金诚信（603979）

矿服+资源双驱动，国际矿业舞台放异彩

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	9,942	13,894	17,033	18,831	21,956
同比（%）	34.37	39.74	22.59	10.56	16.59
归母净利润（百万元）	1,584	2,339	3,537	4,010	4,895
同比（%）	53.59	47.66	51.26	13.35	22.08
EPS-最新摊薄（元/股）	2.54	3.75	5.67	6.43	7.85
P/E（现价&最新摊薄）	20.70	14.02	9.27	8.18	6.70

投资要点

- **“矿服+资源”双轮驱动，公司由矿山服务商向综合矿业集团加速转型：**公司长期专注矿业领域，业务覆盖矿山工程建设、采矿运营管理、资源开发、矿山设计与技术研发等多个环节，已形成覆盖矿山全生命周期的综合服务能力。公司立足国内、布局全球，业务覆盖非洲、欧洲、南美、中亚、东南亚及澳洲等主要矿产资源区域。依托近 30 年矿山服务领域积累，公司积极向资源开发领域拓展，逐步形成“矿服+资源”双轮驱动的发展模式，推动公司由矿山服务企业向集团化矿业公司转型。

- **矿服业务技术壁垒深厚，海外项目经验构筑长期竞争优势：**公司作为国内较早“走出去”的矿山服务企业之一，在大型矿山工程建设、采矿运营管理及深部矿山开发领域积累丰富经验。目前，公司承担 Kamoa 铜矿、Khoemacau 铜矿等大型矿山项目，在超深井施工、自然崩落法采矿等领域形成技术优势，多项技术成果获得行业认可。公司订单主要为正在履行的业务合同，截至 2026 年 3 月底，公司矿山服务业务剩余合同额合计 182.04 亿元，在手剩余合同额规模充足，未来转化收入的确定性较强，为公司未来保持业务规模提供了较强的保障。

- **资源开发业务进入成长阶段，铜矿资产布局打开第二增长曲线：**依托多年矿山服务过程中积累的技术、管理及资源整合优势，公司持续向资源端延伸，已布局刚果（金）Dikulushi 铜矿、Lonshi 铜矿、赞比亚 Lubambe 铜矿以及哥伦比亚 San Matias 铜金银矿等资源项目，2025 年公司铜金属与磷矿石资源量增长至 329 万吨和 2111 万吨。随着资源项目逐步放量，公司业务结构持续优化，资源开发业务有望成为公司利润增长的重要来源。

- **全球铜供需格局趋紧，铜价中枢有望维持高位：供给端，**全球铜矿长期处于防御性资本开支阶段，矿端干扰率维持高位，预计 2026 年铜矿供应增速有限；同时国内废铜供应受政策影响趋紧，冶炼端 TC/RCs 处于历史低位，产能利用率承压。**需求端，**AI 基础设施建设及新能源汽车渗透率提升持续拉动铜需求，预计 2026 年需求增速有望提升至 4%。供需平衡来看，2026-2027 年全球铜市场或维持供需缺口，叠加库存区域性转移及关税不确定性，铜价波动中枢有望提升。

- **盈利预测与投资评级：**根据公司在建项目规划的分析，26/27/28 年公司权益铜产量 9.05/9.40/13.00 万吨，yoy+11%/4%/38%，铜价假设 13600/14000/14000 美元/吨，矿服板块每年保持稳定增速。据此，**估算公司 26/27/28 年归母净利润为 35/40/49 亿元，对应 PE 9.3/8.2/6.7x。首次覆盖给予“买入”评级。**

- **风险提示：**矿山推进不及预期风险，宏观风险，地缘政治风险等。

2026 年 11 月 13 日

证券分析师 刘奕町
执业证书：S0600526060002
liuyt@dwzq.com.cn
研究助理 莫骁雄
执业证书：S0600126070004
moxx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.57
一年最低/最高价	52.20/89.77
市净率(倍)	2.61
流通 A 股市值(百万元)	32,792.88
总市值(百万元)	32,792.88

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.18
资产负债率(%,LF)	46.64
总股本(百万股)	623.79
流通 A 股(百万股)	623.79

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 国际化矿业公司，“矿服+资源”双轮驱动 5
1.1. 发展历程：矿服起家，向集团化矿业公司转型 5
1.2. 股权结构清晰，实控人出身矿业世家 6
1.3. 财务分析：“矿服+资源”双轮驱动，营收利润实现稳增 7
2. 主业协同共进，综合实力稳步提升 8
2.1. 矿山服务综合实力领先，海外布局成熟 8
2.2. 矿山资源持续释放，矿产品产销量增长带动资源开发板块业绩增长 11
2.2.1. 资源开发板块发展动能强劲，矿产品产销量增长推动营收增长 11
2.2.2. 贵州两岔河磷矿：公司主力磷矿项目，后续产能增量显著 14
2.2.3. 刚果（金）Dikulushi 铜矿：公司首个海外资源项目，持有高品位铜矿资源 15
2.2.4. 刚果（金）Lonshi 铜矿：西区已投产达效，东部建设推进中 15
2.2.5. 赞比亚 Lubambe 铜矿：现处于技改阶段，经济效益潜力可观 17
2.2.6. 哥伦比亚 San Matias 铜金银矿：多金属资源丰富，开采项目已进入环评 19
3. 供需缺口奠定铜价中枢向上，AI 与贸易扰动放大弹性 19
3.1. 供给端：矿端增量受限，原料紧张逐步向冶炼端传导 19
3.2. 需求端：汽车电气化提供基本盘，新能源与 AI 贡献结构性增量 24
3.3. 供需平衡：2026-2027 年全元素维持缺口，美国库存虹吸进一步放大区域紧张 26
4. 盈利预测与投资建议 27
5. 风险提示 28

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1： 公司发展历程.....5
图 2： 23 年起矿山资源开发业务为企业发展赋能.....6
图 3： 23 年后矿山资源开发业务毛利占比不断提升.....6
图 4： 公司股权结构图（截至 2026 年 8 月底）.....6
图 5： 公司年度营收稳步上升.....7
图 6： 公司归母净利润维持高速增长.....7
图 7： 矿山服务与资源开发业务为公司营收主要来源.....7
图 8： 资源开发业务毛利同比增长迅速.....7
图 9： 公司综合毛利率稳步改善.....8
图 10： 公司期间费用率处于下降通道.....8
图 11： 初步形成矿山工程建设、采矿运营管理和矿山设计与技术研发一体化的经营模式.....9
图 12： 公司矿山服务业务布局.....10
图 13： 公司矿产分布.....12
图 14： 矿区有铁路专用线在小寨坝与川黔线相接，公路四通八达.....14
图 15： Dikulushi 铜矿矿区情况 1.....15
图 16： Dikulushi 铜矿矿区情况 2.....15
图 17： Lonshi 矿区区域位置简图.....16
图 18： Lonshi 矿区交通位置图.....16
图 19： Lonshi 铜矿矿区情况 1.....16
图 20： Lonshi 铜矿矿区情况 2.....16
图 21： Lubambe 铜矿矿山地理位置图.....17
图 22： Lubambe 铜矿矿权范围图.....17
图 23： Lubambe 铜矿现采区矿区划分图.....18
图 24： San Matias 矿区交通位置图.....19
图 25： 铜价在 90 分位成本线有支撑.....20
图 26： 铜矿供给增速下台阶.....20
图 27： CAPEX/EBITDA 处于中低位.....20
图 28： 铜矿 AISC 在历史高位.....20
图 29： 全球铜矿品位趋势性下滑.....21
图 30： 高利率意味着更高的融资成本（2026 年数据统计至 8 月最新）.....21
图 31： 初始投资跟随利润变化，从同步到滞后 2 年，80%左右利润率触发投资峰值，近年来扩张投资高位但是初始投资意愿低.....21
图 32： 近年来铜矿成本抬升显著.....22
图 33： 铜矿利润高位，生产干扰率亦处在高位.....22
图 34： 精废价差一度倒挂，国内废铜供应紧张.....22
图 35： 受原料影响，今年以来国内再生铜杆开工率极低.....22
图 36： TC 深跌，对铜价形成一定支撑.....23
图 37： 按照以往副产硫酸比例，炼厂利润暂承压.....23
图 38： 国内硫酸价格上涨显著.....23
图 39： 2026 年国内黄铁矿进口量高涨.....23
图 40： 超大规模/租赁型 AI 数据中心每 MW 耗铜量为 39 吨.....25
图 41： CL 价差处于高位，隐含加关税预期.....27

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 42： 2026 年美国铜进口量仍在高位.....27
图 43： 美国铜显性库存高达 80 万吨.....27
图 44： 2026 北美铜的隐性库存高达 11 万吨.....27

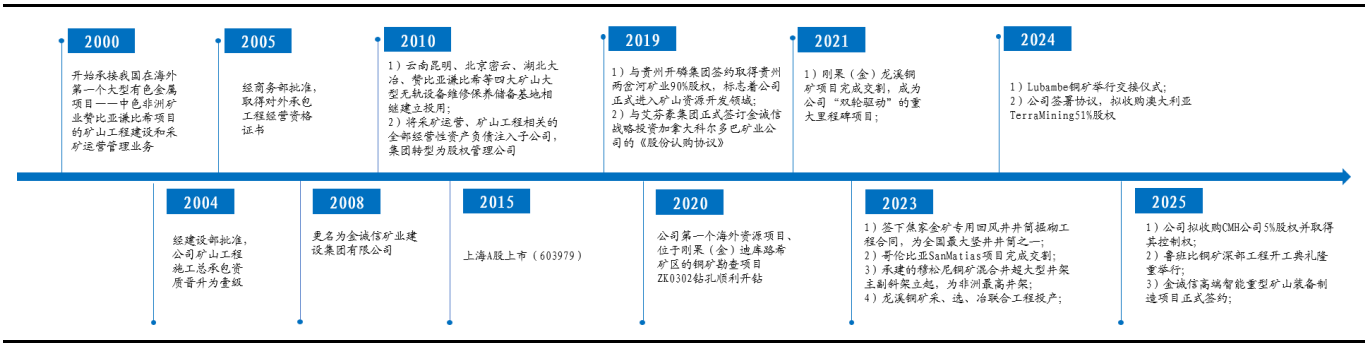
表 1： 集团已形成高等级行业资质矩阵.....9
表 2： 公司合同进度情况（亿元）.....11
表 3： 截至 2026 年 3 月底公司矿山服务业务主要在执行合同情况（万元）.....11
表 4： 公司总计拥有矿产资源量（权益资源量）.....12
表 5： 矿产品产销量增长推动营收增长.....13
表 6： 公司拥有矿山资源潜力尚未完全开发（截至 2025 年 12 月数据）.....13
表 7： 全球汽车行业用铜量增速高于汽车销量增速.....24
表 8： 全球光伏和风电行业用铜量增速有望提高.....25
表 9： 全球数据中心装机耗铜量测算.....26
表 10： 铜的全球全元素平衡表（单位：千吨）.....26
表 11： 公司主要细分板块营收及毛利情况拆分（单位：百万元）.....28
表 12： 可比公司估值表（截至 2026 年 11 月 12 日）.....28

1. 国际化矿业公司，“矿服+资源”双轮驱动

1.1. 发展历程：矿服起家，向集团化矿业公司转型

金诚信是一家集矿山工程建设与采矿运营管理、资源开发、矿山设计与技术研发、矿山机械设备制造、贸易于一体的国际化矿业公司。公司始终专注于矿业领域，以“成为国际知名、国内领先的安全矿山、生态矿山、智慧矿山的规划者、建设者和运营者”为愿景，立足国内，布局全球，业务覆盖境内及非洲、欧洲、南美、中亚、东南亚和澳洲等矿产资源重点地区，境外收入占比超 70%。

