中色股份（000758.SZ）

资源+工程驱动业绩增长，矿产铅锌有望大幅提升

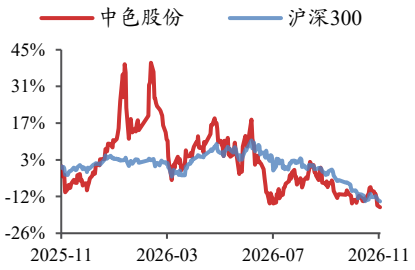
——公司深度报告

2026 年 11 月 16 日

投资评级：买入（维持）

日期	2026/11/16
当前股价(元)	5.40
一年最高最低(元)	9.53/5.32
总市值(亿元)	107.45
流通市值(亿元)	107.07
总股本(亿股)	19.90
流通股本(亿股)	19.83
近 3 个月换手率(%)	75.64

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

孙二春（分析师）
sunerchun@kysec.cn
证书编号：S0790525060001

陈俊杰（联系人）
chenjunjie@kysec.cn
证书编号：S0790126060023

● **2026 前三季度业绩稳步增长，工程+资源双轮驱动公司成长**

2026 年前三季度，公司实现营业收入 94.9 亿元，同比增长 36.88%；归母净利润 7.7 亿元，同比增长 59.35%；扣非归母净利润 4.3 亿元，同比增长 42.99%。目前公司工程承包业务在手订单充裕，业务发展稳健，随着罗拉资源并表运营、白音诺尔铅锌矿扩建和达瑞项目未来建成投产，公司有望在工程+资源双轮驱动下实现快速成长。**因此，我们将公司 2026-2027 年归母净利润预测分别上调 29.6%/28.5%至 8.50/10.02 亿元，并新增 2028 年归母净利润预测 11.50 亿元；对应 EPS 分别为 0.43/0.50/0.58 元，当前股价对应 PE 分别为 12.6/10.7/9.3 倍。维持“买入”评级。**

● **资源业务成长潜力可观，中远期公司铅锌产量有望较 2025 年增长 356%**

2026 年 4 月，公司完成对罗拉资源的并购。据估算其全年锌、铅以及银产量分别约为 5.8 万吨、1.0 万吨和银 42.2 吨。白音诺尔 165 万吨扩建项目已于 2026 年 6 月开工。达产后，锌、铅金属年产量有望分别达到 6.4 万吨和 2.1 万吨，较 2025 年分别增加 3.1 万吨和 1.2 万吨。达瑞铅锌矿正处于建设期，建成达产后预计新增锌、铅金属年产量分别为 9.8 万吨和 5.4 万吨。据测算，上述项目全部达产后，公司铅锌金属年产量有望达到 33.7 万吨，较 2025 年增长 356%。

● **工程承包业务在手订单充裕，支撑公司业绩持续释放**

2026 年上半年，公司工程承包实现收入 37.6 亿元，同比增长 21.5%，占营业收入比重约 58.9%。公司在手订单规模保持高位，截至 2026 年 9 月末，在执行未完工订单金额为 297 亿元，新签约及已签约未生效项目订单总金额达到 144 亿元。2026 年 10 月 19 日，公司与哈萨克斯坦矿业冶炼有限责任公司签署了哈萨克斯坦 30 万吨/年铜冶炼厂项目的准备工作启动协议。

● **风险提示：**公司项目建设进度低于预期；海外政策及法律法规变动风险；汇率波动风险；金属价格波动风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8,918	10,120	12,230 672		14,389
YOY(%)	-4.7	13.5	20.9	11.8	5.2
归母净利润(百万元)	402	476	850	1,002	1,150
YOY(%)	12.0	18.2	78.7	17.9	14.8
毛利率(%)	14.6	16.0	15.0	17.1	18.2
净利率(%)	4.5	4.7	6.9	7.3	8.0
ROE(%)	5.7	5.5	9.0	9.7	10.1
EPS(摊薄/元)	0.20	0.24	0.43	0.50	0.58
P/E(倍)	26.7	22.6	12.6	10.7	9.3
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 核心亮点：资源业务成长可期，工程订单充裕贡献稳定增长 4
1.1、 资源业务 4
1.1.1、 罗拉资源：并购优质在产矿山项目，实现南美区域重要布局 4
1.1.2、 白音诺尔：扩产项目开工，生产规模有望翻倍 6
1.1.3、 敖包锌矿：露天转地下开采平稳过渡，成本上涨盈利阶段性承压 7
1.1.4、 达瑞矿业：高品位大型铅锌矿，项目建设仍存不确定性 9
1.2、 工程承包业务 9
2、 运营与财务表现 10
3、 盈利预测与投资建议 13
4、 风险提示 14
附：财务预测摘要 15

图表目录

图 1： 公司所有项目达产后，铅锌金属产量有望较 2025 年增长 356% 4
图 2： 2026 年 4 月 17 日，公司完成了对秘鲁 Raura99.9004%股权的收购 5
图 3： 2026H1 Raura 锌多金属矿锌产量达 2.92 万吨，铅产量达 0.48 万吨，银产量 21.1 吨 5
图 4： 2025 年 1 月-7 月 Raura 实现 1.05 亿美元营业收入 5
图 5： 2025 年白音诺尔铅锌矿锌金属产量达到 3.29 万吨，铅金属产量达到 0.91 万吨 7
图 6： 2026H1 白音诺尔项目营收同比下降 9.5%至 3.5 亿元，净利润同比上升 25.2%至 0.8 亿元 7
图 9： 2026H1 敖包锌矿锌金属产量 1.5 万吨，同比下降 2.0% 8
图 10： 2026H1 敖包锌矿营收同比提升 6.4%至 2.9 亿元；净利润同比下降 23.8%至 0.6 亿元 8
图 11： 据测算，2026H1 单吨锌金属成本约 1.08 万元/吨 8
图 12： 2026H1 单吨锌金属净利润为 0.35 万元/吨 8
图 13： 2026 前三季度公司营收同比增长 36.9%至 94.9 亿元 11
图 14： 2026 前三季度公司扣非归母净利润同比增长 43.0%至 4.3 亿元 11
图 15： 2026H1 公司工程承包实现收入 37.6 亿元，同比增长 21.5% 11
图 16： 2026H1 公司资源业务实现收入 24.2 亿元，同比增长 20.4% 11
图 17： 汇兑损失增加，2026 前三季度财务费用率提升至 2.7% 12
图 18： 2026 前三季度毛利率为 16.8%，同比增长 0.8 个百分点；净利率为 8.7%，同比上升 1.1 个百分点 12
图 19： 2026 年前三季度，公司资产负债率由 2025 年底 61.8%提升至 68.3% 12
图 20： 2026 年前三季度，公司有息负债较 2025 年底提升 41.5%至 72 亿元 12
图 21： 2026 前三季度公司现金流净额为 0.3 亿元，同比增长 108.1%（单位：亿元） 13
图 22： 2026 年前三季度，公司资本开支同比增长 278.7%至 9.4 亿元 13

