 万吨/年, 2024、2025 年分别实现磷矿石产量 35.7 及 35.8 万吨。2026H1, 公司磷矿石产量为 15.7 万吨, 实现全年生产计划 30 万吨的 52.3%。

图3: 2026H1 公司矿产铜产量为 4.7 万吨, 同比增加 19.1%


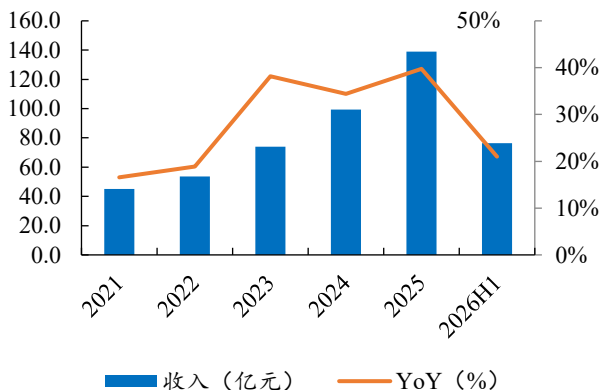
数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 数据为铜金属当量, 含铜精矿含铜及阴极铜)

图4: 2026H1 公司磷矿石产量为 15.7 万吨, 同比下滑 10.0%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

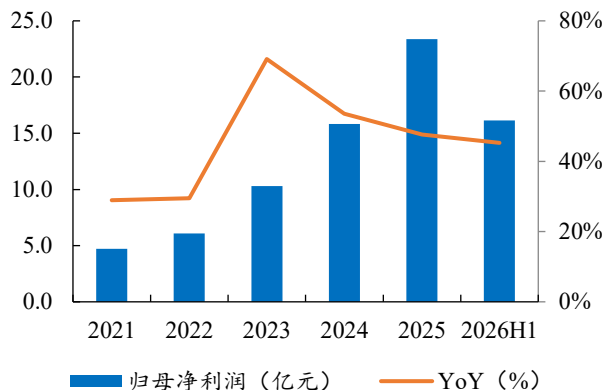
收入稳步增长，推动归母净利润逐年攀升。公司近年来业绩稳步提升，收入由2021年45.0亿元增长至2025年138.9亿元，CAGR为14.1%。收入的增长推动公司归母净利润逐年攀升，由2021年4.7亿元提升至2025年23.4亿元，CAGR为36.1%。2026H1，公司实现收入76.4亿元，同比增长21.0%；实现归母净利润16.1亿元，同比增长45.3%。

图5：2026H1 公司实现收入 76.4 亿元，同比增加 21.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

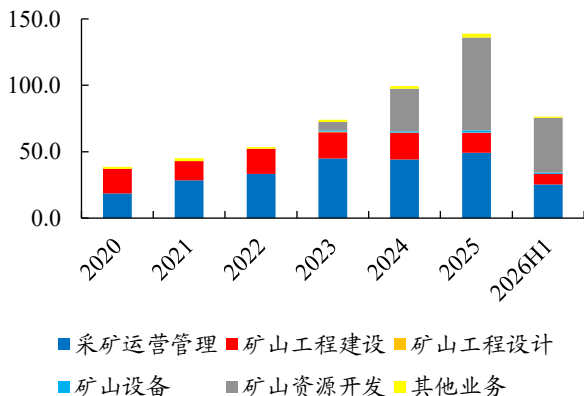
图6：2026H1 公司实现归母净利润 16.1 亿元，同比增加 45.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

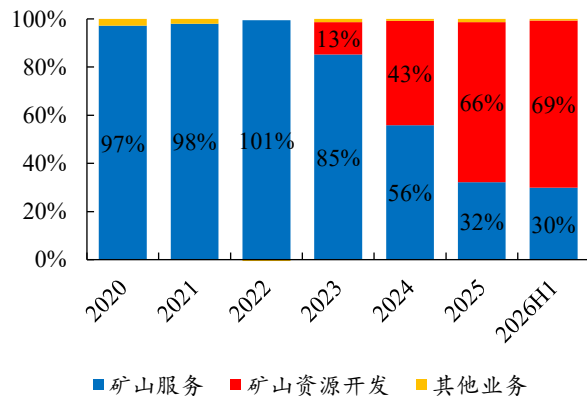
矿山资源开发业务成为公司收入和毛利增长的主要来源。2023-2025 年，公司传统矿山服务业务收入基本稳定在 60 亿元左右；同期，矿山资源开发业务收入由 6.3 亿元增至 69.9 亿元，年复合增长率达 234.1%，成为公司收入增长的主要驱动力。毛利方面，2025 年矿山资源开发业务实现毛利 31.2 亿元，同比增长 130.2%，毛利贡献占比首次超过传统矿山服务业务，达到 66%。2026H1，公司矿山资源开发业务实现收入 41.3 亿元，同比增长 41.7%；实现毛利 21.0 亿元，同比增长 51.3%，毛利贡献占比进一步提升至 69%。