图1：公司发展历程

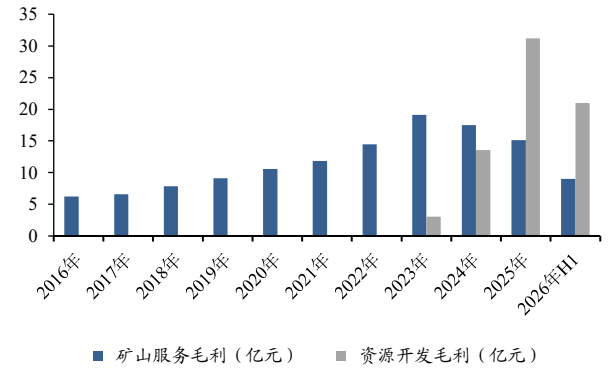


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

矿山服务领域，公司是国内较早一批“走出去”和参与“一带一路”建设的企业之一。截至 26 年 6 月底，公司在境内外承担着 Kamoa 铜矿、Khoemacau 铜矿等 32 个大型矿山工程建设和采矿运营管理项目，竣工竖井最深达 1526 米，斜坡道最长达 8008 米，多次荣获中国建设工程鲁班奖。公司深耕自然崩落法采矿多年，实现普朗铜矿项目年采矿量 1250 万吨的行业标杆，相关技术“自然崩落法矿山智能化开采关键技术及工业化应用”获中国有色金属工业科学技术一等奖。

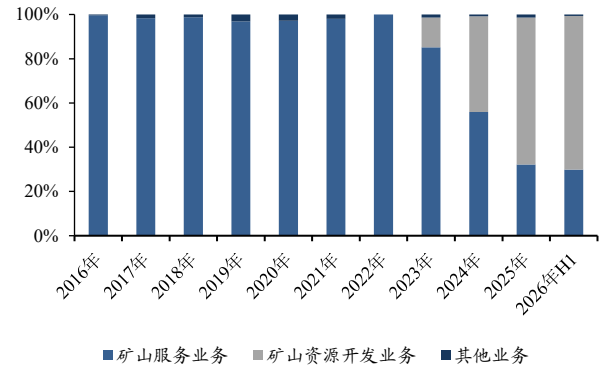
资源开发领域，依托公司成立近 30 年来持续聚焦矿山服务形成的专业积淀与独特优势，积极向资源开发领域拓展，先后取得贵州两岔河磷矿、刚果（金）Dikulushi 铜矿、刚果（金）Lonshi 铜矿、赞比亚 Lubambe 铜矿和哥伦比亚 San Matias 铜金银矿的控制权，铜、磷等产量稳步提升，**形成了“矿服+资源”“双轮驱动”的发展格局，推动公司从单一的矿山服务企业向集团化的矿业公司全面转型。**

图2：23 年起矿山资源开发业务为企业发展赋能



数据来源：同花顺 ifind，公司公告，东吴证券研究所

图3：23 年后矿山资源开发业务毛利占比不断提升

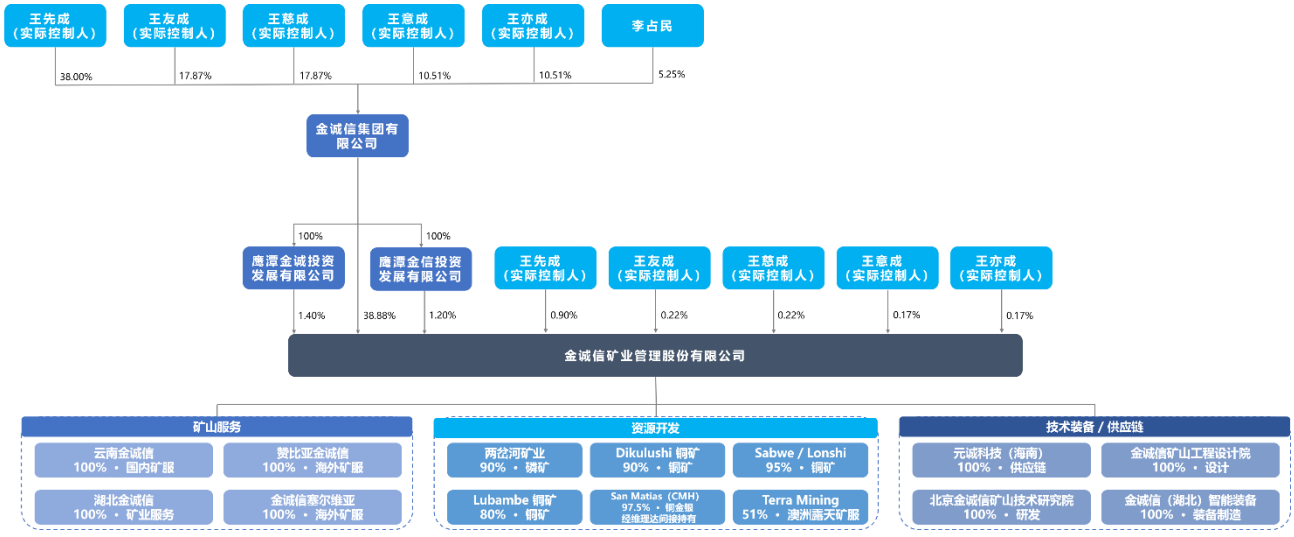


数据来源：同花顺 ifind，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权结构清晰，实控人出身矿业世家

公司控股股东为金诚信集团，直接及间接共持股为 41.48%，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 40.98%，股权结构清晰稳定。**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。同时，王先成先生是中国安全生产协会专家委员会专家组专家，国家安全生产监督管理总局“超大规模超深井金属矿山开采安全关键技术研究项目”领导小组成员，中国生产力学会副会长，世界生产力科学院（WAPS）矿业领域的中国籍院士，教授级高级工程师，在矿山开发服务领域积累了丰富的专业知识和项目运作经验。

图4：公司股权结构图（截至 2026 年 8 月底）



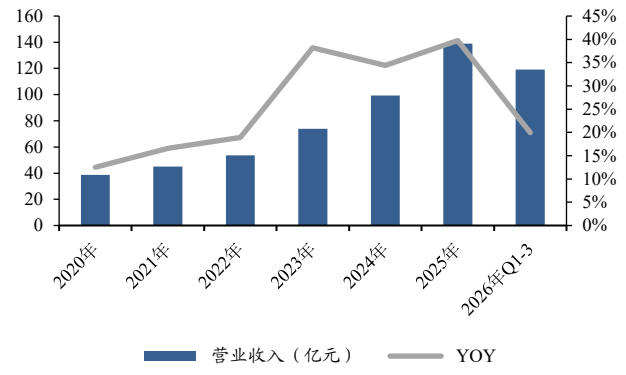
数据来源：同花顺 ifind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.3. 财务分析：“矿服+资源”双轮驱动，营收利润实现稳增

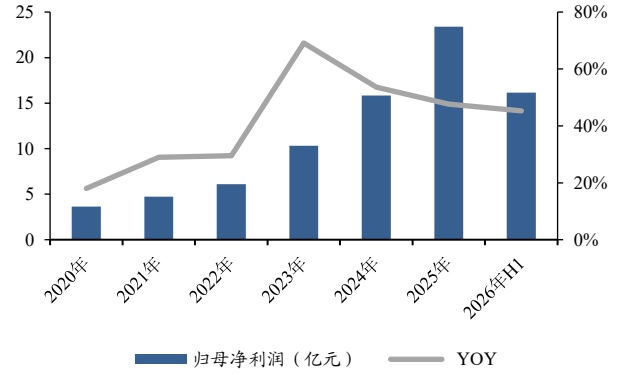
营收规模与归母净利润稳定增长，业绩持续兑现。近六年来，公司营业收入从 2020 年的 38.63 亿元增至 2025 年的 138.94 亿元，归母净利润从 2020 年的 3.65 亿元增至 2025 年的 23.39 亿元，6 年 CAGR 分别为 23.8%、36.3%，保持高速增长。2026 年前三季度，公司实现营收 119.16 亿元，yoy+19.97%；归母净利润 24.86 亿元，yoy+41.83%；主要系报告期内矿山服务业务和自有矿山资源开发业务管理提效、以及矿产品价格上涨所致。

图5：公司年度营收稳步上升



数据来源：同花顺 ifind，东吴证券研究所

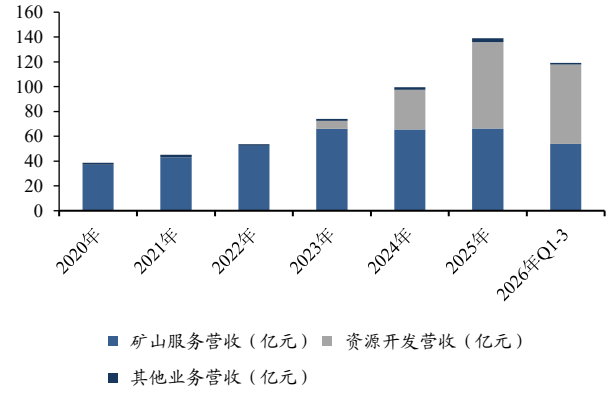
图6：公司归母净利润维持高速增长



数据来源：同花顺 ifind，东吴证券研究所

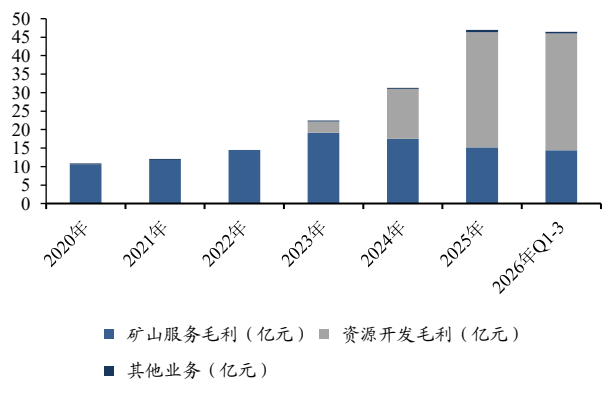
按行业划分，矿山服务业务与资源开发业务为公司营收及利润的主要来源。营收端，2026 年前三季度矿山服务业务与资源开发业务分别贡献营收 53.82 亿元、63.95 亿元，营收占比分别为 45.16%、53.67%。盈利端，2026 年前三季度矿山服务业务与资源开发业务分别贡献毛利 14.36 亿元、31.67 亿元，毛利占比分别为 30.92%、68.19%。**其中，资源开发业务增长迅速，**2026 年前三季度该板块毛利较上年同期增长 44.91%。

图7：矿山服务与资源开发业务为公司营收主要来源



数据来源：同花顺 ifind，东吴证券研究所

图8：资源开发业务毛利同比增长迅速



数据来源：同花顺 ifind，东吴证券研究所

综合毛利率处于上行通道，期间费用率整体处于下行通道。得益于矿山资源开发业务，2023 年起公司综合毛利率稳步改善，2025 年综合毛利率为 33.82%，2026 年前三季度进一步提升至 38.97%。**费用率方面，**公司期间费用率整体处于下降通道，2025 年期

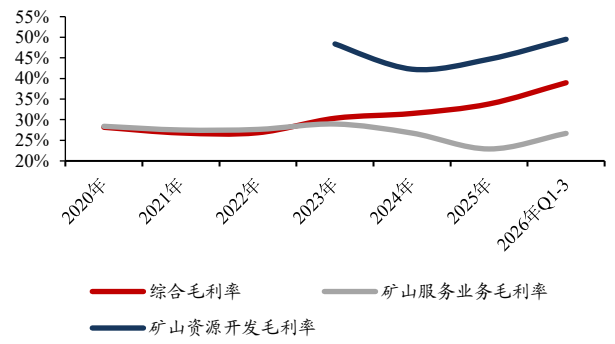
请务必阅读正文之后的免责声明部分

间费用率为 7.40%，较 2024 年下降 0.93pcts；2026 年上半年期间费用率为 7.94%，主因研发费用有明显上升，费用率较 2025 年全年小幅回升，但仍处于较低水平。