表 1： 2022-2024 年 Raura 锌铅产量随着矿山处理量增长而逐年上升 6
表 2： 截至 2024 年 12 月 31 日，Raura 矿山保有锌金属储量 59.73 万吨，铅金属储量 8.49 万吨 6
表 3： 截至 2024 年 12 月 31 日，Raura 矿山保有锌金属资源量 161.37 万吨，铅金属资源量 34.78 万吨 6
表 4： 截至 2025 年末，敖包锌矿保有锌金属资源量为 24.83 万吨、平均品位 9.97% 9
表 5： 截至 2025 年末，达瑞铅锌矿保有锌金属资源量为 225.62 万吨、平均品位 10.9% 9
表 6： 达瑞铅锌矿投产后预计锌金属产量 9.8 万吨/年，铅金属产量 5.4 万吨/年 9
表 7： 2020-2025 年公司在手订单整体呈上升趋势，能为公司带来稳定现金流 10

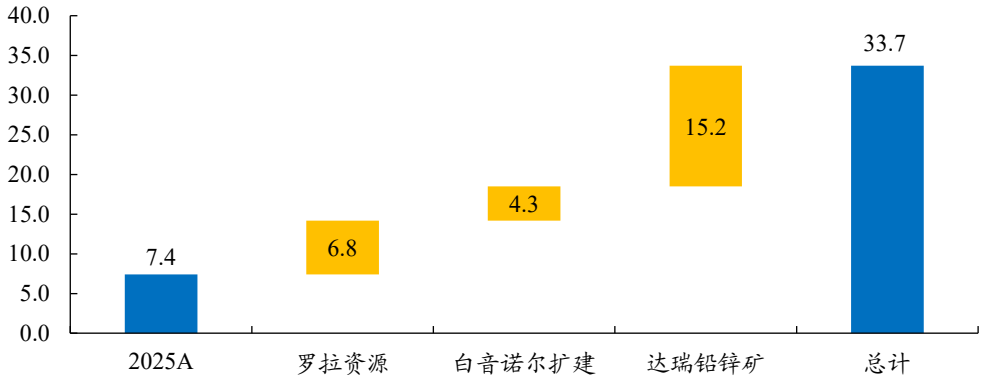
表 8： 公司重点项目进展良好 10
表 9： 公司业绩拆分与盈利预测（单位：亿元） 13

1、 核心亮点：资源业务成长可期，工程订单充裕贡献稳定增长

1.1、 资源业务

并购及在建项目有望推动公司金属产量显著增长。2026 年 4 月，公司完成对罗拉资源的并购。2026 年上半年，旗下 Raura 矿山生产锌金属 2.92 万吨、铅金属 0.48 万吨、银金属 21.1 吨、铜金属 430.8 吨。据此估算全年产量分别约为锌 5.8 万吨、铅 1.0 万吨、银 42.2 吨以及铜 861.6 吨。白音诺尔 165 万吨扩建项目已于 2026 年 6 月开工，建成后采选产能将由 99 万吨/年提升至 165 万吨/年；达产后，锌铅金属年产量有望分别达到 6.4 万吨和 2.1 万吨，较 2025 年分别增加 3.1 万吨和 1.2 万吨。此外，达瑞铅锌矿正处于建设期，建成达产后预计新增锌、铅金属年产量分别为 9.8 万吨和 5.4 万吨。据测算，上述项目全部达产后，公司铅锌金属年产量有望达到 33.7 万吨，较 2025 年增长 356%。此外，公司于 2026 年 3 月取得了青海哈日扎探矿权。截至探矿权成交时披露，该矿共含有铅资源量 25.28 万吨、锌资源量 10.53 万吨、银资源量 1294.61 吨以及铜资源量 8.71 万吨。随着进一步的勘探，金属资源量有望持续提升，为公司未来发展增添资源保障。

图1：公司所有项目达产后，铅锌金属产量有望较 2025 年增长 356%

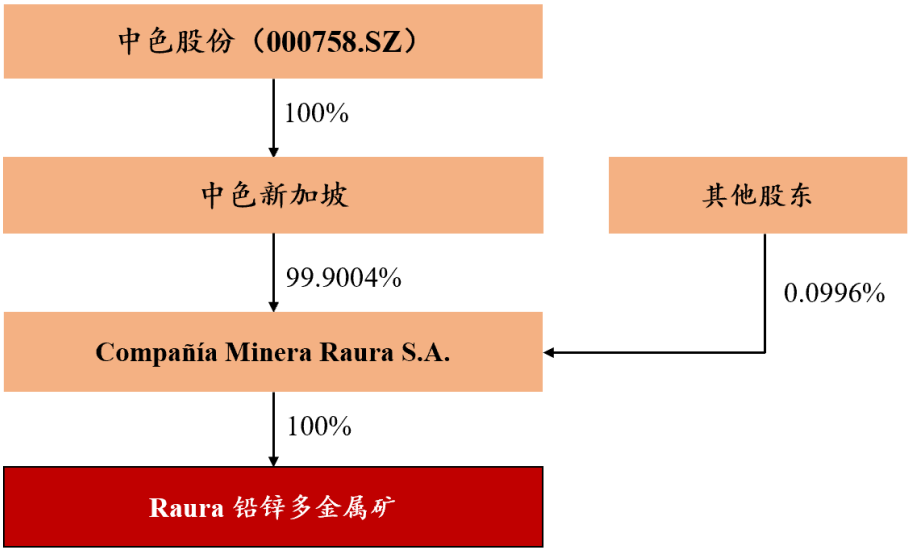


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.1.1、 罗拉资源：并购优质在产矿山项目，实现南美区域重要布局

罗拉资源收购交割完成，矿山资源进一步丰富。2026 年 4 月 17 日，中色股份全资子公司中色新加坡以 1.06 亿美元完成了对秘鲁 Raura 公司 99.9004%股权收购。Raura 公司核心资产为位于秘鲁中部安第斯山区的 Raura 铅锌多金属矿——矽卡岩型矿床，伴生银、铜，并配套一座专为矿山供电的水电站；此外还持有 11 宗采矿特许权。

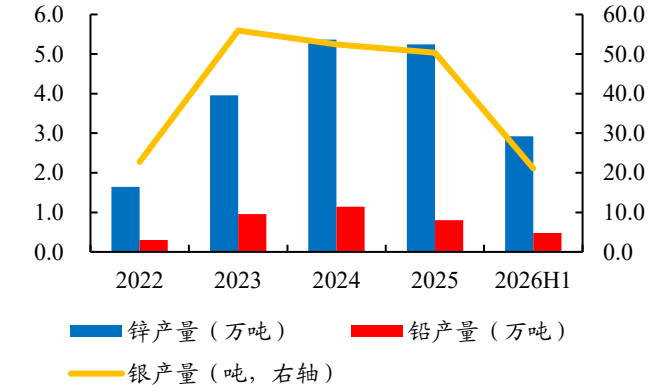
图2：2026 年 4 月 17 日，公司完成了对秘鲁 Raura99.9004%股权的收购