图7：矿山资源开发业务贡献了公司 2023 年以来的主要收入增量（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

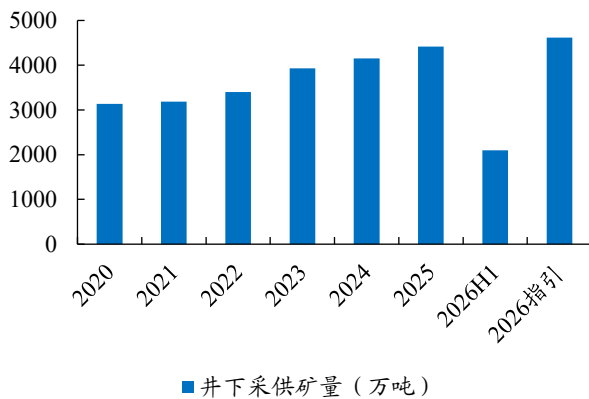
图8：矿山资源开发业务对公司毛利贡献于 2025 年超越公司传统的矿山服务业务（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

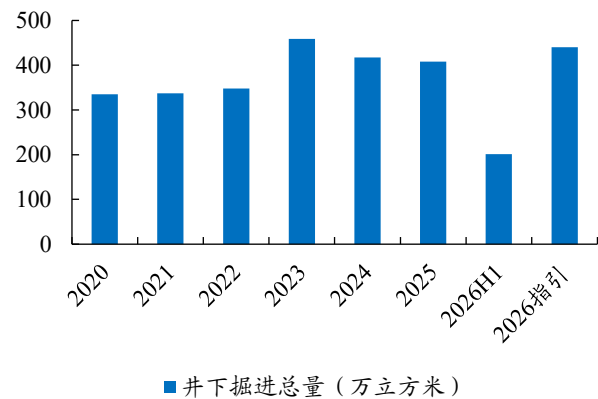
2026H1 矿服工作量实现同比提升。2026H1 井下采供矿量为 2094.7 万吨，同比微涨 0.5%，完成年度计划约 45.4%；井下掘进总量为 201.3 万立方米，同比提升 7.2%，完成年度计划约 45.7%。从年度数据上看，采供矿量呈现逐年稳步增长趋势，2020 年至 2025 年，年复合增长率为 7.1%。井下掘进总量整体趋势向上，2020-2025 年复合增长率为 4.0%。

图9：2026H1 井下采供矿量为 2094.73 万吨，同比微涨 0.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

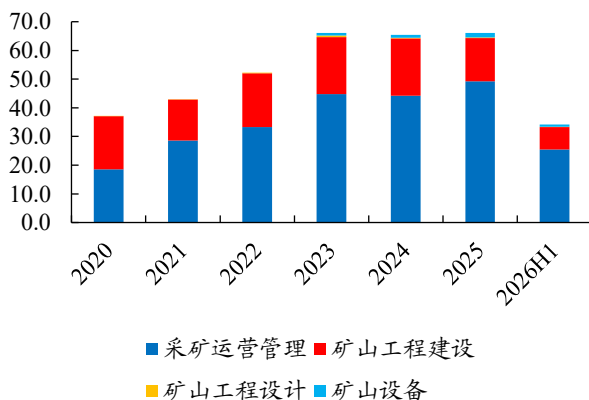
图10：2026H1 井下掘进总量为 201.3 万立方米，同比提升 7.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