矿山资源开发板块的毛利率是公司整体毛利率最高的业务板块，公司的资源开发业务已逐步涵盖矿山资源的并购、勘探、建设、采矿、选矿、冶炼、产品销售等环节，产品主要涉及铜、磷矿石。2025 年该板块毛利率为 44.68%，2026 年前三季度进一步上升至 49.52%。

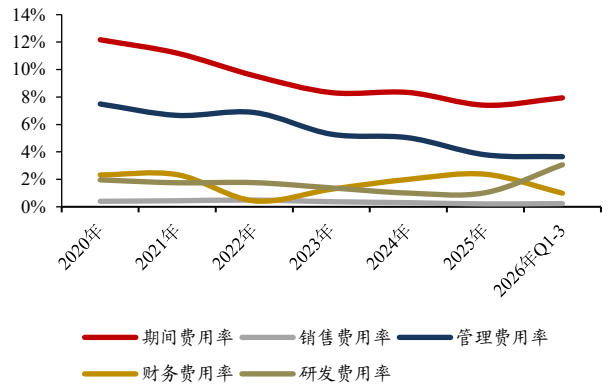
矿山服务业务中采矿运营管理是主要贡献项，毛利率相对较为稳定，多在 20-30%区间，采矿运营管理是以矿山持续稳定的采矿生产为目标，保证矿山在一定的生产周期内，按照核准的生产规模，连续均衡地产出质量合格的矿石，其过程涉及开拓、采准、切割、运输、提升、给排水、通风、机电等多系统的运行管理。

图9：公司综合毛利率稳步改善



数据来源：同花顺 ifind，东吴证券研究所

图10：公司期间费用率处于下降通道



数据来源：同花顺 ifind，东吴证券研究所

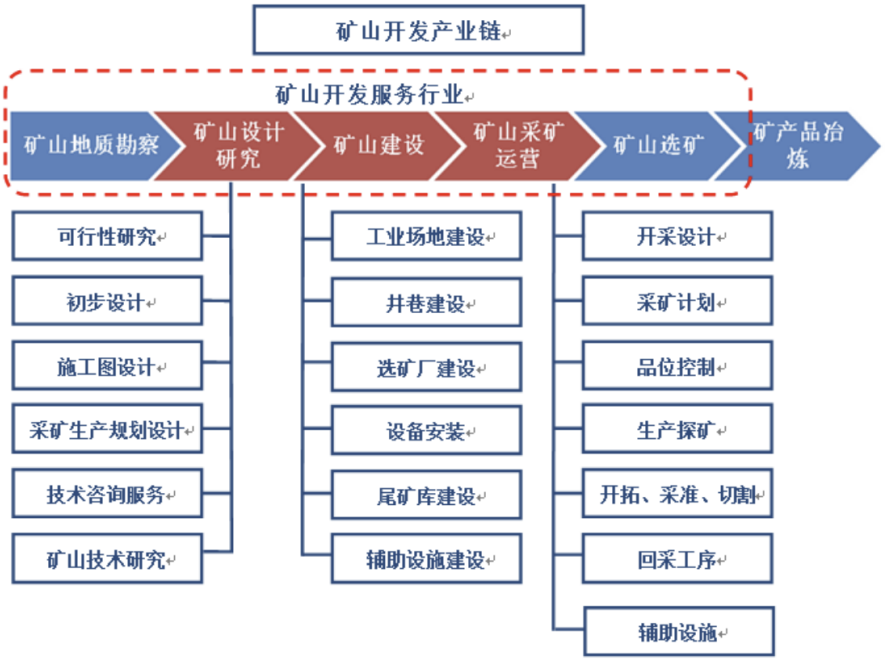
2. 主业协同共进，综合实力稳步提升

2.1. 矿山服务综合实力领先，海外布局成熟

为矿山提供综合服务的高端开发服务商，发展空间广阔。公司通过加大矿山设计与技术研发力度，初步形成了矿山工程建设、采矿运营管理和矿山设计与技术研发一体化的综合经营模式，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，为矿山业主缩短建设周期、快速投产达产、节省基建投资，同时，公司的矿山服务业务发展空间也将更为广阔。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图11：初步形成矿山工程建设、采矿运营管理和矿山设计与技术研发一体化的经营模式



注：标红部分为公司的主营业务。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

耕耘矿山服务行业多年，在矿山工程建设、采矿运营管理业务领域基本确立领先地位。截至 2026 年 6 月底，金诚信及旗下子公司合计具备矿山工程施工总承包壹级资质、隧道工程专业承包贰级资质、爆破作业单位一级资质、冶金行业（冶金矿山工程）专业甲级工程设计资质等高等级行业资质，公司在境内外承担 32 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；竣工竖井最深达 1,526 米，斜坡道最长达 8,008 米，目前均处于国内前列。公司是国内少数精确把握自然崩落法采矿技术的服务商之一，采取优化后的自然崩落法为普朗铜矿提供服务，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。

表1：集团已形成高等级行业资质矩阵

公司名称	公司层级	拥有资质
金诚信		矿山工程施工总承包壹级资质、隧道工程专业承包贰级资质、爆破作业单位一级资质
云南金诚信	全资子公司	矿山工程施工总承包壹级资质
金诚信技术公司	全资子公司	矿山工程施工总承包贰级资质
金诚信设计院	全资子公司	矿山工程施工总承包贰级资质、冶金行业（冶金矿山工程）专业甲级工程设计资质

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

始终秉承以“大市场、大业主、大项目”为主的市场策略，积极开拓市场并探索市场开发新模式。一方面，公司广泛跟踪海外高价值项目，力争在新的国别实现项目突破，在开发国内市场时坚持大客户、标杆项目的定位，继续做好重点项目跟踪并关注国内新兴矿业企业，挖掘市场机遇。另一方面，公司持续做好续建项目开发，以优质工程和良好服务，作为延续合同的基础，带动市场发展。公司自 2022 年以 EPC 模式承接贵州锦麟化工摩天冲磷矿项目总承包工程后，2024 年成功承接该项目采矿生产业务，实现 EPC 总承包项目由基建转入生产的平稳过渡，标志着公司市场开发模式有了新突破。

海外运营经验丰富，具备国际化运营优势。自 2003 年承接赞比亚 Chambishi 项目以来，公司已深耕海外矿山服务领域 20 余年，积累了丰富的国际化运营经验，逐步形成“管理及技术输出+本土化运营”的可复制商业模式，并建立了与国际大型矿业公司标准接轨的管理体系，在安全、质量、进度等方面获得海外客户及所在国监管部门认可。随着海外业务持续拓展，公司客户群由中资背景客户延伸至纯外资业主，服务矿山也从所在国知名矿山拓展至世界知名矿山，品牌影响力和国际认可度不断提升。目前，公司矿山服务业务主要分布于非洲及欧亚地区，服务项目包括赞比亚 Chambishi 铜矿、Mopani 铜矿，刚果（金）Kamoa 铜矿、Kipushi 锌铜矿，博茨瓦纳 Khoemacau 铜矿，塞尔维亚 Timok 铜金矿、Bor 铜金矿及老挝开元钾盐矿等，为公司海外市场持续发展奠定了坚实基础。

图12：公司矿山服务业务布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

在手合同额规模充足，未来转化收入的确定性较强。公司订单主要为正在履行的业务合同，截至 2026 年 3 月底，公司矿山服务业务剩余合同额合计 182.04 亿元，在手剩余合同额规模充足，未来转化收入的确定性较强，为公司未来保持业务规模提供了较强的保障。2025 年新签合同额波动主要因公司部分大额矿业服务合同跨期，在签署当年体现为新合同，合同持续期间不再列入统计。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表2：公司合同进度情况（亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
新签合同额	**114.95**	**88.74**	**17.83**
其中：国内新签合同额	33.34	26.25	15.42
国外新签合同额	81.61	62.49	2.41
完工合同额	**59.96**	**61.55**	**15.06**
其中：国内完工合同额	22.06	22.32	4.19
国外完工合同额	37.9	39.23	10.88
剩余合同额	**152.08**	**179.27**	**182.04**
其中：国内剩余合同额	57.98	61.92	73.15
国外剩余合同额	94.09	117.36	108.89

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表3：截至 2026 年 3 月底公司矿山服务业务主要在执行合同情况（万元）

项目名称	业主方名称	项目所在区域	预计合同金额	截至2026年3月底已完成合同额	截至2026年3月底进度
卡莫阿-卡库拉铜矿地下进路式采矿工程	Kamoa Copper SA	刚果（金）卢阿拉巴省科卢韦齐市	687,376.93	206,881.76	30.10%
科马考铜矿第五矿区地下采矿业务	Khoemacau Copper Mining Proprietary Limited	博茨瓦纳	557,023.46	60,891.34	10.93%
云南迪庆有色金属有限责任公司普朗铜矿一期采选工程北部矿段采切工程及采矿总承包工程	云南迪庆有色金属有限责任公司	云南省迪庆藏族自治州香格里拉市格咱乡	133,000.00	4,813.71	3.62%
Kipushi 锌铜矿采矿合同	Kipushi Corporation SA	刚果（金）上加丹加省	134,634.23	69,150.82	51.36%
贵州锦麟化工有限责任公司摩天冲磷矿一采区150万吨/年采矿生产业务外包工程	贵州锦麟化工有限责任公司	贵州省毕节市织金县	75,379.50	23,848.19	31.64%
丘卡卢-佩吉铜金矿下部矿带井巷工程（第一标段）	塞尔维亚紫金矿业有限公司	塞尔维亚	71,785.00	60,106.73	83.73%
贵州省瓮安县玉华乡老虎洞磷矿采选工程二标段及补充协议	瓮安县天一矿业有限公司	贵州省瓮安县	53,879.38	24,721.21	45.88%
肃北县博伦矿业开发有限责任公司七角井铁矿矿山采掘生产承包合同（第四期）	肃北县博伦矿业开发有限责任公司	甘肃省酒泉市肃北县	50,955.00	3,648.42	7.16%
贵州福麟矿业有限公司鸡公岭磷矿新建250万吨/年采矿工程项目井巷工程施工合同	贵州福麟矿业有限公司	贵州省黔南州福泉市	47,670.00	11,306.20	23.72%
雷波凯瑞磷化工有限责任公司牛牛寨北磷矿区东段井巷工程建设项目	雷波凯瑞磷化工有限责任公司	四川省雷波县	46,950.00	171.15	0.36%
			1,858,653.50	**465,539.53**	**25.05%**

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

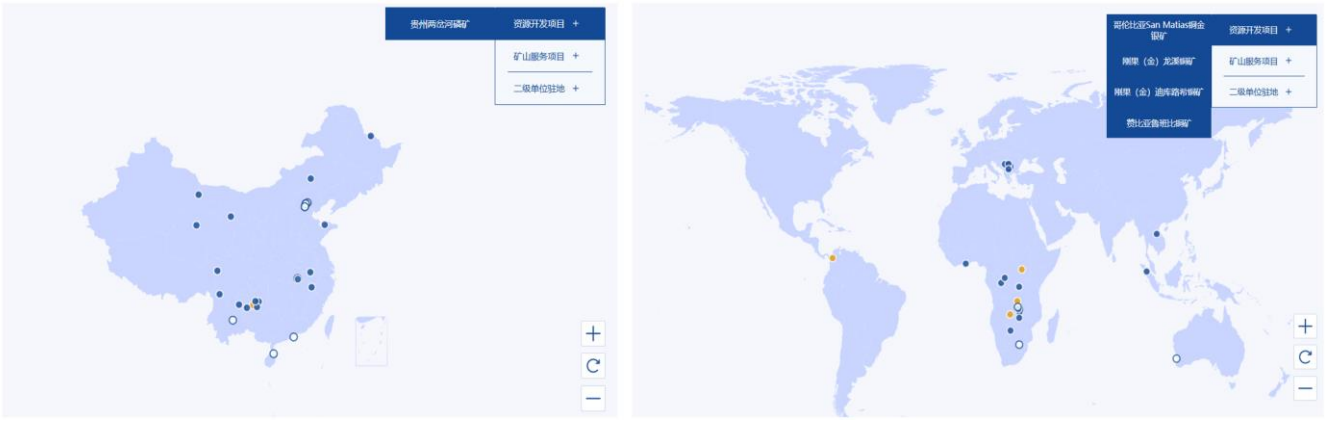
2.2. 矿山资源持续释放，矿产品产销量增长带动资源开发板块业绩增长

2.2.1. 资源开发板块发展动能强劲，矿产品产销量增长推动营收增长

伴随投资布局合理扩展及自有矿山的建成投产，公司拥有矿产资源量不断扩张。公司的资源开发业务已逐渐囊括矿山资源的并购、勘探、建设、采矿、选矿、冶炼、产品销售环节，产品主要涉及铜、磷矿石。随着公司先后取得两岔河磷矿、刚果（金）Dikulushi 铜矿、刚果（金）Lonshi 铜矿、赞比亚 Lubambe 铜矿控制权，投资哥伦比亚 San Matias