资料来源：公司公告、开源证券研究所

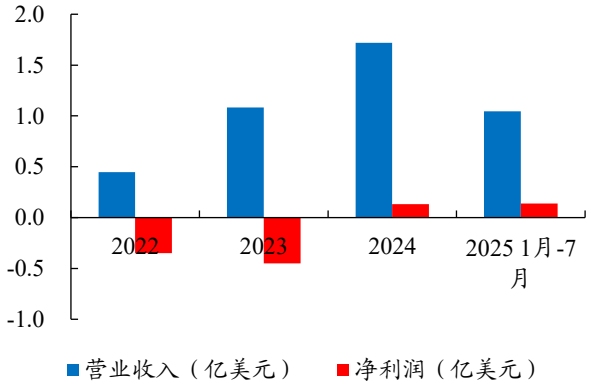
Raura 项目已并表贡献利润。2026 年上半年，Raura 生产锌金属 2.92 万吨、铅金属 0.48 万吨、银金属 21.08 吨、铜金属 430.83 吨。其中 4 月 17 日交割日至 6 月末贡献锌金属 1.20 万吨、铅金属 0.18 万吨、银金属 7.96 吨、铜金属 258.61 吨，实现营业收入 3.55 亿元，净利润 0.7 亿元。

图3：2026H1 Raura 锌多金属矿锌产量达 2.92 万吨，铅产量达 0.48 万吨，银产量 21.1 吨



数据来源：秘鲁能源与矿业部（MINEM）统计公告、秘鲁中央储备银行（BCRP）统计公告、公司公告、开源证券研究所

图4：2025 年 1 月-7 月 Raura 实现 1.05 亿美元营业收入



数据来源：公司公告、开源证券研究所

产能释放效果显著，采选量提升推动锌铅产量快速增长。2022—2024 年，Raura 矿石处理量由 38.55 万吨提升至 102.48 万吨，累计增长 165.8%，矿山生产规模持续扩大。与此同时，入选矿石品位有所改善，2024 年锌、铅品位分别提升至 5.51%和 1.19%，较 2022 年分别提高 1.01 和 0.33 个百分点；锌、铅回收率分别达到 94.9%和 93.8%，选矿效率保持稳定。受益于采选规模扩大、入选品位提升及回收率改善，2024 年锌、铅产量分别达到 5.36 万吨和 1.14 万吨，较 2022 年分别增长 226.5%和 276.5%。2026 年上半年，Raura 生产锌金属 2.92 万吨、铅金属 0.48 万吨。

表1：2022-2024 年 Raura 锌铅产量随着矿山处理量增长而逐年上升

	2022	2023	2024
处理量（万吨）	38.6	94.0	102.5
锌品位（%）	4.5%	4.5%	5.5%
回收率（%）	94.6%	94.2%	94.9%
锌产量（吨）	**16417**	**39577**	**53608**
铅品位（%）	0.9%	1.1%	1.2%
回收率（%）	91.6%	93.2%	93.8%
铅产量（吨）	**3038**	**9547**	**11439**

数据来源：秘鲁能源与矿业部（MINEM）统计公告、秘鲁中央储备银行（BCRP）统计公告、公司公告、开源证券研究所（回收率由秘鲁能矿部披露的铅锌产量数据结合公司披露采选量及品位倒推，非实际披露，仅供参考）

Raura 矿山资源禀赋优异，锌金属资源量达 161.37 万吨。截至 2024 年末，Raura 铅锌多金属矿山保有锌、铅金属储量分别为 59.73 万吨、8.49 万吨，平均品位分别为 6.38%、0.91%；保有锌、铅金属资源量分别为 161.37 万吨、34.78 万吨，平均品位分别为 5.38%、1.16%。此外，矿山保有银、铜金属储量分别为 551 吨、3.26 万吨，资源量分别为 1,872 吨、11.92 万吨。Raura 矿山具备较为丰富的多金属资源储备，为后续持续生产及资源开发提供有力支撑。

表2：截至 2024 年 12 月 31 日，Raura 矿山保有锌金属储量 59.73 万吨，铅金属储量 8.49 万吨

储量级别	矿石量（百万吨）	锌品位（%）	铅品位（%）	银品位（g/t）	铜品位（%）	锌金属量（万吨）	铅金属量（万吨）	银金属量（吨）	铜金属量（万吨）
证实储量	1.93	5.81	1.36	81.8	0.23	11.21	2.62	158	0.44
可信储量	7.43	6.53	0.79	52.9	0.38	48.52	5.87	393	2.82
储量合计	9.36	6.38	0.91	58.9	0.35	59.73	8.49	551	3.26

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：截至 2024 年 12 月 31 日，Raura 矿山保有锌金属资源量 161.37 万吨，铅金属资源量 34.78 万吨

资源量级别	矿石量（百万吨）	锌品位（%）	铅品位（%）	银品位（g/t）	铜品位（%）	锌金属量（万吨）	铅金属量（万吨）	银金属量（吨）	铜金属量（万吨）
探明	6.56	4.81	1.43	78.4	0.24	31.52	9.37	514	1.57
控制	12.76	5.9	0.98	54.4	0.38	75.32	12.5	695	4.88
探明+控制	19.32	5.53	1.13	62.6	0.33	106.85	21.87	1209	6.45
推断	10.67	5.11	1.21	62.1	0.51	54.51	12.91	663	5.47
资源量合计	29.99	5.38	1.16	62.4	0.4	161.37	34.78	1872	11.92

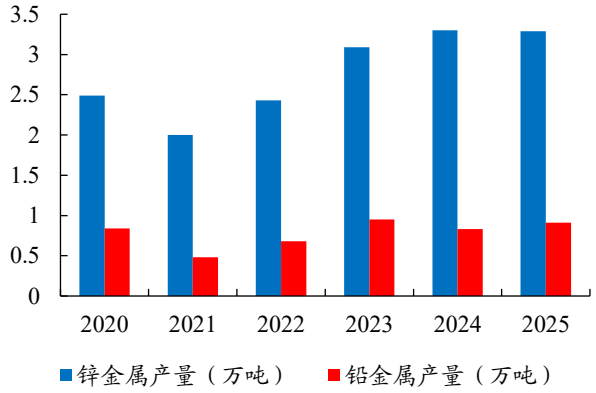
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.1.2、 白音诺尔：扩产项目开工，生产规模有望翻倍

矿山复产后稳健运行，铅锌产量回升带动营收上行。2021 年，受安全生产许可证到期及续期办理期间停产检修影响，白音诺尔铅锌矿实际开工仅 7 个月，铅锌金属产量大幅下降。2021 年 10 月矿山恢复生产后，产量逐步修复，2022 年铅锌金属产量回升至 3.1 万吨，此后保持稳步增长，2025 年达到 4.2 万吨，相比 2021 年累计