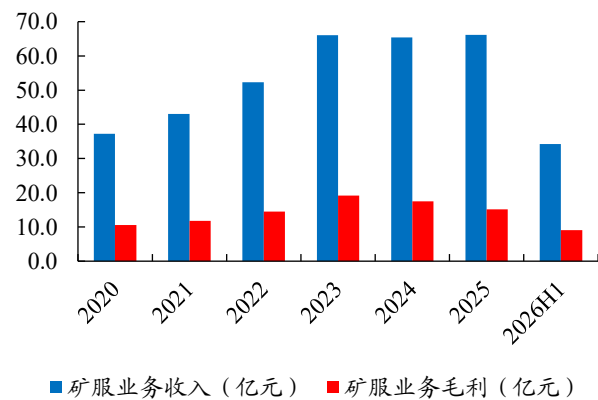
公司 2026H1 矿服业务实现营收 34.2 亿元，同比上升 3.0%。2020-2023 年公司矿山服务业务营收逐年上升，由 2020 年 37.2 亿元提升至 2023 年的 66.1 亿元，期间 CAGR 为 21.1%，随后 2023-2025 年间保持相对稳定。然而由于成本的抬升，公司矿服业务毛利承压，由 2023 年的 19.1 亿元，下滑至 2025 年的 15.1 亿元。2026H1，公司矿服业务实现收入 34.2 亿元，同比上升 3.0%，而同期成本同比略微下滑约 1.4%，使得 2026H1 矿服业务实现毛利 9.0 亿元，同比上涨 17.6%。

图11：2023-2025 年间，公司矿服业务收入趋于稳定（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

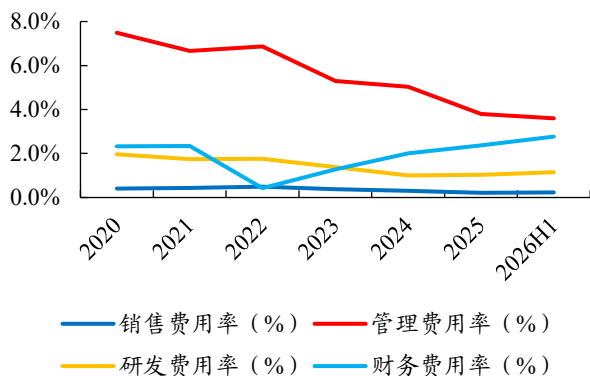
图12：2026H1，公司矿服业务实现收入 34.2 亿元，同比上升 3.0%；实现毛利 9.0 亿元，同比上涨 17.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

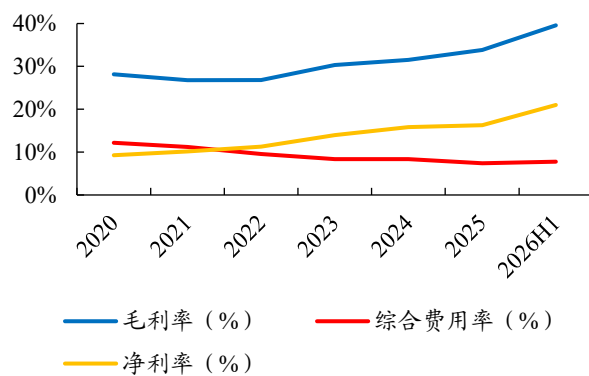
管理费用率持续下降，规模效应逐步显现。2020-2025 年，公司管理费用率由 7.5% 降至 3.8%，累计下降 3.7 个百分点，主要由于收入增速显著高于管理费用增速。同期，公司管理费用由 2.9 亿元增至 5.3 亿元，增长 82.2%，而营业收入由 38.6 亿元增至 138.9 亿元，增长 259.6%。此外，2025 年公司销售费用率和研发费用率较 2020 年分别下降 0.2 个百分点和 0.9 个百分点。财务费用率自 2022 年起有所回升，主要由于矿山资源项目陆续投产后，相关项目借款利息不再资本化，而是计入当期财务费用。2026H1，公司管理费用率为 3.6%，同比下降 0.2 个百分点；销售费用率为 0.2%，持平；研发费用率为 1.1%，同比上升 0.1 个百分点；财务费用率为 2.8%，同比上升 0.1 个百分点。

图13：公司管理费用率由 2020 年的 7.5% 下降至 2026H1 的 3.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

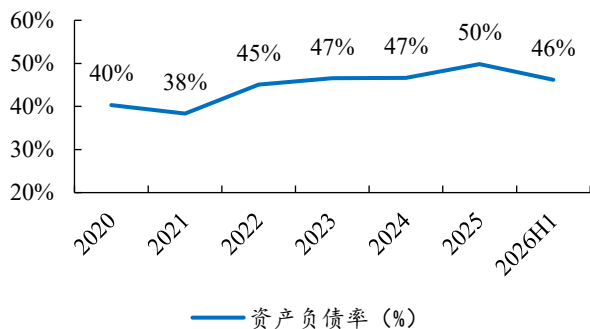
图14：管理费用率优化带动综合费用率由 2020 年的 12.2% 下降至 2026H1 的 7.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

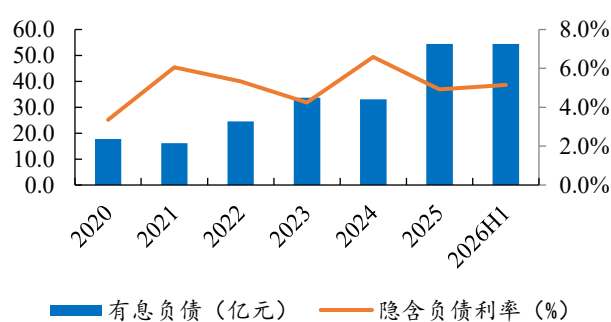
资产负债率稳定，可转换债券降低负债利率。公司近年来资产负债率较为稳定，2026 年年中，公司资产负债率为 46%，较 2025 年年底降低约 4 个百分点。公司于 2025 年 10 月完成了“金 25 转债”可转换债券的发行，募集得 20 亿元资金，主要用于鲁班比铜矿技改、购置机械设备以及补充营运资金。截至 2025 年年末，公司有息负债规模为 54.4 亿元。由于可转换债券利率较低，2025 年公司隐含负债利率（利息费用/有息负债）为 4.9%，较 2024 年的 6.6% 下降约 1.7 个百分点。2026 年中，公司有息负债约为 54.4 亿元，上半年隐含负债利率年化后约为 5.1%。

图15：2026 年年中公司资产负债率为 46%



数据来源：Wind、开源证券研究所

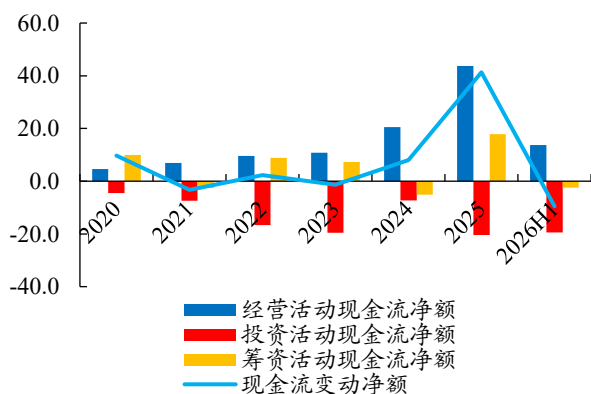
图16：公司于 2025 年 10 月发行了 20 亿元可转换债券，2026 年中，公司有息负债约为 54.4 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：有息负债=短期借款+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债；2026H1 利率已年化）

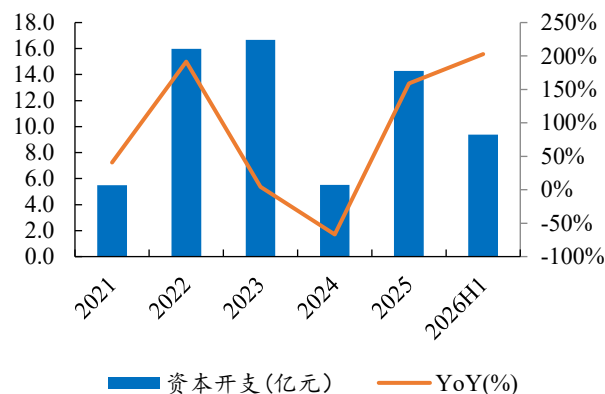
资本开支再加速，公司现金流承压。2026H1 公司现金流变动净额由 2025 年同期的 11.4 亿元转负为-9.5 亿元。一方面，公司经营活动现金流由于自有矿山支付企业所得税及其他税费而同比下降 20.6%至 13.7 亿元；另一方面，由于公司对 Lonshi 铜矿东区、鲁班比技改和两岔河磷矿北采区资本开支有所增加，以及并购了哥伦比亚矿权资产，2026H1 公司投资活动现金净流出达 19.5 亿元，同比增幅达 391.1%。公司在经历 2022-2023 高资本开支时期后，随着 Dikulushi、Lonshi 铜矿以及两岔河磷矿南采区相继投产后，资本开支在 2024 年有所降低。2025 年起，资本开支再加速，公司增加了对 Lonshi 东区采选工程，Lubambe 铜矿技改以及两岔河磷矿北采区的投资，2026H1 资本开支达 9.4 亿元，同比提升 202.8%。展望后续，哥伦比亚 Alacran 矿床的环境影响评估报告（EIA）已于 2026 年 5 月获得批准，公司已启动项目建设筹备，预期资本开支仍将进一步提升。

图17：2026H1 公司现金流变动净额为-9.5 亿元，同比转负（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2026H1 资本开支同比提升 202.8%至 9.4 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、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：

采矿运营管理板块：由于公司手中有充裕的矿服订单，我们预计未来公司采矿运营管理能保持稳定增长。我们预计 2026-2028 年公司采供矿量增速分别为 4.6%/5.0%/5.0%，计划完成率均为 100%。

矿山工程建设板块：公司是国内为数不多能够精确掌握自然崩落法采矿技术的服务商之一，符合未来矿业行业发展趋势，且作为国内较早“走出去”的矿山服务商之一，具备较好品牌影响力，后续订单有望持续增长。我们预计 2026-2028 年公司掘进矿量增速分别为 13.8%/10.0%/10.0%，计划完成率均为 100%。

矿山工程设计与咨询、机械设备制造板块：我们预计 2026-2028 年矿山工程设计与咨询营收增速为-15.0%/3.0%/3.0%，毛利率稳定在 55%，矿山机械设备制造板块营收增速稳定在 10.0%，毛利率稳定在 32.0%。

铜矿及磷矿石销售板块：随着公司 Lonshi 铜矿逐步爬坡达产，Lubambe 铜矿技改产能逐渐释放以及 Alacran 项目有望在 2028 年投产，我们预计公司 2026-2028 年可实现铜金属产量分别为 10.0/10.8/11.8 万吨，磷矿石年产量稳定在 30 万吨。

基于以上假设,我们将公司 2026-2027 年归母净利润预测分别上调 26.7%/11.7% 至 33.5/37.8 亿元,并新增 2028 年归母净利润预测 44.5 亿元。我们认为,公司传统矿服业务保持稳定增长,矿山资源开发业务为公司进一步打开成长空间,中远期自有矿山铜当量产能有望翻倍。矿服+资源双轮驱动,业绩释放可期。维持“买入”评级。

表6: 公司盈利预测与拆分 (单位: 亿元)

项目		2024	2025	2026E	2027E	2028E
采矿运营管理	收入	44.2	49.2	55.9	59.9	64.1
	成本	31.6	37.3	41.1	44.0	47.1
	毛利率	28.4%	24.3%	26.5%	26.5%	26.5%
矿山工程建设	收入	20.0	15.0	17.2	19.5	22.1
	成本	15.4	12.6	12.6	14.0	15.6
	毛利率	23.0%	16.5%	26.7%	28.1%	29.5%
矿山工程设计与咨询	收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
	成本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	毛利率	55.3%	67.0%	55.0%	55.0%	55.0%
矿山机械设备制造	收入	1.0	1.6	1.8	2.0	2.2
	成本	0.8	1.1	1.2	1.4	1.5
	毛利率	22.8%	33.8%	32.0%	32.0%	32.0%
铜精矿及磷矿石销售	收入	32.1	69.9	87.5	97.7	110.0
	成本	18.5	38.6	42.8	46.5	49.8
	毛利率	42.2%	44.7%	51.0%	52.4%	54.8%
其他业务	收入	1.9	3.0	3.0	3.1	3.1
	成本	1.6	2.3	2.3	2.4	2.4
	毛利率	14.0%	21.2%	22.0%	22.0%	22.0%
合计	收入	99.4	138.9	165.6	182.3	201.8
	成本	68.1	92.0	100.2	108.3	116.5
	毛利率	31.5%	33.8%	39.5%	40.6%	42.3%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、风险提示

公司项目建设进度低于预期。公司多个项目处于规划或建设过程,若项目建设不及预期,则会导致业绩不及预期。

铜价及原材料价格波动风险。公司主要收入及利润来源于铜业务,若铜价大幅下跌,可能对公司盈利能力造成不利影响;同时,公司生产运营需消耗柴油、炸药等原材料及能源,若相关价格大幅上涨,亦可能推高生产成本并影响公司业绩。

海外政策及法律法规变动风险。公司在赞比亚、刚果(金)及哥伦比亚等地开展运营,相关国家税收、矿业、环保、劳工、外汇及进出口等政策或法律法规若发生不利变化,可能对公司生产经营、项目推进及经营成本产生不利影响,从而影响公司业绩。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8065	13059	15409	18854	21362
现金	2616	6781	8405	11961	13265
应收票据及应收账款	2325	2527	2733	2690	3327
其他应收款	136	115	121	114	140
预付账款	102	119	145	145	175
存货	1586	1800	1889	2098	2189
其他流动资产	1300	1717	2117	1845	2266
非流动资产	8916	9169	9792	10098	11755
长期投资	427	529	629	723	812
固定资产	5962	5927	6262	6075	6942
无形资产	1352	1266	1403	1528	1678
其他非流动资产	1175	1448	1497	1772	2323
资产总计	16981	22228	25201	28951	33116
流动负债	5801	6470	6689	7114	7408
短期借款	972	714	785	864	950
应付票据及应付账款	1578	1578	1804	1946	1988
其他流动负债	3251	4179	4100	4304	4470
非流动负债	2122	4607	4349	3971	3473
长期借款	1190	3690	3432	3054	2556
其他非流动负债	932	917	917	917	917
负债合计	7922	11077	11037	11085	10881
少数股东权益	74	10	87	236	412
股本	624	624	624	624	624
资本公积	2195	2183	2183	2183	2183
留存收益	5738	7796	10716	14037	17908
归属母公司股东权益	8984	11141	14076	17630	21823
负债和股东权益	16981	22228	25201	28951	33116

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2053	4377	4445	6007	5541
净利润	1571	2262	3424	3926	4629
折旧摊销	957	1204		1469	1784
财务费用	199	329	318	276	255
投资损失	72	46	51	57	62
营运资金变动	-839	490	-515	302	-1137
其他经营现金流	94	46	-58	-23	-52
投资活动现金流	-726	-2043	-1773	-1773	-3431
资本支出	-552	-1429	-1747	-1681	-3352
长期投资	-185	-741	-100	-94	-89
其他投资现金流	10	127	73	2	11
筹资活动现金流	-517	1787	-1047	-679	-806
短期借款	232	-258	71	79	86
长期借款	-893	2500	-258	-378	-498
普通股增加	22	0	0	0	0
资本公积增加	300	-12	0	0	0
其他筹资现金流	-177	-442	-860	-379	-395
现金净增加额	797	4131	1624	3556	1304

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9942	13894	16558	18229	20175
营业成本	6809	9195	10020	10831	11647
营业税金及附加	243	431	514	566	626
营业费用	30	30	50	55	61
管理费用	500	527	628	691	765
研发费用	100	142	166	182	202
财务费用	199	329	318	276	255
资产和信用减值损失	26	-211	-83	-64	-71
其他收益	18	15	15	16	16
公允价值变动收益	-48	211	120	55	67
投资净收益	-72	-46	-51	-57	-62
资产处置收益	7	6	4	5	5
营业利润	1993	3214	4868	5582	6576
营业外收入	4	9	4	4	5
营业外支出	7	12	11	12	10
利润总额	1989	3212	4861	5574	6571
所得税	419	950	1437	1648	1943
净利润	1571	2262	3424	3926	4629
少数股东损益	-13	-77	77	149	176
归属母公司净利润	1584	2339	3347	3777	4453
EBITDA	3006	4499	6096	6964	8186
EPS(元)	2.54	3.75	5.37	6.06	7.14

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	34.4	39.7	19.2	10.1	10.7
营业利润(%)	48.0	61.3	51.4	14.7	17.8
归属于母公司净利润(%)	53.6	47.7	43.1	12.9	17.9
获利能力					
毛利率(%)	31.5	33.8	39.5	40.6	42.3
净利率(%)	15.9	16.8	20.2	20.7	22.1
ROE(%)	17.3	20.3	24.2	22.0	20.8
ROIC(%)	12.8	13.7	17.6	16.9	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	46.7	49.8	43.8	38.3	32.9
净负债比率(%)	11.9	-8.9	-20.7	-37.3	-37.2
流动比率	1.4	2.0	2.3	2.7	2.9
速动比率	1.0	1.6	1.9	2.3	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.3	5.9	6.5	7.0	7.0
应付账款周转率	4.6	5.8	6.3	6.5	6.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.54	3.75	5.37	6.06	7.14
每股经营现金流(最新摊薄)	3.29	7.02	7.12	9.63	8.88
每股净资产(最新摊薄)	14.22	17.56	22.26	27.96	34.68
估值比率					
P/E	28.7	19.4	13.6	12.0	10.2
P/B	5.1	4.2	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA	15.5	9.8	6.9	5.5	4.5

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。

分析师声明

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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（北交所基准指数为北证 50 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。

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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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

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

深圳

地址：深圳市福田区卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
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