铜金银矿，公司拥有矿产资源量也不断扩张，2021 年公司拥有的铜金属与磷矿石资源量分别 106 万吨、1920 万吨，2026 年上半年公司铜金属与磷矿石资源量增长至 333 万吨，2243 万吨。

图13：公司矿产分布



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表4：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）	磷矿石品位
2021 年	106	249	7	1920	32.65%
2022 年	106	249	7	1920	32.65%
2023 年	120	179	19	1910	31.87%
2024 年	342	179	19	2134	31.00%
2025 年	329	178	19	2111	30.98%
2026 年 H1	333	291	31	2243	31.84%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

资源板块发展态势良好，矿产品产销量增长推动营收增长。2025 年铜金属产销量分别为 9.14/9.27 万吨，yoy+87.88%/+88.16%；磷矿石产销量分别为 35.84/35.75 万吨，与 24 年基本持平；25 年公司矿山资源开发业务实现营收 69.86 亿元，同比增长 117.67%。其中，其中自有资源项目实现销售收入 64.16 亿元，同比增长 99.92%，占 25 年公司营业收入的 46.18%。2026 年一季度铜金属产销量为 2.24/1.81 万吨，磷矿石产销量为 6.78/6.55 万吨，矿山资源开发业务实现营收 18.06 亿元，同比增长 36.03%。自有资源项目产能释放叠加铜价持续走高，成为公司业绩增长的核心驱动。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表5：矿产品产销量增长推动营收增长

	单位	铜金属（当量）		磷矿石		铁矿石成品矿	
		生产量	销售量	生产量	销售量	生产量	销售量
2023 年	万吨	1.44	1.02	16.53	16.00		
2024 年	万吨	4.87	4.92	35.65	36.11		
2025 年	万吨	9.14	9.27	35.84	35.75	107.88	110.92
2026 年 Q1	万吨	2.24	1.81	6.78	6.55	39.86	40.29
2026 年目标	万吨	10.03	9.97	30.00	30.00	125	125

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

矿山产量仍有释放空间，资源开发板块发展动能充足。贵州两岔河磷矿北部采区生产规模 50 万 t/a 有望 2028 年底建成投产，生产期 18 年；刚果（金）Lonshi（龙溪）铜矿东区已于 2025 年下半年开工建设，其设计开采规模为 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，东区达产后，龙溪铜矿东区和西区合计年产约 10 万吨铜金属量；公司于 2024 年 6 月正式接管 Lubambe 铜矿，计划在矿山原设计规模下，对现有矿山进行一定的技改优化，使矿山具备达产条件，预计可实现项目年均铜精矿产量为 7.75 万吨，铜精矿含铜金属量 3.25 万吨；哥伦比亚 San Matias 铜金银矿的 Alacran 矿床开采计划（PTO）已获哥伦比亚国家矿业局（ANM）批准，环境影响评估报告（EIA）已提交哥伦比亚国家环境许可证管理局（ANLA），尚待批复。

表6：公司拥有矿山资源潜力尚未完全开发（截至 2025 年 12 月数据）

矿山	持股比例	资源量(含储量，万吨)	品位		矿山规模（万吨/年）	资源剩余可开采年限（年）
贵州两岔河磷矿	90%	2346	P2O5	30.98%	80	17.5
刚果（金）Dikulushi 铜矿	90%	43	铜	7.58%	15	2.98
刚果（金）Lonshi 铜矿	95%	5526	铜	3.04%	450	16
赞比亚 Lubambe 铜矿	80%	8400	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。	
哥伦比亚 San Matias 铜金银矿	97.5%	13130	铜 金 银	0.36% 0.24 g/t 2.27 g/t	730	14.2

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：公司于 2026 年一季度完成对 CMH 公司 50%股权的收购，San Matias 铜金银矿权益比例增至 97.5%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.2.2. 贵州两岔河磷矿：公司主力磷矿项目，后续产能增量显著

主力磷矿项目，具有里程碑意义。2019 年公司与贵州开磷集团签约取得贵州两岔河矿业 90%股权，标志着公司正式进入矿山资源开发领域。目前贵州两岔河磷矿由公司持股 90%，贵州开磷集团股份有限公司持股 10%，是公司磷矿石核心产区。

外部配套完善，交通便利，水电供应稳定可靠。设计范围位于贵州省开阳县金钟镇茅坡村境内，交通方面，矿区有铁路专用线在小寨坝与川黔线相接，公路四通八达，可通往贵阳、开阳、息烽及遵义等市县，交通通达性良好；电力供应方面，矿区邻近有猫跳河多级电站，乌江电站以及正在建设的构皮滩电站等，装机容量计 450 万 kW 以上，矿山用电有保证；供水方面，两岔河河流为矿山片区生活应用水源地，两岔河河水可满足矿山开采生产和生活用水，水源保障充足。

图14：矿区有铁路专用线在小寨坝与川黔线相接，公路四通八达



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

资源储量大，品位优势显著。截至 2025 年 12 月末，两岔河磷矿采矿权资源量为 2,346 万吨磷矿石，P_2O_5平均品位 30.98%，严格符合一级品磷矿标准（$P_2O_5 \geqslant 30\%$），最终产品为磷矿石原矿，平均品位 30.31%，由于品位较高，矿山无需选矿即可直接用来生

请务必阅读正文之后的免责声明部分

产磷铵，面对高效磷肥快速增长带来的高品位磷矿石缺口，市场竞争力突出。

开采年限长，后续产能增量确定性强且体量显著。根据项目初步设计，矿山整体生产规模 80 万 t/a，采用分区地下开采，其中南部采区生产规模 30 万 t/a，已于 2023 年下半年正式投产，生产期 20 年；北部采区生产规模 50 万 t/a，有望于 2028 年底建成投产，生产期 18 年。

2.2.3. 刚果（金）Dikulushi 铜矿：公司首个海外资源项目，持有高品位铜矿资源

公司首个海外资源项目，持有高品位铜矿资源。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 铜矿属于 PE606 采矿权的一部分，由公司持股 90%，刚果（金）国有资产管理部门持股 10%。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%，年产约 1 万吨铜金属。

图15：Dikulushi 铜矿矿区情况 1



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图16：Dikulushi 铜矿矿区情况 2



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

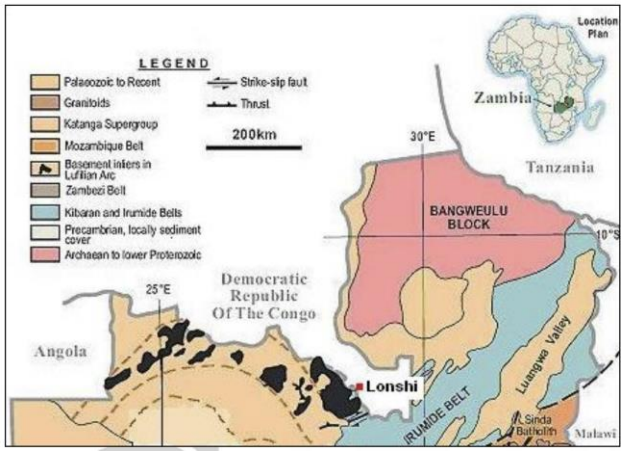
技术指标优异，为后续同类矿山开采提供范本。作为公司首个投产的铜矿，该矿采用地下开采并应用充填法，损失率和贫化率均已降至 5%以下，选矿厂运营也取得了较好的选矿指标，全铜回收率超 90%，实现了矿产资源的高效利用，为后续同类铜矿项目积累成功开发经验，提供可借鉴、可复制的范本。

2.2.4. 刚果（金）Lonshi 铜矿：西区已投产达效，东部建设推进中

核心资源优质，矿石品位较高。Lonshi 铜矿位于刚果（金）加丹加省东南部，由公司持股 95%，刚果（金）国有资产管理部门持股 5%，截至 2025 年 12 月末，Lonshi 铜矿（东区+西）保有矿石量 5,526 万吨，平均品位 3.04%。

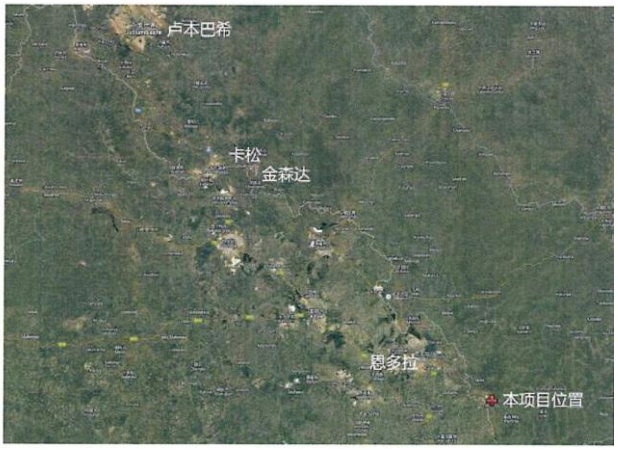
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图17：Lonshi 矿区区域位置简图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18：Lonshi 矿区交通位置图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

西区已投产达效，贡献稳定产能。根据矿体分布特征，以龙溪断裂为界分为西区、东区。西区采用露天和地下联合开采，生产规模 170 万 t/a，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。

图19：Lonshi 铜矿矿区情况 1



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图20：Lonshi 铜矿矿区情况 2



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

东区建设推进中，未来增量可观。东区已于 2025 年下半年开工建设，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，由于深部资源量可能增加，因此矿山生产服务年限可能会延长。为了平衡龙溪东区和西区的服务年限，随着东区投产，西区会逐年减产，龙溪东区和西区井下最大出矿量合计为 450 万吨/年。东区达产后，龙溪铜矿东区和西区合计年