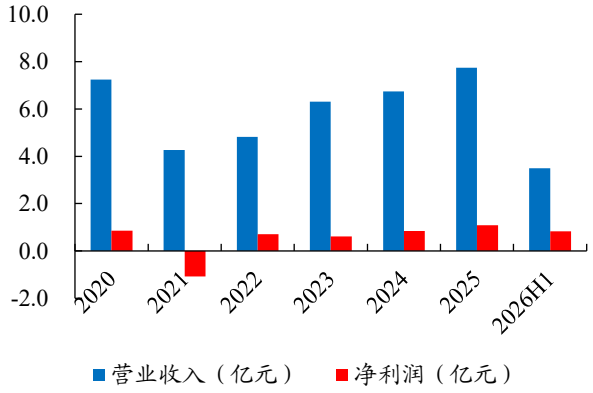
增长 69.4%。2026 年上半年，白音诺尔铅锌矿累计生产铅锌金属 2.20 万吨，同比增长 5.3%；但受销售节奏影响，铅锌金属销量同比下降 21.8%至 1.69 万吨，实现营业收入 3.50 亿元，同比下降 9.5%。尽管营业收入有所下滑，矿山净利润仍同比上升 25.2%至 0.8 亿元。

图5：2025 年白音诺尔铅锌矿锌金属产量达到 3.29 万吨，铅金属产量达到 0.91 万吨



数据来源:《赤峰中色白音诺尔矿业有限公司 165 万吨/年铅锌矿采选扩建项目环境影响报告书》、公司公告、开源证券研究所

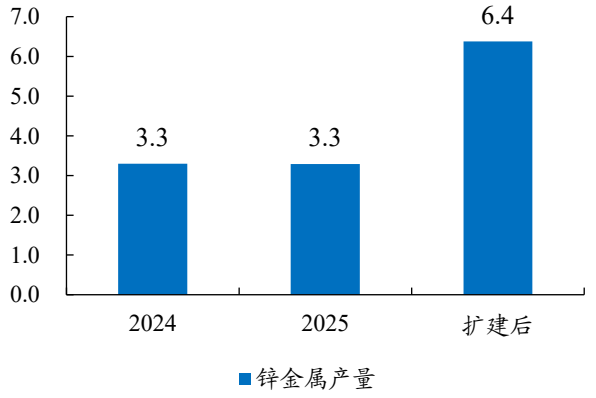
图6：2026H1 白音诺尔项目营收同比下降 9.5%至 3.5 亿元，净利润同比上升 25.2%至 0.8 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

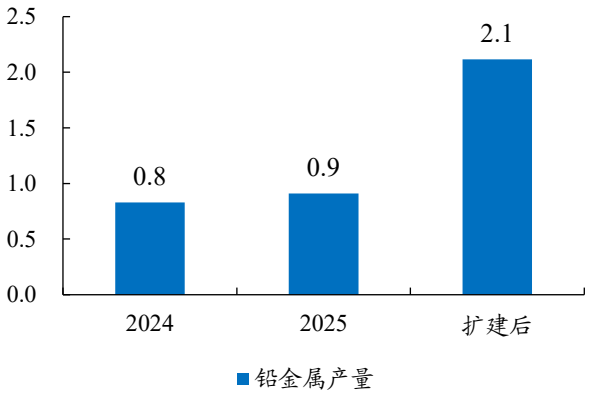
采选扩建项目正式开工，资源开发潜力有望加速释放。白音诺尔采选扩建项目于 2026 年 6 月 13 日正式开工建设，项目总投资约 17.41 亿元，建设期预计 3 年，主要包括开拓系统扩建、新建 5000 吨/日选厂及配套设施。项目建成达产后，矿山采选规模将由 99 万吨/年提升至 165 万吨/年，锌金属产量有望提升至 6.4 万吨、铅金属产量提升至 2.1 万吨，金属产量规模接近翻倍。

图7：扩建后，项目锌金属产量增长至 6.4 万吨，较 2025 年增长 93.8%（单位：万吨）



数据来源:《赤峰中色白音诺尔矿业有限公司 165 万吨/年铅锌矿采选扩建项目环境影响报告书》、公司公告、开源证券研究所

图8：扩建后，项目铅金属产量增长至 2.1 万吨，较 2025 年增长 132.4%（单位：万吨）



数据来源:《赤峰中色白音诺尔矿业有限公司 165 万吨/年铅锌矿采选扩建项目环境影响报告书》、公司公告、开源证券研究所

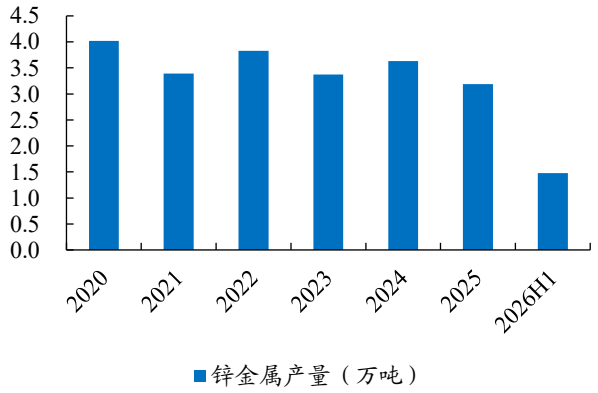
1.1.3、 敖包锌矿：露天转地下开采平稳过渡，成本上涨盈利阶段性承压

露天转地下开采，锌产量略有波动。2025 年，敖包锌矿深边部资源开采项目完成竣工移交，矿山逐步实现由露天开采向地下开采过渡。2025 年敖包锌矿生产锌金

属 3.19 万吨，同比下降 12.1%。2026 年上半年，锌金属产量 1.5 万吨，同比下降 2.0%。

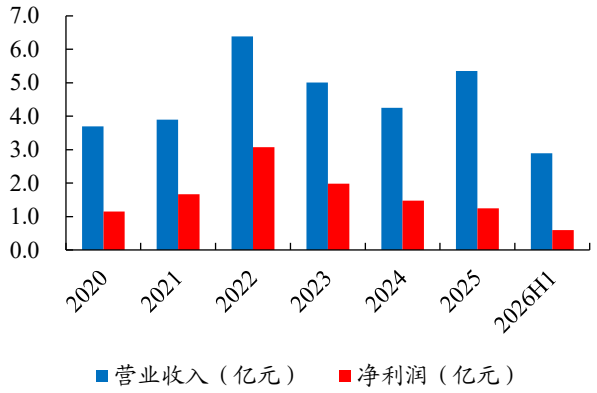
采矿方式转变推升生产成本，阶段性盈利能力承压。2026 年上半年敖包锌矿贡献营业收入 2.9 亿元，同比提升 6.4%；贡献净利润 0.6 亿元，同比下降 23.8%。净利润下降的主要原因是采矿方式转变推升生产成本。2025 年 5 月深边部资源开采工程竣工，矿山由露天转为地下开采。结合公司披露的营收、净利润、锌金属销量以及鑫都矿业 25%的税率倒推，单吨生产成本由竣工前（2024 年）的 0.73 万元/吨锌金属升至约 1.08 万元/吨（2026H1），上涨约 47.6%。