请务必阅读正文之后的免责声明部分

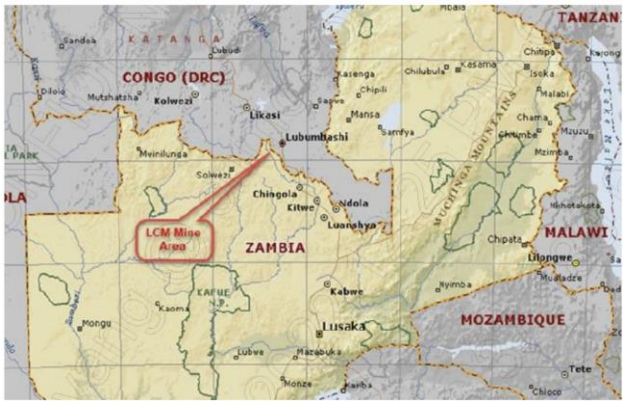
产约 10 万吨铜金属量。

外延资源丰富，开发潜力巨大。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。

2.2.5. 赞比亚 Lubambe 铜矿：现处于技改阶段，经济效益潜力可观

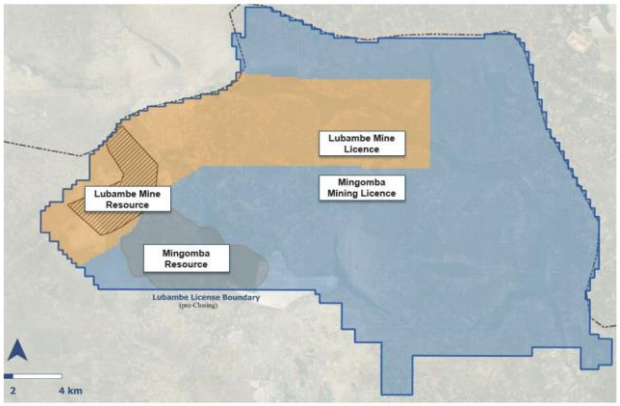
交通条件较好，规模效益显著。Lubambe 铜矿由公司持股 80%，公司拟向 ZCCM-IH 转让 LCML 10%的股权，仍由公司控制并主导运营管理，截至 25 年 12 月末，该事项仍在沟通中。位于赞比亚铜带省孔科拉盆地，位于赞比亚首都 Lusaka 以北 350km，赞比亚第三大城市 Ndola 西北 125km，公路交通较好。该矿为在产铜矿，公司于 2024 年 6 月正式接管。截至 2025 年 12 月末，Lubambe 铜矿保有矿石量 8,400 万吨，铜品位 2.01%，矿体厚度大于 Lonshi 铜矿和 Dikulushi 铜矿，更有利于机械化大规模开采，凸显规模效益。

图21：Lubambe 铜矿矿山地理位置图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图22：Lubambe 铜矿矿权范围图

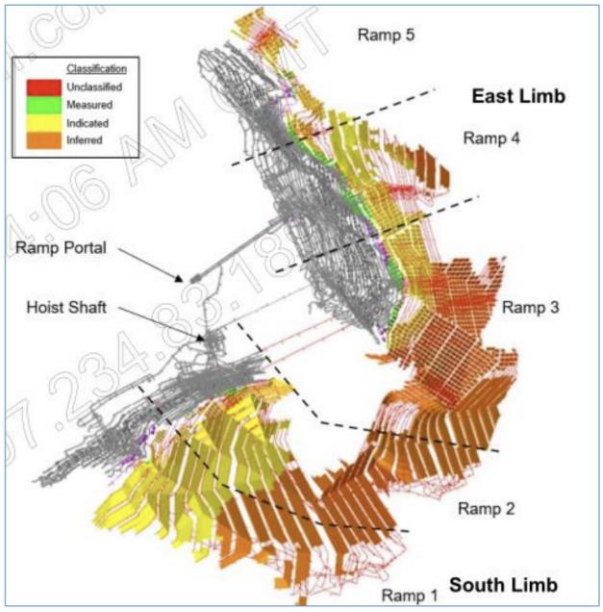


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

运营经验丰富，优化能力突出。尽管公司收购该矿山前，历史上由于多方面的原因导致矿山存在未能达到设计产能、采矿运营成本较高及管理成本较高等问题，其经营处于亏损状态，但公司具有丰富的采矿运营经验，且通过多年服务 Lubambe 矿对其积累了较为深入的了解，公司有能力且亟需从生产、运营、管理等方面对其进行优化，从而扭转其经营现状，具体为：通过技改投入使矿山达到设计产能、通过自营生产模式有效降低采矿成本、通过优化管理效率降低管理成本。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图23：Lubambe 铜矿现采区矿区划分图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

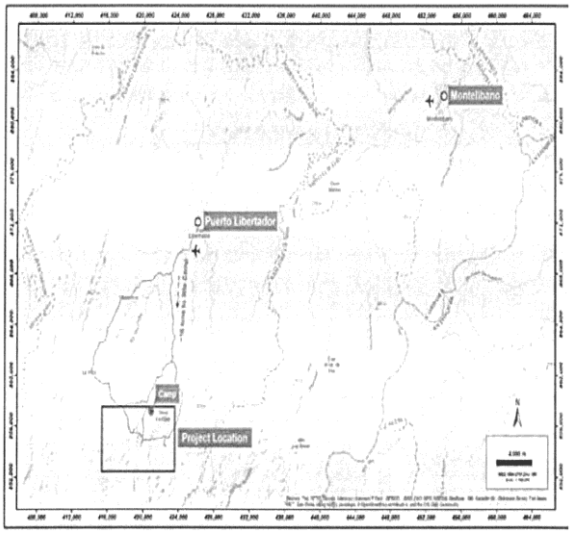
项目相似度高，生产经验可复用。Lubambe 矿与公司自营的 Dikulushi 铜矿和 Lonshi 铜矿具有较强的相似性，公司能够充分借鉴上述两个项目的成功开发经验。Lubambe 矿与上述两个自营铜矿的对比情况如下：一是采矿方案具有较强的相似性。Lubambe 矿目前采用空场法采矿，损失率高达 20%、贫化率 25%以上，公司计划改为充填采矿法，降低贫损指标从而提高产量，能够充分借鉴在 Dikulushi 铜矿和 Lonshi 铜矿丰富的充填法采矿经验，其中 Dikulushi 铜矿采用充填法损失率和贫化率均已降至 5%以下，Lonshi 铜矿采用充填法损失率在 15%左右、贫化率在 12%左右。二是选矿方案较为相似。Lubambe 矿的矿石性质与 Lonshi 铜矿和 Dikulushi 铜矿类似，选矿工艺流程也类似，公司已在 Lonshi 铜矿和 Dikulushi 铜矿的选矿厂运营中取得了较好的选矿指标。Lubambe 矿目前全铜的回收率在 80%左右，而 Lonshi 铜矿和 Dikulushi 铜矿的全铜回收率均超过 90%，公司可借鉴自营铜矿的生产和管理经验以保证 Lubambe 矿选厂选矿指标达到最优。

技改驱动产能提升，经济效益潜力可观。矿区现处于技改阶段，产能方面，技改前选矿厂处理能力 150 万 t/a，改造后达到 250 万 t/a(330d/a、7920h/a)，系统运转率 90.41%。选矿指标方面，技改前 TCu 回收率 80%、精矿品位 40%，技改后目标达到 TCu 回收率 84%、精矿品位>40%，精矿杂质含量满足销售标准。技改后预计可实现项目年均铜精矿产量为 7.75 万吨，铜精矿含铜金属量 3.25 万吨。根据《Lubambe 矿采选工程可行性研究》，项目达产后，年均利润总额 1,588.15 万美元，税后利润 1,268.82 万美元，税后财务净现值(i=10%)为 8,419.10 万美元，税后财务内部收益率 17.36%，税后投资回收期 7.40 年，因此该项目具有较好的经济效益潜力。

2.2.6. 哥伦比亚 San Matias 铜金银矿：多金属资源丰富，开采项目已进入环评

多金属资源丰富，公司 26 年取得控制权。根据 Alacran 矿床可行性研究，San Matias 铜金银矿保有矿石量 13,130 万吨，铜品位 0.36%，金品位 0.24 克/吨、银品位 2.27 克/吨。2026 年一季度，公司控股子公司 Veritas Resources AG 完成对 CMH 公司 50%股权的收购，Veritas Resources AG 现持有 CMH 公司 100%股权，公司通过 Veritas Resources AG 持有 CMH 公司 97.5%的股权，CMH 公司持有 Alacran 铜金银矿 100%权益。

图24：San Matias 矿区交通位置图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

项目前景广阔，已进入环评阶段。该项目包括 Alacran、Montiel East、Montile West 和 Costa Azul 矿床位于各种采矿权上，Alacran 矿床开采计划（PTO）目前已获哥伦比亚国家矿业局（ANM）批准，环境影响评估报告（EIA）已提交哥伦比亚国家环境许可证管理局（ANLA），尚待批复。Alacran 铜金银矿项目建设期预计 2 年，建成后矿山寿命预计为 14.2 年，综合回收率采用指标为:92.5%Cu、78.1%Au、62.9%Ag，项目年平均矿石开采量约为 610 万吨/年，矿山寿命期内采矿总量约 9,790 万吨。

3. 供需缺口奠定铜价中枢向上，AI 与贸易扰动放大弹性

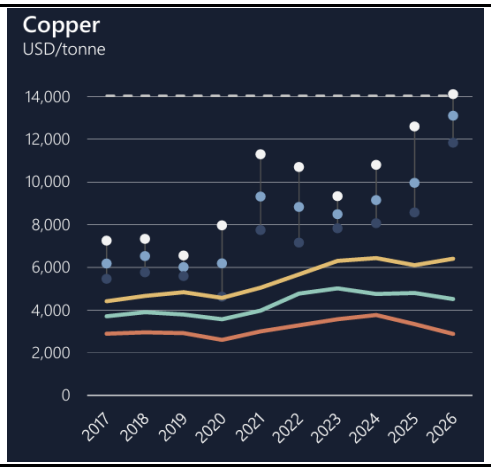
3.1. 供给端：矿端增量受限，原料紧张逐步向冶炼端传导

全球铜矿供应增速中枢已经明显下台阶，矿端长期增量弹性有限。铜精矿采用“金属价格扣减加工费”的计价模式，铜价变化会直接影响矿山盈利水平，并进一步影响资本开支和供应释放。历史上，当铜价跌破矿山成本线时，部分高成本矿山可能选择减产或停产，因此成本曲线往往能够对铜价形成阶段性支撑；反之，较高的铜价虽然能够改

请务必阅读正文之后的免责声明部分

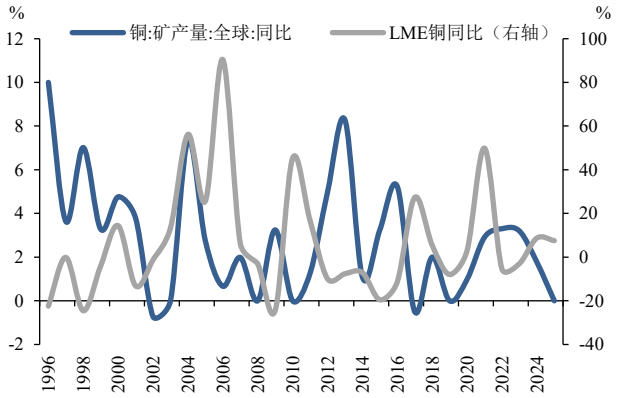
善矿山盈利，但从利润改善到资本开支、再到最终产量释放之间存在明显时滞。对于存量关停矿山而言，重新启动并完成爬产通常需要一年左右；对于新建矿山而言，从勘探、开发到最终投产往往需要十年甚至更长时间。受此影响，2015 年以后全球铜矿供应增速上限已经由此前的 8%-10%下降至 3%左右，2025 年全球铜矿供应增速进一步降至 0%，矿端供给的周期弹性明显弱化。

图25：铜价在 90 分位成本线有支撑



数据来源：Wind，同花顺，Boliden，东吴证券研究所

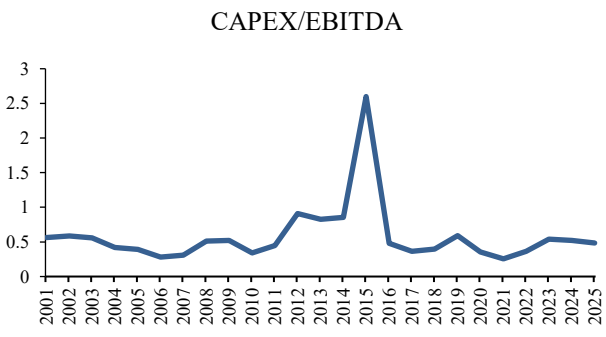
图26：铜矿供给增速下台阶



数据来源：Wind，同花顺，Boliden，东吴证券研究所

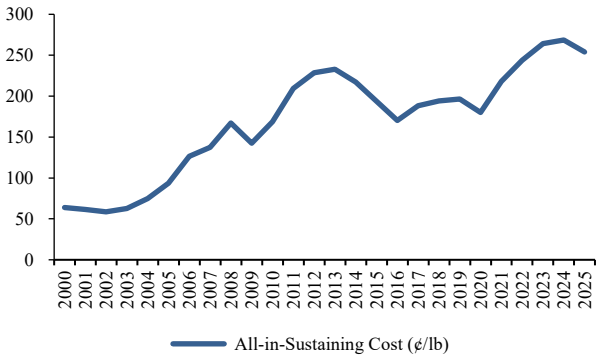
高铜价并未重新激活大规模矿山投资，当前铜矿资本开支仍呈现较强的防御性特征。从历史数据看，矿山利润向投资的传导时间正在延长，同时单位投资对于铜矿供应的边际贡献率下降，意味着同样的供应增量需要更高的铜价和利润水平才能形成有效刺激。当前初始投资意愿尤其偏弱，CAPEX/EBITDA 亦处于历史中低位。与此同时，全球铜矿平均品位长期下滑，新矿床越来越多位于深部或偏远地区，开发难度和资本强度持续上升；海外高利率环境推升项目融资成本，资源民族主义和资源保护政策亦增加项目开发的不确定性。矿石品位、资金成本与政策风险共同制约矿企扩张意愿，使高铜价向新增供给的传导效率进一步下降。

图27：CAPEX/EBITDA 处于中低位



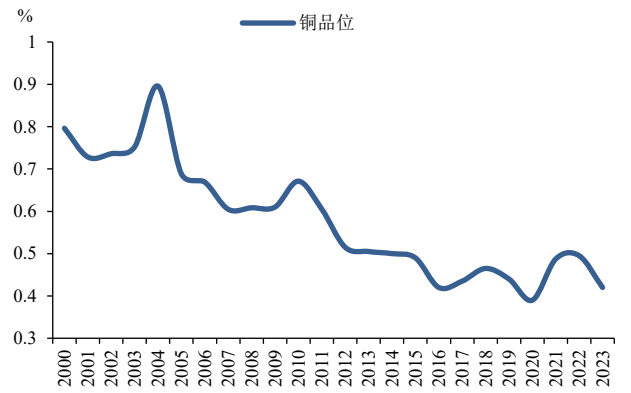
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图28：铜矿 AISC 在历史高位



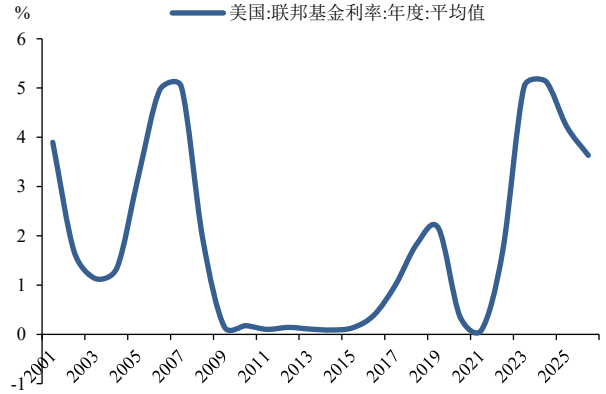
数据来源：S&P Global，东吴证券研究所

图29：全球铜矿品位趋势性下滑



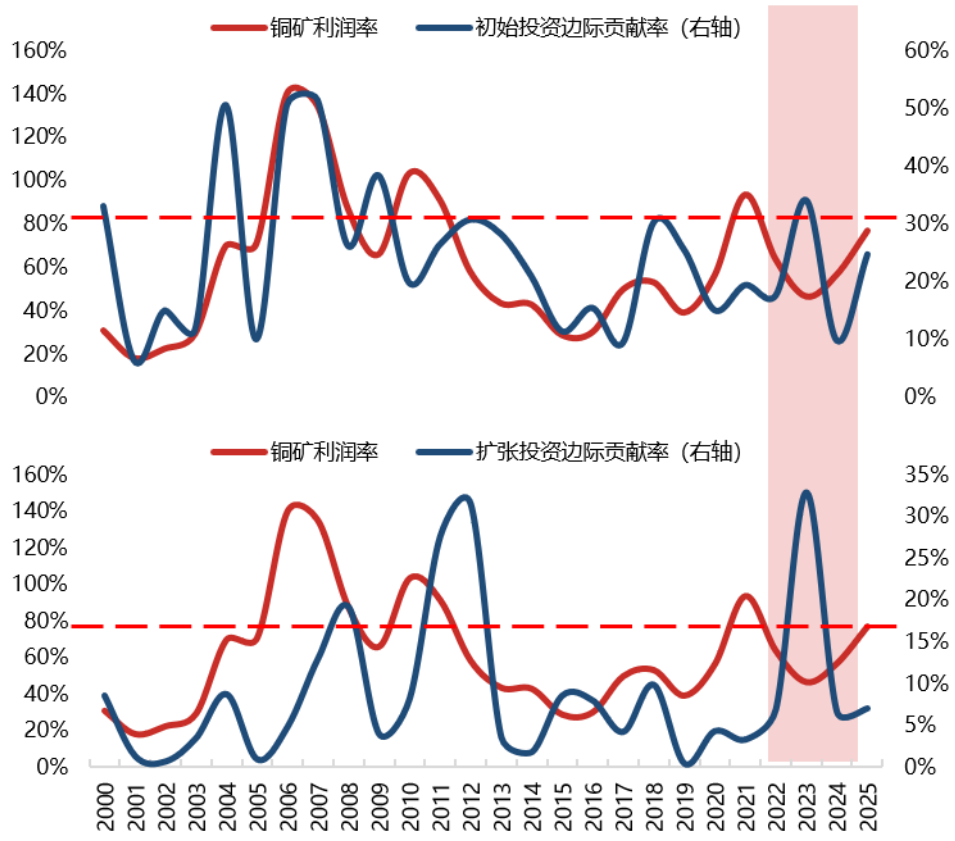
数据来源：Bloomberg，同花顺，东吴证券研究所

图30：高利率意味着更高的融资成本（2026 年数据统计至 8 月最新）



数据来源：Bloomberg，同花顺，东吴证券研究所

图31：初始投资跟随利润变化，从同步到滞后 2 年，80%左右利润率触发投资峰值，近年来扩张投资高位但是初始投资意愿低

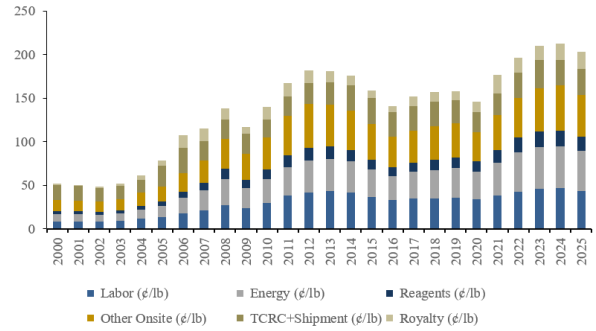


数据来源：S&P Global，Wood Mackenzie，Wind，同花顺，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

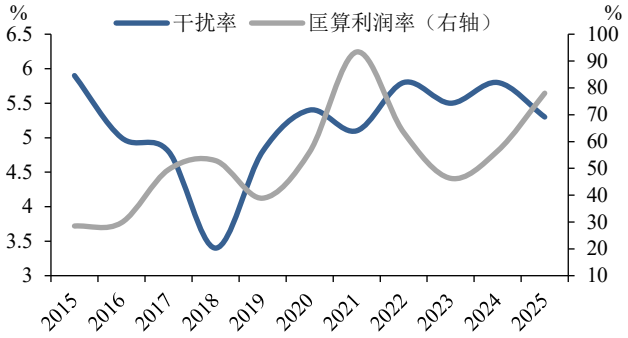
矿山成本抬升与生产干扰率维持高位，进一步强化供给约束。2020 年以来，能源、人工等生产成本明显上涨，推动全球铜矿成本曲线上移，2025 年 90 分位铜矿成本相较 2020 年增长约 40%。值得注意的是，在矿企利润水平已经明显改善的情况下，全球铜矿生产干扰率仍处于历史相对高位，表明高利润并未顺畅转化为稳定的产量释放。在干扰率高位背景下，铜矿供应增速恐不乐观。供应的屡屡不及预期或对价格形成长期托底，而其无法顺畅传导至供应放量亦将进一步巩固价格底部。

图32：近年来铜矿成本抬升显著



数据来源：S&P Global，同花顺，东吴证券研究所

图33：铜矿利润高位，生产干扰率亦处在高位



数据来源：S&P Global，同花顺，东吴证券研究所

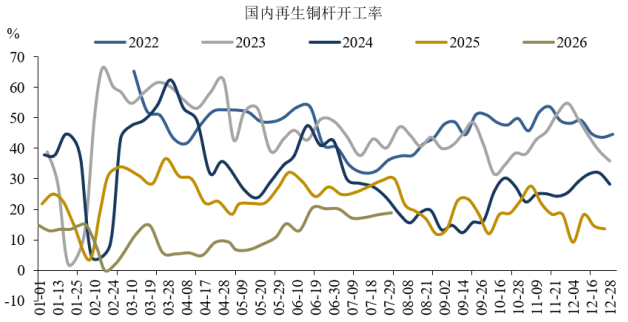
国内废铜供应同步收紧，原料端的约束由铜矿进一步延伸至再生铜。2026 年以来，再生资源行业税务监管明显趋严。“反向开票”等制度逐步规范行业票据链条，此前依赖地方政策和非标准票据模式的部分废铜供应受到影响。据 SMM 数据，2026 年 1-6 月国内废铜供应同比减少约 17 万吨，精废价差一度出现倒挂，再生铜杆开工率亦维持低位。短期来看，税务体系调整仍可能对废铜流通形成阶段性扰动；长期来看，规范化经营或推动行业集中度提升，但在新的供应体系稳定之前，废铜端难以对矿端紧张形成充分补充。

图34：精废价差一度倒挂，国内废铜供应紧张



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图35：受原料影响，今年以来国内再生铜杆开工率极低

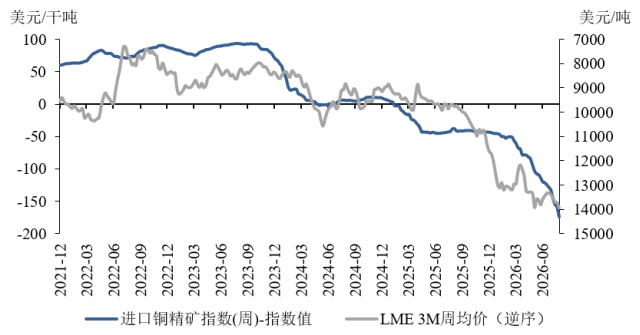


数据来源：S&P Global，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

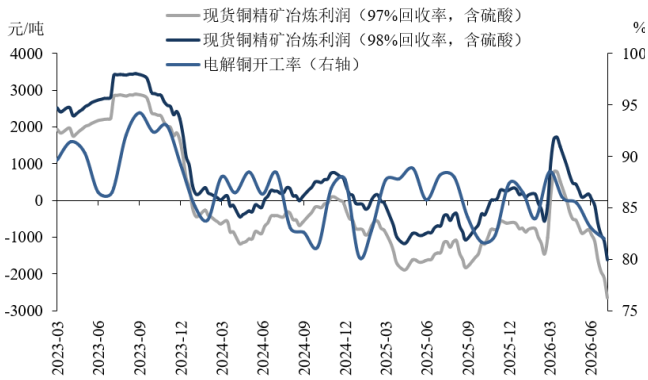
原料紧缺已经向冶炼端传导，极低 TC 正在迫使炼厂主动调整盈利模式和入炉结构。当前铜精矿现货加工费已经跌破-170 美元/吨，部分远期货源亦以较低 TC 成交，传统依靠铜精矿加工费获得利润的冶炼模式受到明显冲击；与此同时，受硫酸价格上涨影响，副产品收益成为部分炼厂的重要利润来源，部分炼厂开始降低入炉原料中的铜元素比例，并增加黄铁矿采购，通过扩大硫酸副产量改善现金流。海关数据显示，2026 年 1-6 月中国未焙烧黄铁矿进口量达到 79 万吨，累计同比+32 万吨/+66%，印证炼厂正在从单纯追求精炼铜产量，转向通过调整炉料结构维持整体生产经济性。我们认为，若铜精矿加工费长期维持极低水平，冶炼产能利用率可能逐步受到约束，矿端原料紧张最终仍可能向精炼铜供应传导。