图9：2026H1 敖包锌矿锌金属产量 1.5 万吨，同比下降 2.0%



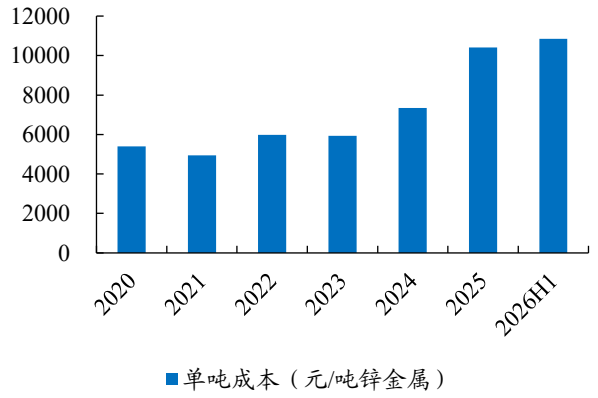
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2026H1 敖包锌矿营收同比提升 6.4%至 2.9 亿元；净利润同比下降 23.8%至 0.6 亿元



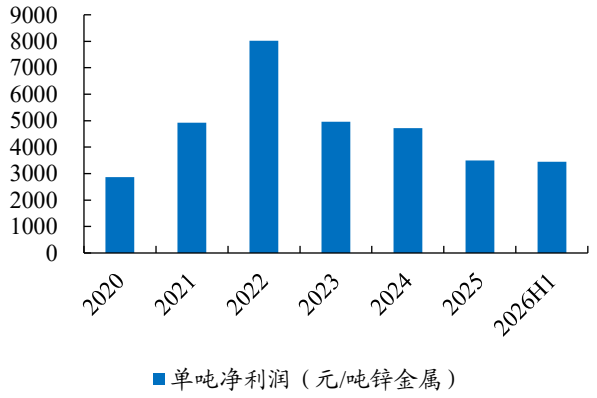
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：据测算，2026H1 单吨锌金属成本约 1.08 万元/吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：单吨成本由公司披露的营收、净利润、锌金属销量以及鑫都矿业 25%的税率倒推）

图12：2026H1 单吨锌金属净利润为 0.35 万元/吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

敖包锌矿保有锌金属资源量 24.83 万吨。截至 2025 年 12 月 31 日，敖包锌矿采矿权全区保有资源/储量总计矿石量 263.36 万吨，锌金属 24.83 万吨，锌平均品位 9.97%；伴生铅金属量 1.31 万吨，银金属量 70.66 吨，铅平均品位 0.50%，银平均品位 26.83g/t。

表4：截至 2025 年末，敖包锌矿保有锌金属资源量为 24.83 万吨、平均品位 9.97%

主要矿山	矿石资源量（万吨）	锌品位（%）	锌金属量（万吨）	铅品位（%）	铅金属量（万吨）	银品位（g/t）	银金属量（吨）
敖包锌矿	263.36	9.97	24.83	0.5	1.31	26.83	70.66

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.1.4、 达瑞矿业：高品位大型铅锌矿，项目建设仍存不确定性

达瑞矿业是中色股份布局东南亚铅锌资源的重要海外项目。2017 年，中色股份与 BRM 签署股权购买协议，2018 年 9 月完成交割，取得 PT Dairi Prima Mineral 51%股权，印尼 BRM 公司持股 49%。项目位于印度尼西亚北苏门答腊省西北部，设计采选规模为 100 万吨/年，首期投资约 4.52 亿美元，预计总服务年限约 17 年。达瑞矿业保有矿石资源量约 2,070.09 万吨，含锌金属 225.62 万吨、含铅金属 132.03 万吨，锌、铅平均品位分别为 10.90%和 6.38%，项目投产后预计锌金属产量 9.8 万吨/年，铅金属产量 5.4 万吨/年。

表5：截至 2025 年末，达瑞铅锌矿保有锌金属资源量为 225.62 万吨、平均品位 10.9%

主要矿山	矿石资源量（万吨）	锌品位（%）	锌金属量（万吨）	铅品位（%）	铅金属量（万吨）
达瑞铅锌矿	2,070.09	10.9	225.62	6.38	132.03

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表6：达瑞铅锌矿投产后预计锌金属产量 9.8 万吨/年，铅金属产量 5.4 万吨/年

项目	
采选量（万吨/年）	100
锌品位（%）	10.9%
假设回收率-锌（%）	90%
理论锌金属产量（万吨/年）	9.8
铅品位（%）	6.4%
假设回收率-铅（%）	85%
理论铅金属产量（万吨/年）	5.4

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：矿石品位选取资源/储量平均品位；锌和铅选矿回收率分别假设为 90%/85%，非实际回收率，仅供参考）

项目建设进行中，诉讼再起增加不确定性。达瑞铅锌矿项目曾因环境影响评价变更许可被当地居民起诉，2024 年印尼最高法院下达取消相关变更许可决定；2026 年 4 月 2 日，达瑞矿业取得新的环境可行性决定（SKKL）。2026 年 9 月，11 名当地居民再次就该批复提起行政诉讼。截至 2026 年 6 月 30 日，项目仍处建设期，项目进度为 37.44%。目前 SKKL 仍合法有效，但诉讼结果及其对建设进度的影响仍存在不确定性。

1.2、 工程承包业务

公司工程承包在手订单金额充裕。2020-2025 年，公司在执行未完工订单金额由

33 亿元增至 338 亿元，年复合增长率约 59.3%，在手订单金额逐年增长。截至 2026 年 9 月末，公司在执行未完工订单金额为 297 亿元、新签约及已签约未生效项目订单总金额达到 144 亿元。公司新签合同额波动较大，2020-2025 年年均新签订单金额约为 100 亿元。

表7：2020-2025 年公司在手订单整体呈上升趋势，能为公司带来稳定现金流

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 Q1-3
新签订单总金额（亿元）	29	71	171	81	165	85	32
新签订单合同数量（个）	1	8	14	49	25	14	9
在执行未完工订单（亿元）	33	82	236	281	305	338	297
在执行未完工项目合同数量（个）	20	27	31	30	33	26	26
已签约未生效项目金额（亿元）	310	148	163	87	190	99	112
未生效合同数量（个）	6	3	4	2	3	1	2

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司重点项目进展良好。截至 2026 年 9 月 30 日，印尼阿曼铜选矿厂扩建项目已转入试运行阶段，项目已完成工程进度 100%；印尼阿曼铜冶炼项目于 2026 年 7 月 18 日正式签署竣工验收证书；越南多农电解铝项目一期及二期进度为 87.83%，三期工程进度 8.14%，一期于 2026 年 7 月 14 日成功产出首批液态原铝，首次出铝里程碑提前 51 天，刷新东南亚大型电解铝 EPC 工程履约纪录。此外，2026 年 10 月 19 日，公司与哈萨克斯坦矿业冶炼有限责任公司签署了哈萨克斯坦 30 万吨/年铜冶炼厂项目的准备工作启动协议。

表8：公司重点项目进展良好

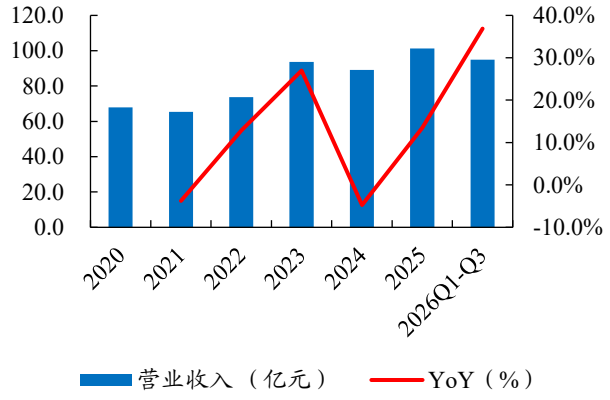
项目名称	合同金额(万元)	业务模式	开工日期	工期	履行情况
印尼阿曼铜冶炼厂项目	656,081.90	EPC	2022.06	34 个月	截至 2026 年 9 月 30 日，项目已完成工程进度 99.99%。不存在未按合同约定及时结算与回款的情况，交易对手方的履约能力不存在重大变化。
印尼阿曼铜选厂扩建项目	307,470.57	EPC	2024.08	16.5 个月	截至 2026 年 9 月 30 日，项目已完成工程进度 100.00%。不存在未按合同约定及时结算与回款的情况，交易对手方的履约能力不存在重大变化。
越南多农电解铝项目	419,594.74	EPC	2025.02	40 个月	截至 2026 年 9 月 30 日，项目一期及二期已完成工程进度 87.83%，三期已完成工程进度 8.14%。不存在未按合同约定及时结算与回款的情况，交易对手方的履约能力不存在重大变化。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、 运营与财务表现

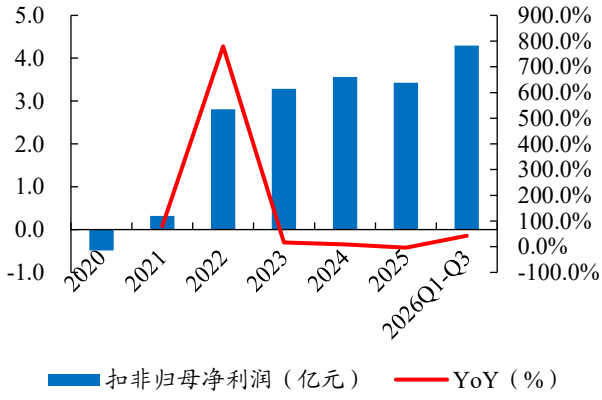
营业收入和利润增量显著。2026 前三季度，公司实现营业收入 94.9 亿元人民币，同比增长 36.9%；实现归母净利润 7.7 亿元人民币，同比增长 59.3%，同期公司收购 Raura 形成约 2.78 亿元非经常性收益，对净利润形成有力支撑；剔除非经常性损益，实现扣非归母净利润 4.3 亿元人民币，同比上升 43%。

图13：2026 前三季度公司营收同比增长 36.9%至 94.9 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

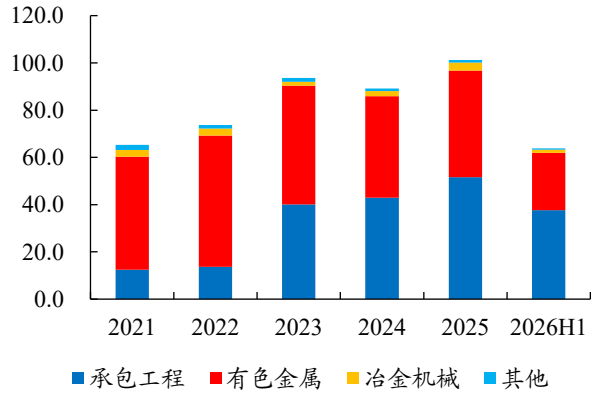
图14：2026 前三季度公司扣非归母净利润同比增长 43.0%至 4.3 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

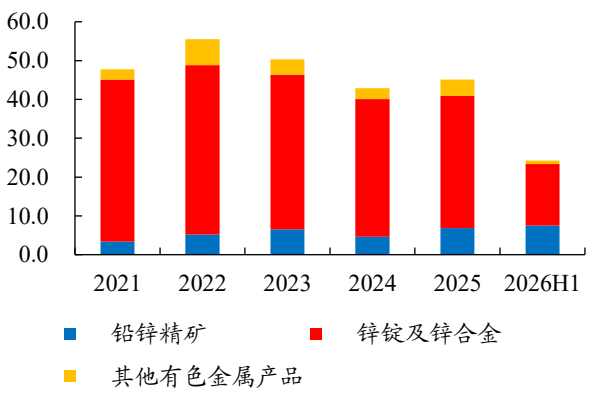
资源业务+工程承包双轮驱动营收增长。2026 年上半年，Raura 铅锌多金属矿山收购贡献资源业务增长，工程承包业务延续增长趋势。**1）资源业务：**2026H1 公司资源业务实现收入 24.2 亿元，同比增长 20.4%，占营业收入比重约 38.0%。公司已有白音诺尔、图木尔廷敖包等稳定在产矿山，收购秘鲁 Raura 矿山进一步提高了公司的国际竞争力和长期发展潜力。Raura 矿山交割后至 6 月末实现营业收入 3.5 亿元、净利润 0.7 亿元，为公司贡献新增经营业绩。**2）工程承包：**2026H1 公司工程承包实现收入 37.6 亿元，同比增长 21.5%，占营业收入比重约 58.9%。截至 2026 年 9 月末，公司在手项目储备充足 26 个，新签约及已签约未生效项目订单总金额 144 亿元。

图15：2026H1 公司工程承包实现收入 37.6 亿元，同比增长 21.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：2026H1 公司资源业务实现收入 24.2 亿元，同比增长 20.4%

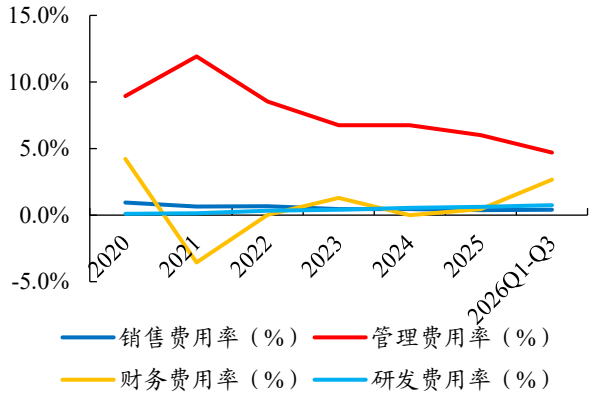


数据来源：公司公告、开源证券研究所

罗拉资源并购入表，财务费用率显著升高。2026 前三季度，公司管理费用率为 4.7%，同比下降 0.8 个百分点，主要原因是营业收入增量较高；财务费用率为 2.7%，同比上升 2.1 个百分点，主要由于公司并购罗拉资源并纳入合并范围叠加汇率波动产生了汇兑损失；销售费用率为 0.4%，同比持平；研发费用率为 0.7%，同比上升 0.2 个百分点。利润端，2026 前三季度公司毛利率由 2025 年同期 15.9%上升至 16.8%；净利率由 2025 年同期 7.6%提升至 8.7%，收购罗拉资源形成的约 2.8 亿元负商誉收

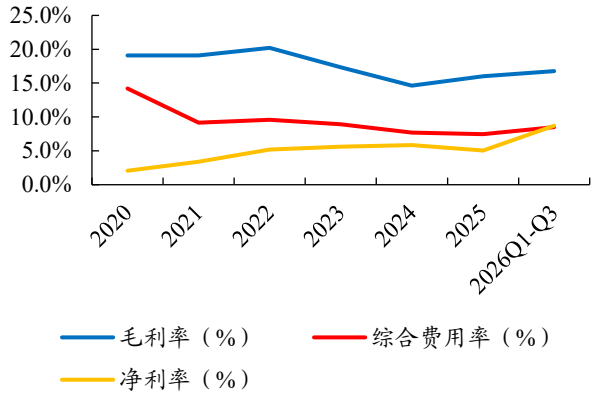
益等非经常性项目对净利率的抬高作用明显。

图17：汇兑损失增加，2026 前三季度财务费用率提升至 2.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

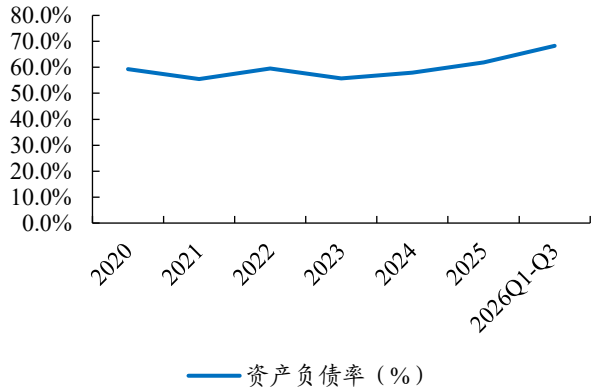
图18：2026 前三季度毛利率为 16.8%，同比增长 0.8 个百分点；净利率为 8.7%，同比上升 1.1 个百分点



数据来源：公司公告、开源证券研究所

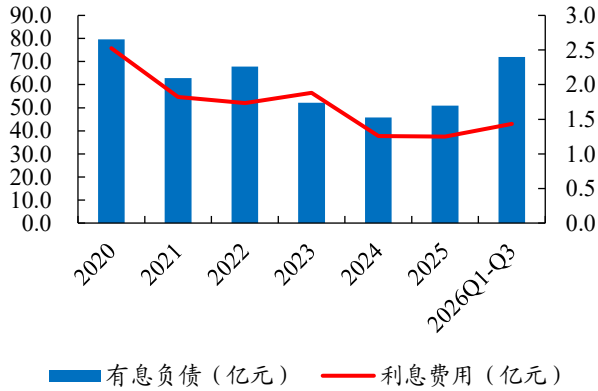
经营性负债和有息负债扩张共同推高公司资产负债率水平。公司资产负债率由 2025 年末 61.8%提升至 68.3%。2026 年前三季度，公司有息负债规模较 2025 年末增加 41.5%至 72 亿元，其中，一年内到期的非流动负债较 2025 年末增加 111.5%至 14.5 亿元，长期借款增加 28.0%至 42.7 亿元。公司利息费用同比增加 45.4%至 1.4 亿元。经营性负债方面，公司处于大型工程承包项目采购高峰期，应付票据及应付账款增加 155.0%至 57.8 亿元，成为资产负债率上升的主要原因。

图19：2026 年前三季度，公司资产负债率由 2025 年底 61.8%提升至 68.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2026 年前三季度，公司有息负债较 2025 年底提升 41.5%至 72 亿元

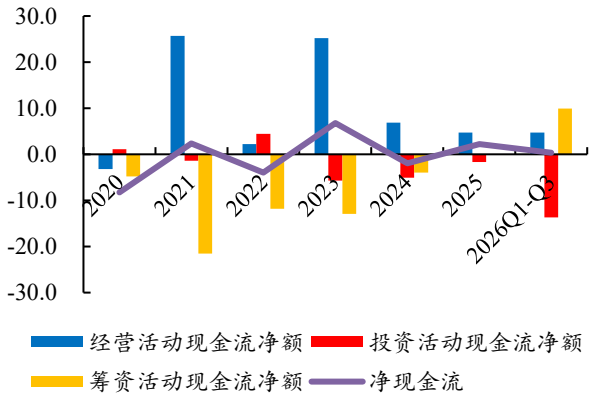


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：有息负债=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债；Q3 利息费用为 2026 年前三季度利息费用）

经营现金流明显改善，并购支出与资本开支推高投资现金流出。2026 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额净流入 4.7 亿元，同比上升 250.17%，主要由于公司工程承包业务回款增加；投资活动现金流量净流出 13.7 亿元，同比增加 2042.28%，主要由于公司并购罗拉资源、购置哈日扎探矿权等，同时资本开支同比增长 278.7%至 9.4 亿元。筹资活动现金流由上年同期净流出 0.8 亿元转为净流入 9.9

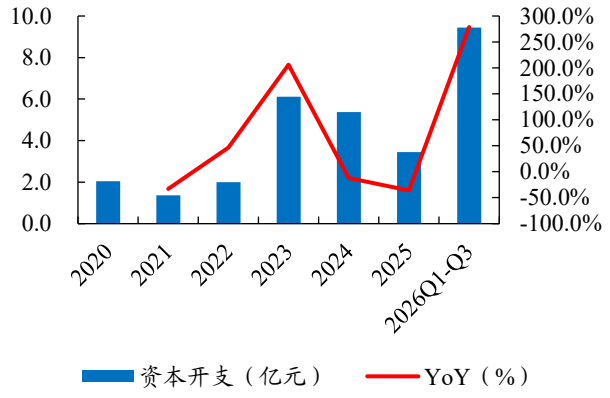
亿元，同比增长 1,388.34%，主要由于公司并购罗拉资源并且将其纳入合并范围。综合来看，公司前三季度净现金流增加约 0.3 亿元，同比提升 108.1%。

图21：2026 前三季度公司现金流净额为 0.3 亿元，同比增长 108.1%（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2026 年前三季度，公司资本开支同比增长 278.7%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：

（1）资源业务：考虑到公司资源板块新收购了罗拉资源，白音诺尔扩建项目以及达瑞铅锌矿仍处于建设期，预计 2026-2028 年营收和毛利润贡献将分别为 25.5/30.4/31.0 亿元和 7.3/8.6/9.2 亿元。

（2）工程承包业务：考虑到公司目前在手合同充裕并且新签订了多个项目合同，预计 2026-2028 年公司工程承包业务收入年增速为 10%，同期毛利润有望达 7.4/8.1/10.3 亿元。

综合来看，目前公司工程承包业务在手订单充裕，业务发展稳健，随着罗拉资源并表运营、白音诺尔铅锌矿扩建和达瑞项目未来建成投产，公司有望在工程+资源双轮驱动下实现快速成长。**因此，我们将公司 2026-2027 年归母净利润预测分别上调 29.6%/28.5%至 8.50/10.02 亿元，并新增 2028 年归母净利润预测 11.50 亿元。维持“买入”评级。**

表9：公司业绩拆分与盈利预测（单位：亿元）

项目		2024	2025	2026E	2027E	2028E
工程承包业务	收入	43.0	51.6	56.7	62.4	68.6
	成本	38.6	43.0	49.3	54.3	58.3
	毛利润	4.4	8.6	7.4	8.1	10.3
冶炼业务	收入	39.4	40.4	43.8	46.7	46.7
	成本	39.3	41.7	45.9	46.0	46.0
	毛利润	0.1	-1.3	-2.1	0.7	0.7
资源业务	收入	11.0	13.1	25.5	30.4	31.0
	成本	8.0	10.2	18.2	21.8	21.8
	毛利润	3.0	2.9	7.3	8.6	9.2
泵业务	收入	2.1	3.4	3.6	4.5	4.9

	成本	2.1	3.4	3.5	4.2	4.6
	毛利润	0.0	0.0	0.1	0.3	0.3
合计	收入	89.2	101.2	122.3	136.7	143.9
	毛利润	13.0	16.2	18.4	23.4	26.2

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。公司瑞铅锌矿项目等尚需进一步推进，若受审批、诉讼等因素影响导致建设进度不及预期，可能延迟项目投产及产能释放，影响公司业绩增长。

海外政策及法律法规变动风险。公司在秘鲁、印度尼西亚等海外国家开展业务，若当地矿业、环保、税收及外资监管政策发生不利变化，可能增加项目建设运营成本，影响项目正常推进。

汇率波动风险。公司海外业务涉及多币种结算，若相关外币汇率大幅波动，可能进一步增加汇兑损失，对公司盈利水平产生不利影响。

金属价格波动风险。公司产品涉及铅、锌、银等金属品种，若相应金属品种价格出现大幅下跌，将显著影响公司盈利水平。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	10785	12594	18878	18577	18498
现金	3425	3788	6604	5151	5439
应收票据及应收账款	1994	1160	1872	1822	1897
其他应收款	125	73	257	240	207
预付账款	1637	2621	4368	4747	4689
存货	2564	3380	3425	4156	3663
其他流动资产	1039	1571	2351	2461	2603
非流动资产	10850	12036	13891	15089	15294
长期投资	670	677	776	845	930
固定资产	2068	3325	4323	4921	5196
无形资产	3251	3192	3541	3589	3636
其他非流动资产	4860	4842	5250	5732	5532
资产总计	21634	24630	32768	33665	33792
流动负债	9656	10925	16217	16686	17039
短期借款	1411	1063	1237	1718	2049
应付票据及应付账款	1658	2267	5612	5718	5355
其他流动负债	6586	7594	9367	9250	9635
非流动负债	2871	4308	6345	5792	4430
长期借款	1933	3334	5240	4677	3320
其他非流动负债	938	973	1106	1115	1110
负债合计	12527	15232	22562	22478	21469
少数股东权益	3441	3418	3486	3566	3657
股本	1993	1990	1990	1990	1990
资本公积	1039	1032	1032	1032	1032
留存收益	3081	3464	4172	5005	5962
归属母公司股东权益	5667	5980	6720	7621	8666
负债和股东权益	21634	24630	32768	33665	33792

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	685	471	2274	287	2211
净利润	521	513	918	1082	1241
折旧摊销	251	368	398	501	582
财务费用	-0	46	98	165	194
投资损失	-73	-101	-87	-91	-89
营运资金变动	43	-543	921	-1260	414
其他经营现金流	-56	189	27	-109	-131
投资活动现金流	-511	-165	-2105	-1580	-632
资本支出	538	344	2441	1411	812
长期投资	0	109	-100	-69	-85
其他投资现金流	27	70	436	-101	264
筹资活动现金流	-396	-6	2647	-729	-1578
短期借款	-1273	-348	174	481	331
长期借款	19	1401	1906	-562	-1357
普通股增加	-0	-2	0	0	0
资本公积增加	27	-7	0	0	0
其他筹资现金流	832	-1049	567	-647	-551
现金净增加额	-196	223	2816	-2021	1

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	8918	10120	12230	13672	14389
营业成本	7613	8499	10391	11330	11770
营业税金及附加	146	201	220	246	259
营业费用	40	38	50	53	58
管理费用	601	608	636	711	748
研发费用	48	63	76	85	90
财务费用	-0	46			194
资产减值损失	-22	-30	-33	-39	-40
其他收益	9	11	15	10	10
公允价值变动收益	13	139	15	47	52
投资净收益	73	101	87	91	89
资产处置收益	6	0	3	2	2
营业利润	664	722	853	1337	1537
营业外收入	14	4	300	20	20
营业外支出	6	5	6	6	6
利润总额	673	720	1147	1352	1552
所得税	152	207	229	270	310
净利润	521	513	918	1082	1241
少数股东损益	118	38	68	80	91
归属母公司净利润	402	476	850	1002	1150
EBITDA	1034	1259	1618	1963	2255
EPS(元)	0.20	0.24	0.43	0.50	0.58

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-4.7	13.5	20.9	11.8	5.2
营业利润(%)	6.5	8.7	18.1	56.9	14.9
归属于母公司净利润(%)	12.0	18.2	78.7	17.9	14.8
获利能力					
毛利率(%)	14.6	16.0	15.0	17.1	18.2
净利率(%)	4.5	4.7	6.9	7.3	8.0
ROE(%)	5.7	5.5	9.0	9.7	10.1
ROIC(%)	5.9	5.7	6.7	7.5	8.6
偿债能力					
资产负债率(%)	57.9	61.8	68.9	66.8	63.5
净负债比率(%)	13.6	14.6	12.4	25.2	12.5
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	5.9	7.6	10.0	9.0	9.5
应付账款周转率	4.8	4.8	3.2	2.5	2.7
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.24	0.43	0.50	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.24	1.14	0.14	1.11
每股净资产(最新摊薄)	2.85	3.01	3.38	3.83	4.36
估值比率					
P/E	26.7	22.6	12.6	10.7	9.3
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	14.7	12.1	9.4	8.6	7.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

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R4（高风险），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。本报告清晰准确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

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
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

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