图36：TC 深跌，对铜价形成一定支撑



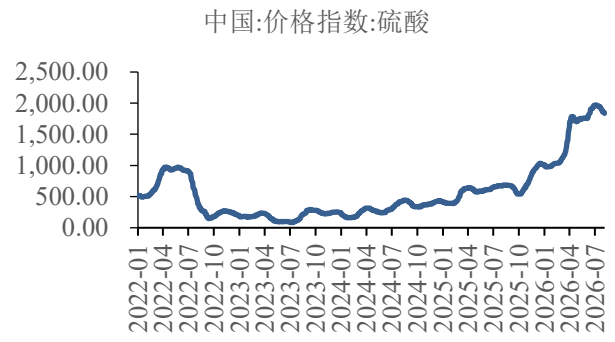
数据来源：SMM，Wind，同花顺，东吴证券研究所

图37：按照以往副产硫酸比例，炼厂利润暂承压



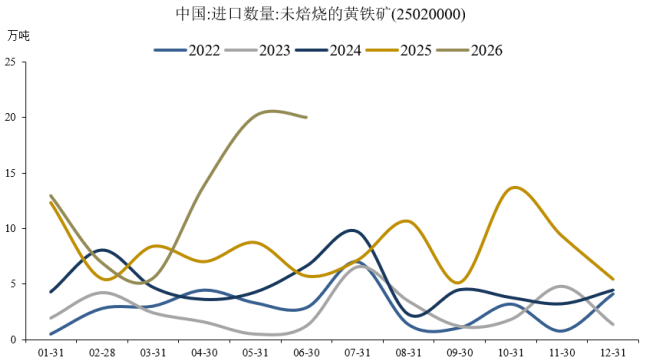
数据来源：SMM，Wind，同花顺，东吴证券研究所

图38：国内硫酸价格上涨显著



数据来源：SMM，Wind，同花顺，东吴证券研究所

图39：2026 年国内黄铁矿进口量高涨



数据来源：SMM，Wind，同花顺，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.2. 需求端：汽车电气化提供基本盘，新能源与 AI 贡献结构性增量

新能源汽车渗透率提升显著抬升单车铜用量，汽车电气化仍是未来铜需求最确定的增量来源之一。铜具有较好的导电性、延展性和可靠性，在新能源汽车中广泛应用于电机、电池、逆变器、线束及充电设施。根据 ICA 数据，传统燃油车、HEV、PHEV 及 BEV 单车用铜量分别约为 23、40、60 和 83kg，参考彭博给予的汽车销量预测，预计 2026-2030 年汽车行业用铜量 CAGR 约 6%。

表7：全球汽车行业用铜量增速高于汽车销量增速

汽车销量（万辆）	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
BEV	197.71	421.05	666.74	881.25	1035.40	1287.99	1438.74	1613.12	1785.89	1966.95	2168.11
HEV	313.76	396.84	441.24	577.05	697.28	774.88	866.96	988.07	1151.31	1364.51	1631.14
PHEV	92.67	180.65	254.46	369.66	585.46	649.26	630.31	722.37	827.36	970.23	1175.90
其他	6026.79	5925.80	5404.16	5644.62	5480.98	5190.54	4814.85	4663.05	4362.37	3993.08	3486.56
总计	6630.94	6924.34	6766.60	7472.58	7799.13	7902.67	7750.86	7986.60	8126.93	8294.78	8461.71
yoy		**4%**	**-2%**	**10%**	**4%**	**1%**	**-2%**	**3%**	**2%**	**2%**	**2%**
用铜量（万吨）											
BEV	16.41	34.95	55.34	73.14	85.94	106.90	119.42	133.89	148.23	163.26	179.95
HEV	12.55	15.87	17.65	23.08	27.89	31.00	34.68	39.52	46.05	54.58	65.25
PHEV	5.56	10.84	15.27	22.18	35.13	38.96	37.82	43.34	49.64	58.21	70.55
其他	138.62	136.29	124.30	129.83	126.06	119.38	110.74	107.25	100.33	91.84	80.19
总计	173.14	197.95	212.55	248.23	275.02	296.24	302.65	324.00	344.26	367.89	395.94
yoy		**14%**	**7%**	**17%**	**11%**	**8%**	**2%**	**7%**	**6%**	**7%**	**8%**

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

风电和光伏仍维持正向用铜增长，为能源转型背景下的铜需求提供稳定支撑。光伏系统中的铜主要分布在组件焊带、接线盒、逆变器以及高压并网电缆等环节，分布式和集中式光伏单 MW 用铜量分别约为 4.75 吨和 4 吨；风电方面，陆上和海上风电单 MW 铜需求分别约为 3.75 吨和 8.75 吨，海上风电由于电缆及输电距离更长，铜强度明显高于陆上项目。结合国际能源署（IEA）对未来光伏、风电装机的预测，2026-2030 年间风+光行业用铜量 CAGR 为 4%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

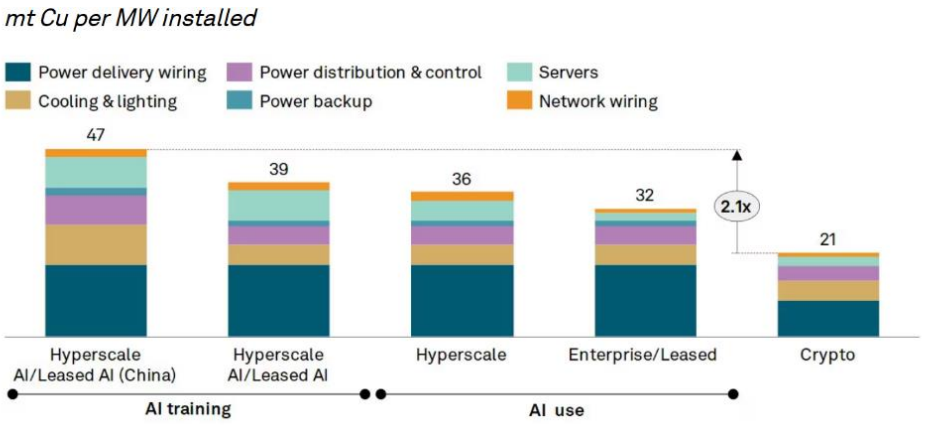
表8：全球光伏和风电行业用铜量增速有望提高

装机（GW）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
分布式	930.8	1195.3	1428	1646.7	1889.2	2148.3	2430.2
集中式	1229.7	1550.3	1857.7	2197.1	2528.2	2886	3276.2
陆上风电	1047.3	1171.2	1276.9	1398.2	1519.7	1641.7	1779.6
海上风电	83.4	98.2	116.6	137.1	158.7	186.7	223.8
新增装机（GW）							
分布式		264.5	232.7	218.7	242.5	259.1	281.9
集中式		320.6	307.4	339.4	331.1	357.8	390.2
陆上风电		123.9	105.7	121.3	121.5	122	137.9
海上风电		14.8	18.4	20.5	21.6	28	37.1
用铜量（万吨）							
分布式		125.64	110.53	103.88	115.19	123.07	133.90
集中式		128.24	122.96	135.76	132.44	143.12	156.08
陆上风电		46.46	39.64	45.49	45.56	45.75	51.71
海上风电		12.95	16.10	17.94	18.90	24.50	32.46
总计		**313.29**	**289.23**	**303.07**	**312.09**	**336.44**	**374.16**
yoy			**-8%**	**5%**	**3%**	**8%**	**11%**

数据来源：IEA，东吴证券研究所

AI 数据中心正在成为铜需求中增长最快的新兴应用场景之一，其影响不仅来自服务器本身，还会进一步外溢至配套电网建设。铜在数据中心主要应用于电力传输、信号连接、散热以及半导体制造等环节。据标普，超大规模/租赁型 AI 数据中心每 MW 耗铜量为 39 吨，而 JLL 数据显示，2025 年全球数据中心装机 102GW，将以 14%的 CAGR 达到 2030 年的 200GW，测算得 2026-2030 年期间数据中心装机所带动的铜消费增量在 10 万吨/年的量级，此外还有配套电力电网拉动。

图40：超大规模/租赁型 AI 数据中心每 MW 耗铜量为 39 吨



数据来源： S&P Global，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表9：全球数据中心装机耗铜量测算

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球数据中心装机（GW）	102	117	134	153	175	200
全球数据中心新增装机（GW）		15	17	19	22	25
数据中心铜单耗（吨/MW）	39	39	39	39	39	39
数据中心耗铜（万吨）		57	66	75	86	98
数据中心新增耗铜（万吨）			8	9	11	12

数据来源：Wood Mackenzie，S&P Global，JLL，东吴证券研究所

3.3. 供需平衡：2026-2027 年全元素维持缺口，美国库存虹吸进一步放大区域紧张

矿端增量不足叠加结构性需求增长，2026-2027 年全球铜全元素平衡仍处于短缺状态。根据 Wood Mackenzie 数据，2026-2027 年全球精炼铜总产量预计分别为 2800.6 万吨和 2846.2 万吨，高于同期 2773.1 万吨和 2828.1 万吨的消费量，表面上分别形成约 27.5 万吨和 18.1 万吨的精炼铜结余。但这一产量增长部分依赖铜精矿和粗铜库存的消耗，考虑产业链各环节库存变化后，2026-2027 年全元素缺口仍分别约为 2.5 万吨和 6.9 万吨，反映矿端原料供应依然偏紧。

表10：铜的全球全元素平衡表（单位：千吨）

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
铜矿供应	18006	18370	18774	19508	19661	19785	21187	22423	23033	23154
yoy		2%	2%	4%	1%	1%	7%	6%	3%	1%
冶炼产量	20214	20994	21334	21891	22955	23584	24101	25318	26312	26729
湿法产量	3544	3430	3615	3592	3644	3674	3560	3569	3632	3662
精炼铜总产量	24036	24955	25170	25823	26916	28006	28462	29178	30032	30612
yoy		4%	1%	3%	4%	4%	2%	3%	3%	2%
精炼铜总消费量	24002	24943	25197	25851	26779	27731	28281	28857	29536	30148
yoy		4%	1%	3%	4%	4%	2%	2%	2%	2%
库存变化-铜精矿	-252	-160	-175	-146	-157	-244	-140	150	250	250
库存变化-粗铜	-125	-95	-135	-73	-12	-55	-110	260	350	120
库存变化-电解铜	34	12	-26	-29	137	274	181	321	496	464
元素平衡	-343	-243	-336	-247	-31	-25	-69	731	1096	834

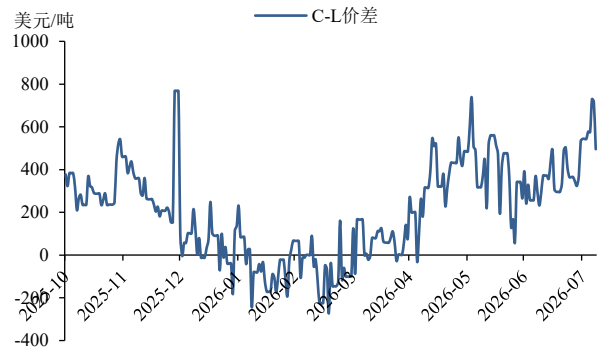
数据来源：Wood Mackenzie，东吴证券研究所

美国关税预期推动全球库存持续向美国集中，进一步强化非美地区的低库存风险。2025 年 7 月，美国总统特朗普签署公告，对铜半成品及衍生品征收 50%关税，精炼铜暂时被排除在外。美国商务部此前建议从 2027 年 1 月起对精炼铜征收 15%的关税，2028 年进一步上调至 30%。但这一建议尚未形成最终征税决定。受未来可能加税的预期影响，

贸易商提前采取了行动，非美地区铜持续不断往美国运输。

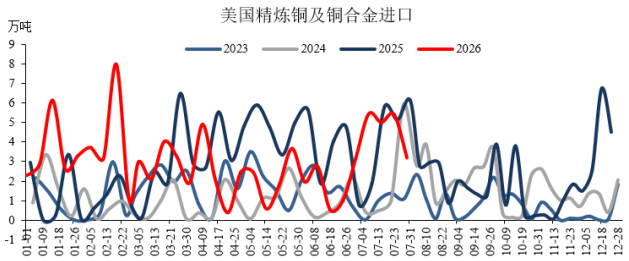
这一库存迁移本身并不会改变全球铜元素总量，却会改变铜的区域分布。随着更多可流通铜库存进入美国，欧洲、亚洲等非美地区可供交割和现货贸易的库存相应下降，在全球全元素本就处于紧平衡甚至小幅短缺的情况下，非美市场更容易出现现货升水快速上行、低库存乃至阶段性挤仓。我们认为，关税并非决定铜长期供需趋势的核心变量，但其能够显著放大库存重新配置和区域错配，从而提升铜价波动弹性。

图41：CL 价差处于高位，隐含加关税预期



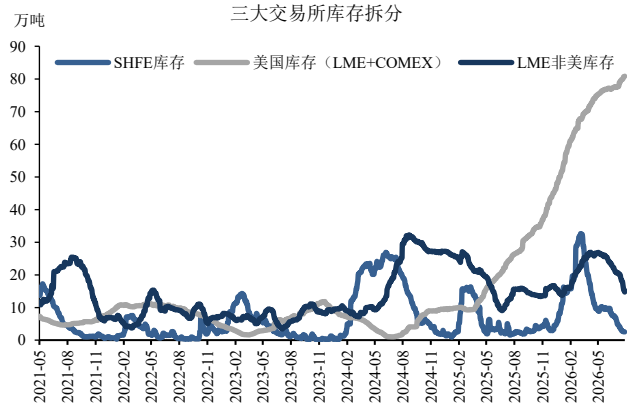
数据来源：Wind，SMM，Bloomberg，东吴证券研究所

图42：2026 年美国铜进口量仍在高位



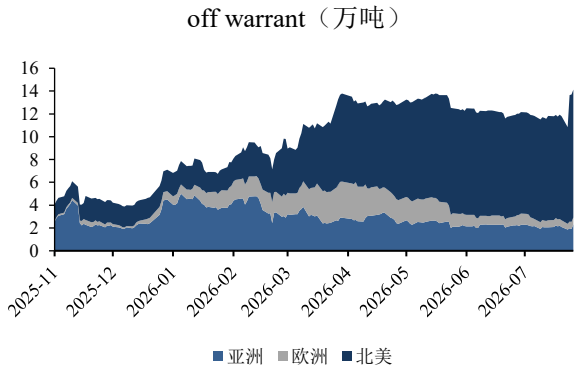
数据来源：Wind，SMM，Bloomberg，东吴证券研究所

图43：美国铜显性库存高达 80 万吨



数据来源：Wind，SMM，Bloomberg，东吴证券研究所

图44：2026 北美铜的隐性库存高达 11 万吨



数据来源：Wind，SMM，Bloomberg，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

基于公司在建项目规划的分析，以及我们对未来公司细分业务和铜价等作出核心假设：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

26/27/28 年公司权益铜产量 9.05/9.40/13.00 万吨，yoy+11%/4%/38%，铜价假设 13600/14000/14000 美元/吨，磷价 1000 元/吨附近持稳，铜精矿及磷矿石销售毛利率有望抬升至 50%以上，矿服板块每年保持稳定增速 10%左右。

表11：公司主要细分板块营收及毛利情况拆分（单位：百万元）

收入项目		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
铜精矿及磷矿石销售	收入	625.78	3,209.33	6,985.74	8,983.00	9,881.30	11,946.49
	收入增速	-	413%	118%	29%	10%	21%
	毛利率	48%	42%	45%	50%	52%	52%
采矿运营管理	收入	4,480.84	4,419.02	4,920.95	5,659.09	6,225.00	6,847.50
	收入增速	-	-1%	11%	15%	10%	10%
	毛利率	30%	28%	24%	22%	22%	22%
矿山工程建设	收入	1,986.67	2,003.24	1,504.88	1,730.62	1,817.15	1,908.01
	收入增速	-	1%	-25%	15%	5%	5%
	毛利率	27%	23%	16%	16%	16%	16%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

估值及投资建议：估算公司 26/27/28 年归母净利润为 35/40/49 亿元，对应 PE 9.3/8.2/6.7x。对应具体可比公司上，我们选取了布局铜矿资源的西部矿业、洛阳钼业和铜陵有色进行对比。选取理由：上述公司均布局铜矿产能，与公司处于同一产业链，且均为 A 股上市公司、有 Wind 一致预期，具备可比性。截至 2026 年 11 月 12 日，根据 Wind 一致预期，2028 年可比公司平均 PE 为 6.9 倍，我们预计公司 PE 为 6.7 倍，基于公司远期铜矿产能放量较大，且充分受益于铜价上涨景气周期，首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：可比公司估值表（截至 2026 年 11 月 12 日）

股票代码	公司	市值（亿元）	股价（元）	归母净利润			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
601168.SH	西部矿业	658.4	27.6	80.1	89.2	96.5	8.2	7.4	6.8
603993.SH	洛阳钼业	2737.2	13.3	323.2	357.0	407.8	8.5	7.7	6.7
000630.SZ	铜陵有色	647.7	4.8	65.1	84.4	89.6	9.9	7.7	7.2
	均值						**8.9**	**7.6**	**6.9**
603979.SH	**金诚信**	**327.9**	**52.6**	**35.4**	**40.1**	**49.0**	**9.3**	**8.2**	**6.7**

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算 备注：可比公司盈利来自于 Wind 一致预期

5. 风险提示

1）矿山推进不及预期风险

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司近年来持续推进矿山资源开发业务，未来业绩增长在一定程度上依赖于现有矿山的稳产增产及在建项目的顺利投产。矿山开发具有投资规模大、建设周期长、技术难度高等特点，项目实际推进过程中可能受到地质条件复杂、井下施工难度增加、设备交付延迟、基础设施配套不足、审批进度变化及资本开支超预算等因素影响。同时，矿山建成投产后，实际采矿量、入选品位及选矿回收率等指标仍存在一定不确定性，可能导致项目产能爬坡速度低于预期。

2）宏观风险

公司主营业务涵盖矿山服务和矿山资源开发，均与全球宏观经济运行及矿业行业景气度密切相关。矿山服务业务主要面向大型矿业企业，下游客户的资本开支、矿山建设进度及采矿活动规模受到全球经济增长、矿产品价格及行业投资周期等因素影响。铜价受到全球供需关系、美元汇率、主要经济体货币政策及国际贸易环境等多重因素影响，若未来铜价出现持续下跌，公司资源开发业务的销售收入亦会受影响。

3）地缘政治风险

公司国际化布局程度较高，矿山服务及资源开发业务广泛分布于刚果（金）、赞比亚、哥伦比亚等国家和地区。 由于不同国家在政治环境、矿业政策、税收制度、劳工管理及外汇监管等方面存在差异，公司海外项目面临一定的地缘政治和国别经营风险。

金诚信三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**13,059**	**14,398**	**17,447**	**21,864**
货币资金及交易性金融资产	7,381	5,957	8,701	11,847
经营性应收款项	2,817	4,415	4,569	5,294
存货	1,800	2,342	2,309	2,577
合同资产	434	804	840	949
其他流动资产	627	880	1,028	1,197
非流动资产	**9,169**	**10,975**	**11,945**	**12,616**
长期股权投资	529	666	788	911
固定资产及使用权资产	6,223	7,104	7,631	7,906
在建工程	390	467	552	646
无形资产	1,266	1,495	1,712	1,876
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	54	60	64	67
其他非流动资产	708	1,183	1,198	1,209
资产总计	**22,228**	**25,373**	**29,391**	**34,479**
流动负债	**6,470**	**7,536**	**8,026**	**8,877**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,702	1,743	1,683	1,601
经营性应付款项	1,578	2,275	2,355	2,671
合同负债	212	211	238	285
其他流动负债	2,978	3,307	3,751	4,319
非流动负债	**4,607**	**4,680**	**4,900**	**5,100**
长期借款	1,770	1,970	2,170	2,370
应付债券	1,920	1,920	1,920	1,920
租赁负债	46	46	66	66
其他非流动负债	871	745	745	745
负债合计	**11,077**	**12,216**	**12,926**	**13,977**
归属母公司股东权益	11,141	13,143	16,447	20,480
少数股东权益	10	14	18	23
所有者权益合计	**11,151**	**13,157**	**16,465**	**20,503**
负债和股东权益	**22,228**	**25,373**	**29,391**	**34,479**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**13,894**	**17,033**	**18,831**	**21,956**
营业成本(含金融类)	9,195	10,777	11,694	13,381
税金及附加	431	511	565	659
销售费用	30	51	56	66
管理费用	527	646	714	833
研发费用	142	175	193	225
财务费用	329	22	132	161
加:其他收益	15	0	0	0
投资净收益	(46)	0	0	0
公允价值变动	211	0	0	0
减值损失	(211)	(129)	(123)	(98)
资产处置收益	6	0	0	0
营业利润	**3,214**	**4,722**	**5,352**	**6,534**
营业外净收支	(3)	(1)	(1)	(1)
利润总额	**3,212**	**4,721**	**5,351**	**6,533**
减:所得税	950	1,180	1,338	1,633
净利润	**2,262**	**3,541**	**4,014**	**4,900**
减:少数股东损益	(77)	4	4	5
归属母公司净利润	**2,339**	**3,537**	**4,010**	**4,895**
每股收益-最新股本摊薄(元)	3.75	5.67	6.43	7.85
EBIT	3,452	4,743	5,483	6,694
EBITDA	4,736	6,014	6,962	8,347
毛利率(%)	33.82	36.73	37.90	39.06
归母净利率(%)	16.83	20.77	21.29	22.29
收入增长率(%)	39.74	22.59	10.56	16.59
归母净利润增长率(%)	47.66	51.26	13.35	22.08

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,377	3,198	5,872	6,375
投资活动现金流	(2,043)	(3,472)	(2,799)	(2,700)
筹资活动现金流	1,787	(1,269)	(679)	(903)
现金净增加额	4,131	(1,724)	2,394	2,771
折旧和摊销	1,284	1,271	1,478	1,654
资本开支	(1,346)	(2,432)	(2,280)	(2,158)
营运资本变动	500	(1,822)	122	(437)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	17.56	20.77	26.07	32.53
最新发行在外股份（百万股）	624	624	624	624
ROIC(%)	16.79	20.08	19.99	20.59
ROE-摊薄(%)	20.99	26.91	24.38	23.90
资产负债率(%)	49.83	48.15	43.98	40.54
P/E（现价&最新股本摊薄）	14.02	9.27	8.18	6.70
P/B（现价）	2.99	2.53	2.02	1.62

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn