仅供内部参考，请勿外传！

宏达股份（600331.SH）

蜀道赋能多龙开发提速，资源新秀未来可期

磷肥小厂起家，化工+有色双翼齐飞。公司从磷化工起步，2001 年 IPO 完成产能跃升。2003 年入股金鼎锌业掌控亚洲最大铅锌矿，2007 年该资产利润贡献超 70%，筑牢“化工+有色”双主业；同期参股四川信托构建“产业+金融”版图。2008 年受宏观危机冲击主业承压，粗放扩张的尾部风险集中兑现。2018 年因股东纠纷被迫剥离金鼎锌业，单年计提减值超 20 亿；2020 年四川信托暴雷，遭遇表内巨亏并触及退市红线，深陷流动性与重整危机。2023 年，宏达系（宏达实业/宏达集团）因债务诉讼链条进入合并破产重整通道，2024-2025 年，蜀道集团通过出资受让+定增完成对宏达股份控股，截至 2025 年底，蜀道集团及一致行动人合计持股 47.17%。

多龙铜矿是西藏巨型待开发铜金矿，投产后将为公司贡献丰厚业绩。公司与原控股股东宏达集团于 2011 年设立多龙矿业，多龙矿业主要持有“多龙铜矿勘探探矿权”和“多不杂西铜矿普查探矿权”。目前多龙矿业的股权结构为：宏达集团 40%、宏达股份 30%、西藏地矿 30%。

多龙铜矿方面：设计利用矿石资源量 14.41 亿吨，其中铜金属量为 691.48 万吨（平均品位为 0.48%）、金金属量为 302.52 吨（0.21 克/吨）、银金属量为 1757.51 吨（1.22 克/吨）。设计生产规模为年处理矿石 7500 万吨，达产后年产铜金属 30 万吨（铜精矿品位 23%），伴生黄金 8 吨/年、白银 12 吨/年。多龙铜矿现已完成勘探报告、矿产资源开发利用方案及矿山地质环境与土地复垦方案的评审及备案工作，探转采申请正向西藏自治区进行报送。可行性研究报告已评审通过。矿山环评、选矿工艺试验研究、岩土工程勘察、外部取水方案研究、外部供电方案研究等工作也已启动。

多不杂西铜矿方面：基于 2024 年的地质详查工作成果，2025 年将加大探矿投入，已于 2025 年 4 月完成详查方案优化调整和专家评审，力争年底完成详查报告编制并推进报告评审备案工作。并于 2025 年底完成详查野外工作，开展详查报告编制，完成报告评审。

集团磷矿资源与上市公司存在协同，存在注入预期。蜀道集团旗下拥有德阳清平（采矿权保有磷资源量 2434 万吨，在产矿，拥有 100 万吨产能，蜀道集团旗下蜀道矿业持有 85%权益）、老河坝三号（资源量 3195 万吨，在建，蜀道集团旗下蜀道矿业持股 67%）、黄家坪（普查区磷矿资源量 3.7 亿吨，控股股东蜀道集团持股 70%）三座磷矿资源，与公司主营业务相关性高，其中已明确**德阳昊华清平磷矿**与公司形成同业竞争，集团承诺将在未来五年内采取措施，解决与公司磷酸盐业务的同业竞争问题。

投资建议：公司手握西藏优质铜金矿资源，远期投产后，业绩有望大幅增长。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 39.2/40.2/41.3 亿元，归母净利润分别为 0.4/0.44/0.44 亿元，由于公司未来主要业绩贡献来自多龙铜矿，投产前 PE 水平偏高。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：投产不及预期，金属价格波动，测算误差，成本控制风险等。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,409	3,793	3,915	4,021	4,129
增长率 yoy（%）	12.7	11.3	3.2	2.7	2.7
归母净利润（百万元）	36	-74	40	44	44
增长率 yoy（%）	137.7	-305.8	153.4	12.1	-0.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.01	-0.03	0.02	0.02	0.02
净资产收益率（%）	9.3	-2.4	1.2	1.4	1.4
P/E（倍）	945.1	—	859.5	767.0	770.6
P/B（倍）	87.5	10.8	10.7	10.6	10.4

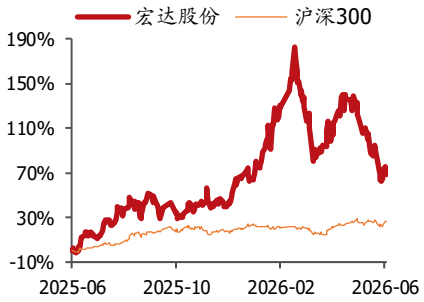
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 06 月 16 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	农化制品
06 月 16 日收盘价（元）	12.92
总市值（百万元）	34,129.47
总股本（百万股）	2,641.60
其中自由流通股（%）	76.92
30 日日均成交量（百万股）	58.43

股价走势



作者

分析师　张航
执业证书编号：S0680524090002
邮箱：zhanghang@gszq.com
分析师　王瀚晨
执业证书编号：S0680525070012
邮箱：wanghanchen@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1108	2473	3410	3448	3381
现金	328	1442	1750	1797	1592
应收票据及应收账款	14	9	28	34	36
其他应收款	8	7	123	87	106
预付账款	108	44	86	100	105
存货	397	419	999	1021	1089
其他流动资产	254	551	423	409	454
非流动资产	1168	1148			
长期投资	145	160	160	160	160
固定资产	901	868	848	910	1043
无形资产	68	76	76	76	76
其他非流动资产	54	45	45	45	45
资产总计	2276	3621	4539	4639	4705
流动负债	1829	453	1333	1388	1410
短期借款	640	0	0	0	0
应付票据及应付账款	177	95	792	837	834
其他流动负债	1012	358	541	551	576
非流动负债	57	17	18	18	18
长期借款	41	0	0	0	0
其他非流动负债	16	17	18	18	18
负债合计	1886	470	1351	1406	1428
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	2032	2642	2642	2642	2642
资本公积	3077	5302	5302	5302	5302
留存收益	-4715	-4790	-4750	-4706	-4661
归属母公司股东权益	390	3151	3188	3233	3277
负债和股东权益	2276	3621	4539	4639	4705

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	251	-323	399	231	80
净利润	36	-74	40	44	44
折旧摊销	96	102	119	138	167
财务费用	58	21	5	5	0
投资损失	36	-1	0	0	0
营运资金变动	37	-378	251	63	-116
其他经营现金流	-11	7	-16	-21	-15
投资活动现金流	-50	-96	-84	-179	-285
资本支出	-53	-81	-84	-179	-285
长期投资	0	-15	0	0	0
其他投资现金流	3	0	0	0	0
筹资活动现金流	-49	1486	-7	-5	0
短期借款	-72	-640	0	0	0
长期借款	41	-41	0	0	0
普通股增加	0	610	0	0	0
资本公积增加	0	2225	0	0	0
其他筹资现金流	-17	-668	-7	-5	0
现金净增加额	152	1066	308	46	-205

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3409	3793	3915	4021	4129
营业成本	3127	3641	3696	3795	3897
营业税金及附加	13	18	16	17	18
营业费用	27	26	20	20	21
管理费用	169	157	157	161	165
研发费用	1	15	6	6	6
财务费用	56	18	5	5	0
损失	-2	-5	0	0	0
其他收益	6	5	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-36	1	0	0	0
资产处置收益	1	-2	0	0	0
营业利润	-3	-82	24	24	30
营业外收入	40	9	17	22	16
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	36	-73	40	45	45
所得税	0	1	0	0	0
净利润	36	-74	40	44	44
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	36	-74	40	44	44
EBITDA	184	39	164	189	212
EPS（元/股）	0.01	-0.03	0.02	0.02	0.02

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	12.7	11.3	3.2	2.7	2.7
营业利润(%)	96.6	-3003.2	129.5	-1.0	24.3
归属母公司净利润(%)	137.7	-305.8	153.4	12.1	-0.5
获利能力					
毛利率(%)	8.3	4.0	5.6	5.6	5.6
净利率(%)	1.1	-2.0	1.0	1.1	1.1
ROE(%)	9.3	-2.4	1.2	1.4	1.4
ROIC(%)	8.2	-2.0	1.4	1.5	1.4
偿债能力					
资产负债率(%)	82.9	13.0	29.8	30.3	30.4
净负债比率(%)	90.6	-45.8	-54.9	-55.6	-48.6
流动比率	0.6	5.5	2.6	2.5	2.4
速动比率	0.3	4.4	1.7	1.6	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.3	1.0	0.9	0.9
应收账款周转率	155.1	329.6	212.9	130.7	119.5
应付账款周转率	17.5	26.7	8.4	4.7	4.7
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.01	-0.03	0.02	0.02	0.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	-0.12	0.15	0.09	0.03
每股净资产(最新摊薄)	0.15	1.19	1.21	1.22	1.24
估值比率					
P/E	945.1	—	859.5	767.0	770.6
P/B	87.5	10.8	10.7	10.6	10.4
EV/EBITDA	86.0	825.3	196.9	171.3	153.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 06 月 16 日收盘价

内容目录

一、宏达股份：磷肥小厂起家，化工+有色双翼齐飞 5
1.1 蜀道接盘入主，国资重塑再出发 5
1.2 现有主业承压，公司积极谋求转型 7
1.3 集团磷矿资源与上市公司存在协同，存在注入预期 11
二、多龙铜矿：西藏巨型待开发铜矿 14
三、铜：供给受限叠加新兴需求拉动，具备长牛基础 16
3.1 矿端扰动叠加资本开支不足，铜的供应弹性受限 16
3.2 需求端：电气化序幕拉开，新兴需求方兴未艾 18
3.3 供需平衡：2025-2029 年供需缺口扩大，铜价重心逐步上移 22
四、盈利预测与投资建议 24
风险提示 26

图表目录

图表 1：公司发展历程 5
图表 2：宏达股份股权结构图 6
图表 3：蜀道集团对公司管理层任命情况 7
图表 4：公司营业收入变化情况 7
图表 5：公司归母净利润变化情况 7
图表 6：公司分板块收入占比 8
图表 7：公司分板块毛利情况（亿元） 8
图表 8：公司毛利率和净利率 8
图表 9：公司分板块毛利率 8
图表 10：公司锌产品产销量情况 9
图表 11：公司锌板块收入情况 9
图表 12：公司锌板块毛利情况 9
图表 13：公司磷化工系列产品产量 10
图表 14：公司磷化工系列产品销量 10
图表 15：公司磷化工行业收入 10
图表 16：公司磷化工行业毛利&毛利率 10
图表 17：公司货币资金 11
图表 18：公司资产负债率 11
图表 19：蜀道集团旗下拥有三座磷矿资源 12
图表 20：德阳市清平磷矿相关信息 12
图表 21：乐山市老河坝三号磷矿相关信息 13
图表 22：马边县黄家坪磷矿相关信息 13
图表 23：多龙矿集区大地构造位置图及矿区地质图 14
图表 24：多龙矿业股权结构图 14
图表 25：多龙铜矿开发规划 15
图表 26：多龙铜矿基本情况梳理 15
图表 27：全球铜矿企业资本开支（亿美元） 16
图表 28：9 家大型矿业公司资本开支与经营现金流 16
图表 29：全球新发现铜矿数量大幅减少 17
图表 30：全球铜矿成本和品位 17
图表 31：2014 年以来，全球大型铜矿的发现难度大幅增加 17
图表 32：软着陆降息后美国制造业 PMI 通常 3-6 个月企稳回升 17
图表 33：全球和主要地区/国家制造业 PMI 17
图表 34：降息中后期铜金比通常迎来修复 18
图表 35：电网投资月度完成额（亿元） 18
图表 36：国内电网和电源投资同比增速 18

图表 37： 2026 年 1-4 月，全球新能源车销量同比增长 7.6%（万辆） 19
图表 38： 2026 年 1-4 月，中国新能源车销量同比增长 0.2%（万辆） 19
图表 39： 铜在数据中心的应用场景 20
图表 40： 数据中心用铜量测算 20
图表 41： 精铜杆 1-4 月产量同比+20 万吨/+6.7% 20
图表 42： 铜箔 1-4 月产量同比+15.7 万吨/+41% 20
图表 43： 铜管 1-4 月产量同比-3 万吨/-4.4% 21
图表 44： 铜板带 1-4 月产量同比-2.5 万吨/-3.3% 21
图表 45： 铜供需平衡表（万吨） 22
图表 46： 铜分领域需求占比（2025E） 23
图表 47： 铜分国别需求占比（2024） 23
图表 48： 公司分板块盈利预测表 24
图表 49： 可比公司估值表 25

一、宏达股份：磷肥小厂起家，化工+有色双翼齐飞

1.1 蜀道接盘入主，国资重塑再出发

初创（1979-1996）：公司由地方磷肥厂起步，1994 年完成股份制改造，1998 年跨界投资电解锌，初步奠定“化工+有色”双主业底座。

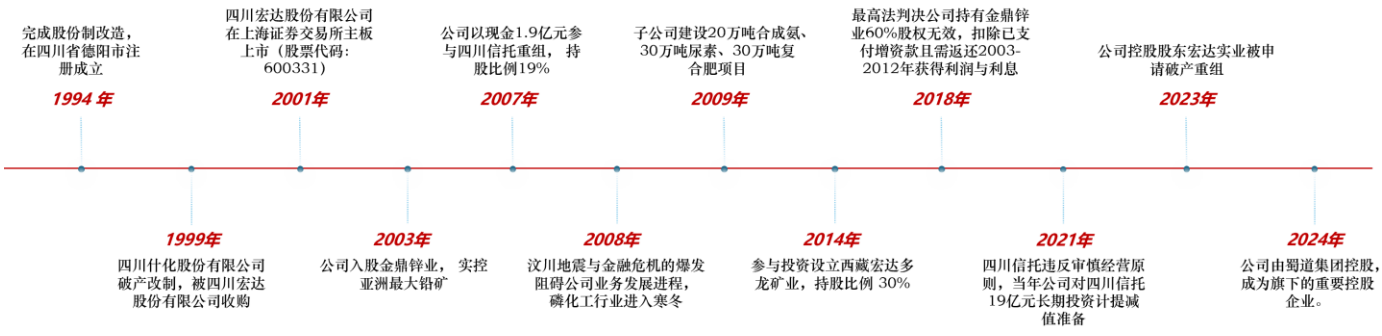
资本扩张（2001-2007）：2001 年公司登陆上交所，2003 年公司入股云南金鼎锌业掌控亚洲最大铅锌矿，受益于有色超级周期共振，金鼎锌业成为核心业绩引擎；同年公司斥资参股四川信托，试图构建“产业+金融”双驱动版图，资产规模实现爆发式增长。

行业周期调整（2008-2014）：受汶川地震及金融危机的宏观双重冲击，化工板块供需恶化。为对冲周期下行风险，公司战略重心向有色倾斜。2010 年审议通过了《关于投资设立四川宏达钼铜有限公司开展铜钼多金属资源深加工综合利用项目相关工作的议案》；2014 年设立西藏宏达多龙矿业，尝试布局铜矿资源开发领域。

陷入重整危机（2018-2023）：前期粗放扩张隐患集中兑现。2018 年因股权纠纷终审败诉，公司被迫剥离核心盈利资产金鼎锌业并返还巨额利润，大幅削弱主业造血能力。2020 年，在金融强监管背景下四川信托底层资产暴雷，引发公司账面巨亏并被会计事务所出具保留意见审计报告。

蜀道集团入主（2024-2025）：2023 年，原控股股东宏达实业步入破产重组程序。2024-2025 年，蜀道集团逐步接手宏达，成为公司控股股东，同期公司被四川省国资委确定为蜀道集团下属 12 户重要核心子公司之一，战略地位进一步凸显，发展定位更加清晰。全面妥善解决金鼎锌业合同纠纷案等重大历史遗留问题，彻底卸下历史包袱实现轻装上阵。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

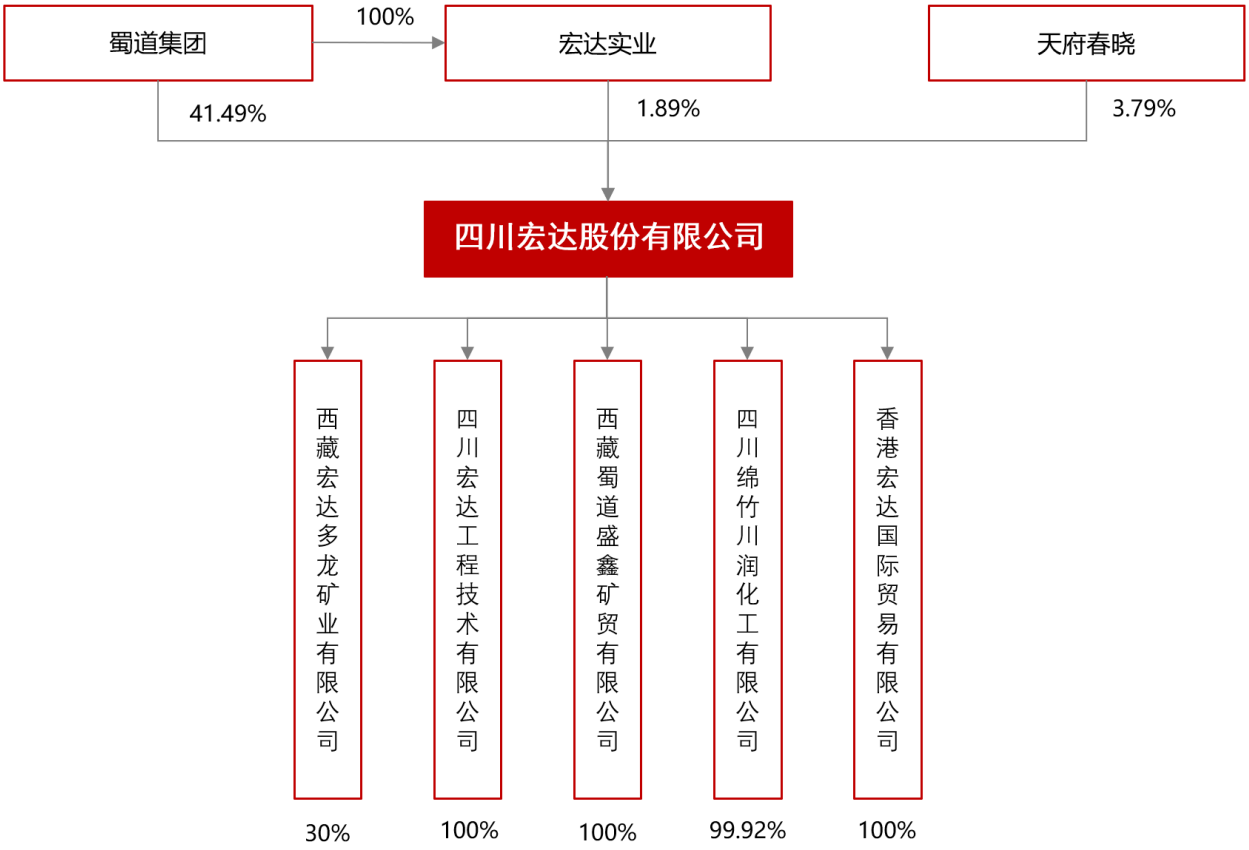
破产重组后，公司控股股东最终变更为蜀道集团，与一致行动人合计持股 47.17%。2023 年，原控股股东四川宏达实业有限公司进入破产重整程序，2024 年 9 月 5 日，蜀道集团出资 22.9 亿元，作为省属平台通过重整受让取得上市公司 26.93%股权并完成过户，实控权转入四川省国资委。2025 年 7 月 8 日，公司再次以 4.68 元/股向蜀道集团发行股票，数量为 6.096 亿股。截至 2025 年底，蜀道集团直接持有本公司 41.49%的股份，通过全资子公司四川宏达实业有限公司持有上市公司 1.89%的股份，通过四川天府

春晓企业管理有限公司持有上市公司 3.79%的股份，合计持股比例、表决权比例为 47.17%。

公司磷化工板块包含磷化工生产业务及天然气化工原料配套业务，分别以什邡磷化工分公司和绵竹川润作为核心经营主体运营。什邡磷化工分公司现有磷酸盐系列产品产能 42 万吨/年，其中工业级磷酸一铵产能 17 万吨/年；复合肥产能 30 万吨/年。另配套 35 万吨/年建筑石膏粉煅烧线。绵竹川润主营合成氨（液氨）生产，是公司磷化工业务的配套产业。现有天然气制合成氨装置一套，设计产能 20 万吨/年。

公司有色金属锌冶炼板块以什邡有色金属分公司作为核心经营主体运营。什邡有色金属分公司现有电解锌产能 10 万吨/年、锌合金产能 10 万吨/年、冶炼烟气制酸 14 万吨/年，配套年处理 10 万吨含锌渣的回转窑装置及锌精矿伴生有价金属的回收装置。

图表2：宏达股份股权结构图



资料来源：ifind，公司公告，国盛证券研究所

蜀道集团入主后，管理层顺利完成换届交接。其中董事长乔胜俊、董事罗艳辉、财务总监唐春云、董事会秘书王玲、总经理杜若榕等人（按照任命先后顺序）均来自蜀道集团。其中乔胜俊先生同时担任公司党委书记、董事、董事长、西藏宏达多龙矿业有限公司董事长。历任四川路桥桥梁工程公司副总经理；叙古高速公路开发有限责任公司、川黔高速公路有限责任公司副总经理、总经理；蜀道投资集团土地事务与矿产资源部部长，具备丰富的矿产板块经营管理经验。

图表3：蜀道集团对公司管理层任命情况

姓名	现任职务	蜀道集团背景	任职时间
乔胜俊	董事长、非独立董事	原蜀道集团土地事务与矿产资源部部长	2024年9月27日
王浩	副董事长、非独立董事	来自德阳昊华清平磷矿有限公司	2025年1月24日
罗艳辉	董事、党委副书记	原蜀道集团人力资源部副部长	2024年9月
唐春云	财务总监	原四川蜀道高速公路集团有限公司财务管理部部长	2026年2月2日
王玲	董事会秘书	原蜀道（四川）创新投资发展有限公司战略投资部部长	2026年3月9日
杜若榕	党委副书记、董事、总经理	原蜀道集团战略及投资发展部副部长	2026年5月

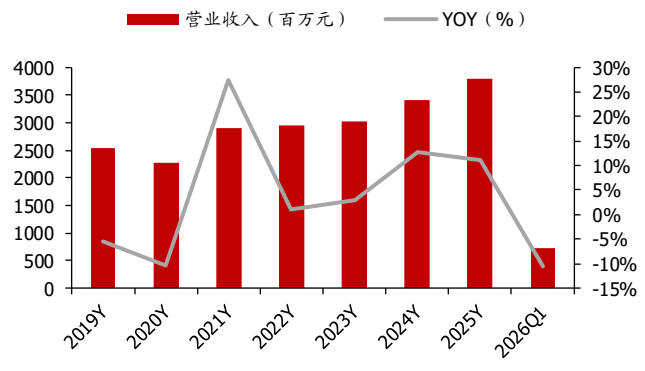
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 现有主业承压，公司积极谋求转型

磷化工是公司第一大收入利润来源。2025 年，公司实现营业收入 37.93 亿元，同比增长 11.25%；归属于上市公司股东的净利润-7431 万元；收入结构来看，磷化工产品（磷酸盐+复合肥）占比 45%，锌产品占比 45%；利润结构来看，磷化工产品（磷酸盐+复合肥）占比 97%，是公司主要利润来源。2025 年，受行业原料价格大幅上涨、下游市场需求低迷、产品盈利空间收窄等因素影响，上市公司仍处于亏损状态。

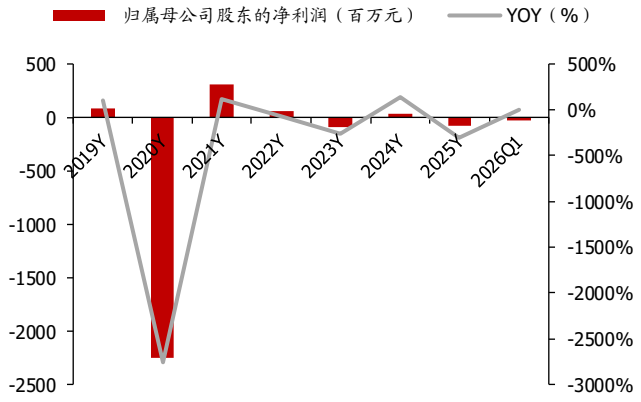
2020 年，公司一度遭遇重创，中国金融市场进入强监管时代，四川信托因长期违规操作，风险率先暴露，爆发大规模的兑付危机；在经历股权纠纷后，公司再度遭遇信托暴雷，2020 年业绩巨额亏损。

图表4：公司营业收入变化情况



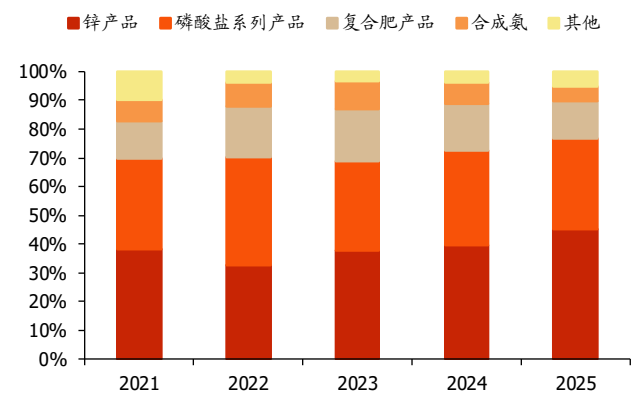
资料来源：ifind，国盛证券研究所

图表5：公司归母净利润变化情况



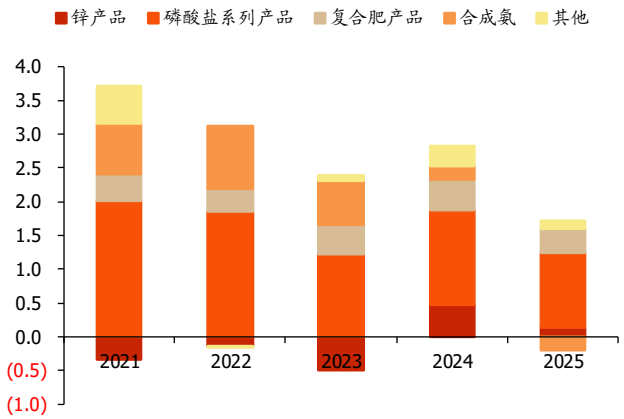
资料来源：ifind，国盛证券研究所

图表6：公司分板块收入占比



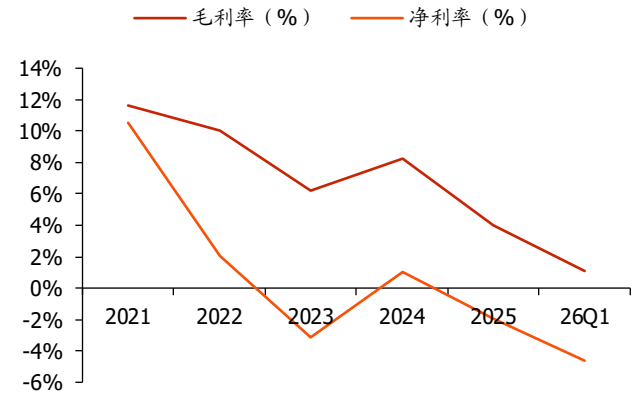
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表7：公司分板块毛利情况（亿元）



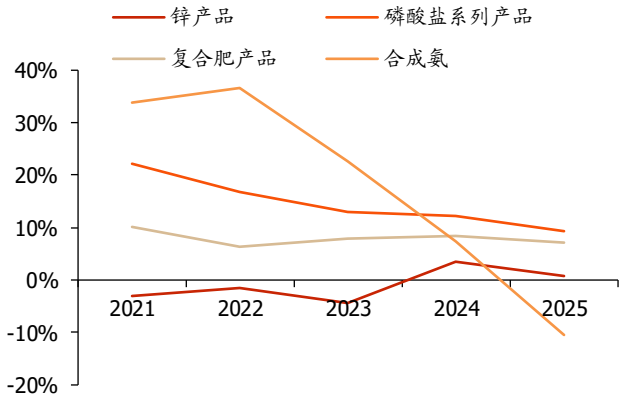
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

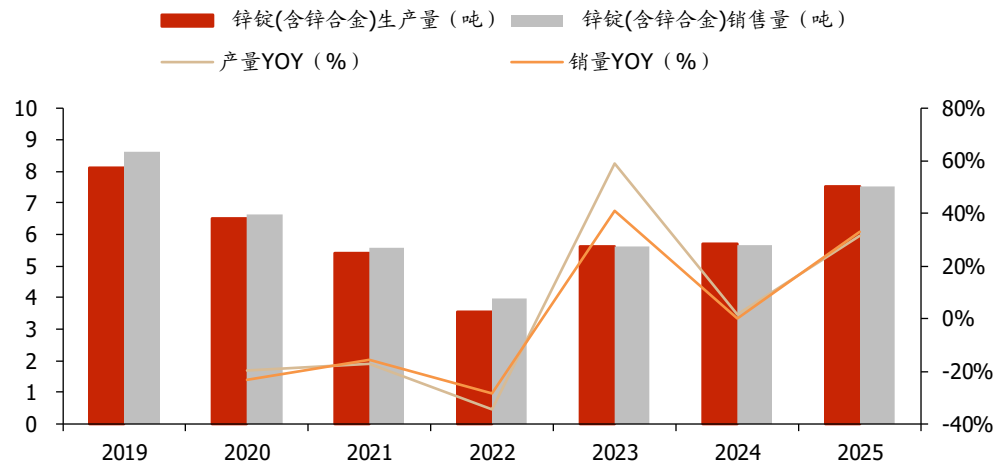
图表9：公司分板块毛利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

公司现有电解锌生产能力 10 万吨/年，2025 年实际生产 6.08 万吨，锌合金生产能力 10 万吨/年，2025 年实际生产 5.52 万吨；锌锭和锌合金合并实现产量 7.52 万吨，同比增长 31%，锌锭和锌合金合并实现销量 7.51 万吨，同比增长 33%。

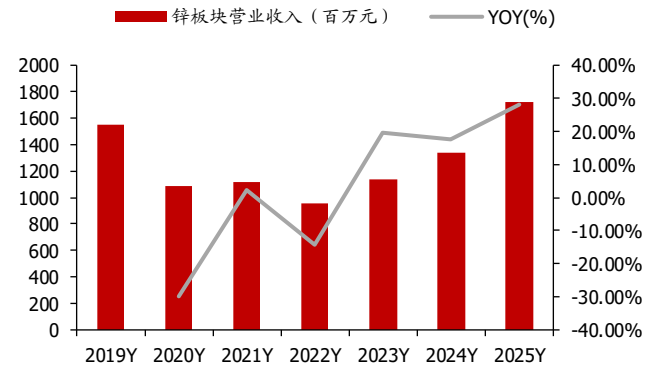
图表10：公司锌产品产销量情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

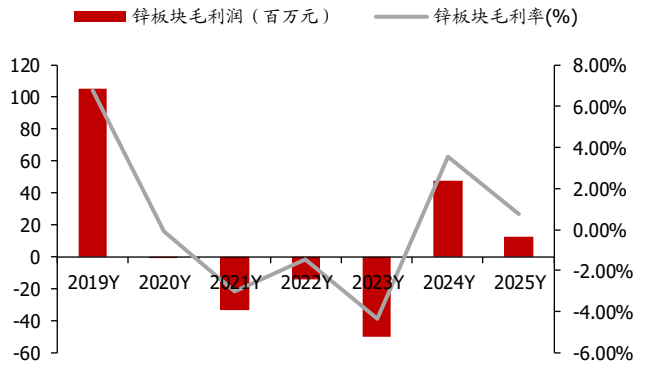
2025 年，公司锌板块实现收入 17.2 亿元，同比增长 28%，实现毛利 1290 万元，同比下滑 73%，毛利率仅 0.75%。锌板块业绩承压主要系目前公司无自有铅锌矿山，原料全部外购；地理位置距原料主产区及主要消费地较远，物流成本不具优势；公司通过强化金、银、铜等有价金属回收，叠加下半年相关金属价格上涨，虽有效对冲部分经营压力，但受限于原料成本大幅攀升，公司锌冶炼业务仍面临严峻挑战，全年出现一定幅度的亏损。

图表11：公司锌板块收入情况



资料来源：ifind，国盛证券研究所

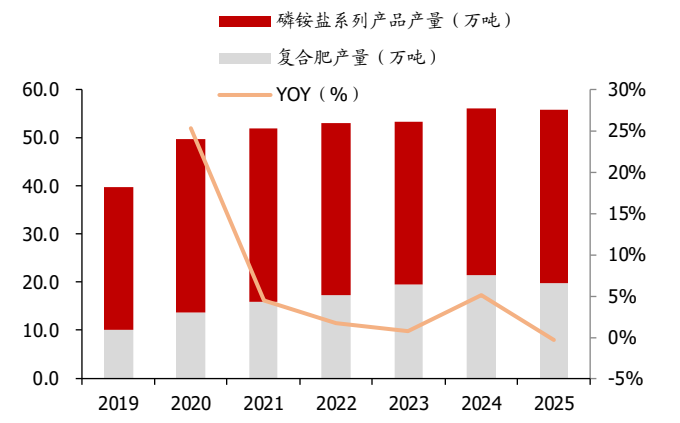
图表12：公司锌板块毛利情况



资料来源：ifind，国盛证券研究所

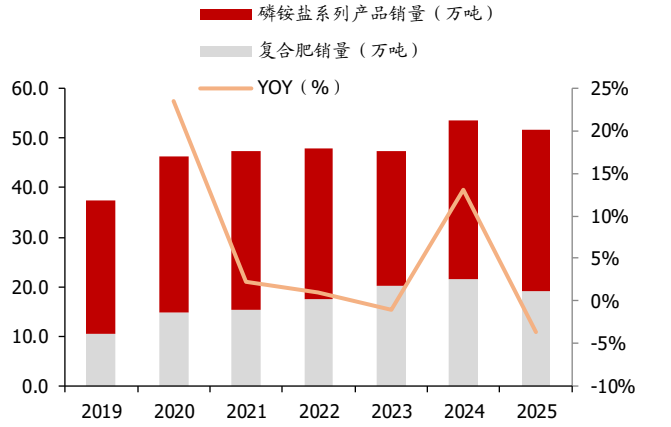
公司现有磷酸盐系列产品产能 42 万吨/年，2025 年公司实际生产 36.03 万吨，同比增长 4.3%；复肥产能 30 万吨/年，2025 年公司实际生产 19.82 万吨，同比下滑 7.7%；合成氨设计产能 20 万吨/年，2025 年公司实际生产合成氨 13.46 万吨。复合肥和磷铵盐合并口径实现产量 55.9 万吨，同比基本持平。

图表13：公司磷化工系列产品产量



资料来源：ifind，国盛证券研究所

图表14：公司磷化工系列产品销量

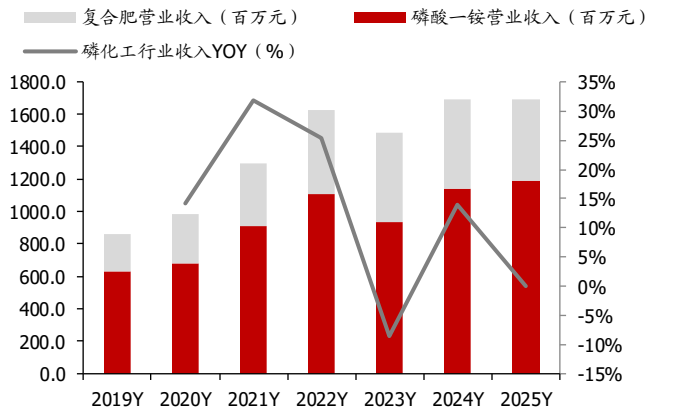


资料来源：ifind，国盛证券研究所

2025 年，公司复合肥实现营业收入 5.0 亿元，同比下滑 9.8%，磷酸一铵实现营业收入 11.9 亿元，同比增长 4.7%，磷化工板块实现营业收入 16.9 亿元，同比下滑 0.1%。2025 年，公司复合肥实现毛利 3636 万元，同比下滑 23.0%，磷酸一铵实现毛利 1.1 亿元，同比下滑 21.1%，磷化工板块实现毛利 1.47 亿元，同比下滑 21.6%。2025 年，硫磺价格大幅上涨，磷矿石价格维持高位运行，叠加复合肥原料成本上行、下游需求偏弱，产品售价涨幅不及成本涨幅，导致公司磷化工业务利润下滑。

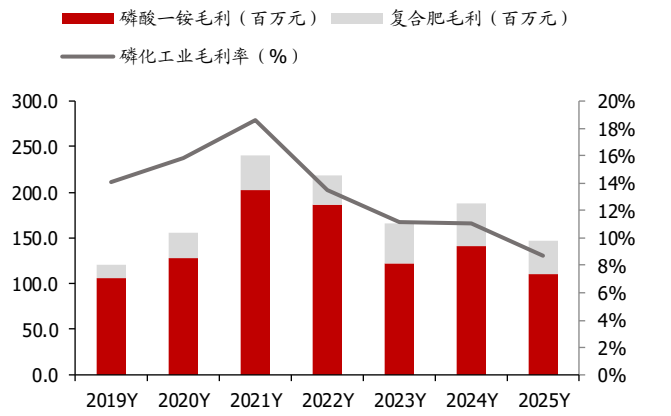
2025 年煤制合成氨企业成本优势凸显，对天然气制氨价格形成压制，绵竹川润液氨销售均价同比下降 337 元/吨，降幅 12.22%，公司天然气化工业务出现较大幅度的亏损。

图表15：公司磷化工行业收入



资料来源：Wind，国盛证券研究所

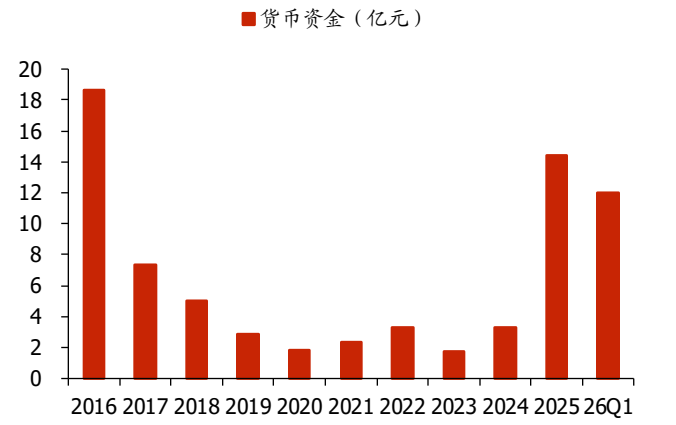
图表16：公司磷化工行业毛利&毛利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

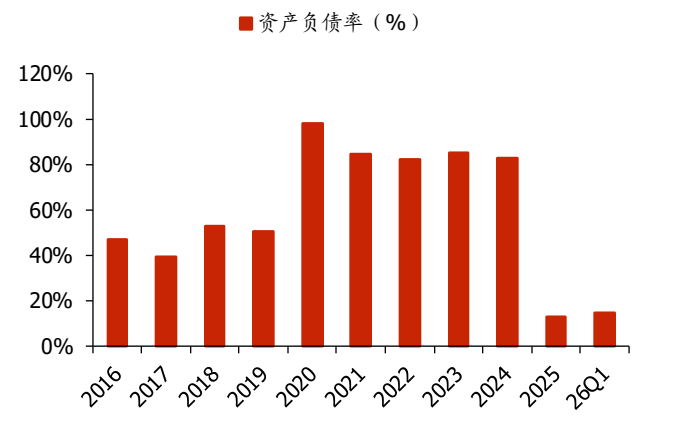
2025 年，公司向蜀道集团定增募集资金 28.53 亿元足额到账，用于偿还债务并补充流动资金，截至 2026Q1，公司资产负债率降至 15%，在手货币资金 12 亿元，卸下历史包袱，有效改善了公司整体财务状况。

图表17：公司货币资金



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表18：公司资产负债率



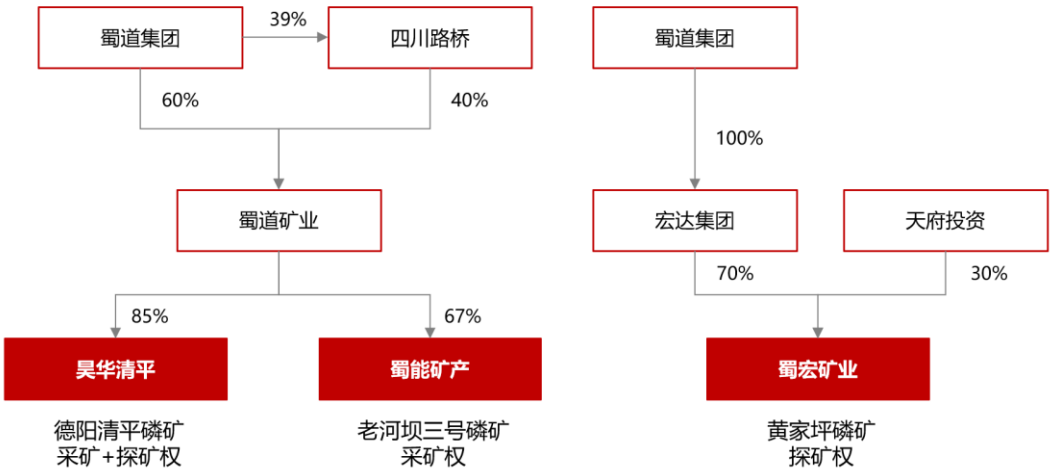
资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.3 集团磷矿资源与上市公司存在协同，存在注入预期

蜀道集团是省属大型国有企业。蜀道投资集团有限责任公司是整合原四川交投集团和四川铁投集团，新设合并组建的省属大型国有企业，于 2021 年 5 月 28 日揭牌成立，2023 年承接省交通运输厅划转 10 户企业。集团目前下属交通工程建设、能源矿产、产融结合三大板块。目前，集团资产总额超 1.65 万亿元，所属全资及控股企业 600 余家，其中拥有四川路桥、四川成渝、蜀道装备、宏达股份、新筑股份 5 家上市公司，业务遍及 60 多个国家和地区，员工超 6 万人，成为四川省属国企首家“世界 500 强”并连续 4 年入围。“十四五”期间，集团年均完成投资超 1900 亿元，年均实现营业收入超 2500 亿元，年均实现利润总额超 83 亿元，均约占四川省属国企 半壁江山”，综合实力稳居全国省级交通企业 第一方阵”。

集团磷矿资源与上市公司存在协同，承诺解决与公司同业竞争问题。蜀道集团拥有丰富钾盐、铜、磷矿等资源。包括全球最大露天钾盐矿——厄立特里亚库鲁里钾盐矿等国内外矿业权 32 宗，铜、金、磷、钾、钒钛磁铁等战略性资源储量。目前集团旗下拥有德阳清平、老河坝三号、黄家坪三座磷矿资源，且均在四川省内，与公司主营业务相关性高，蜀道集团在取得公司控股权时（2024 年 7 月），已明确**德阳昊华清平磷矿**与公司形成同业竞争，集团承诺将在未来五年内采取措施（从 2024 年 7 月算起），解决与公司磷酸盐业务的同业竞争问题，包括通过资产重组、业务调整和委托管理等方式进行资源整合。

图表19：蜀道集团旗下拥有三座磷矿资源



资料来源：ifind，国盛证券研究所

德阳清平磷矿拥有两宗采矿权和一宗探矿权，采矿权保有磷资源量 2434 万吨，蜀道集团合计持有德阳清平磷矿 85%权益。截至 2022 年 9 月 30 日，燕子岩、邓家火地采矿权保有资源量为 2434 万吨，其中燕子岩保有资源量 1635.9 万吨，平均品位 27.20%；邓家火地保有资源量 797.7 万吨，平均品位 30.62%。烂泥沟现处于详查阶段，资源量约 2437.10 万吨，平均品位 15.35%。

德阳清平磷矿为在产磷矿，配套下游磷酸一铵与上市公司存在同业竞争。燕子岩及邓家火地两个磷矿开采主要由清平公司矿业分公司负责实施，燕子岩及邓家火地采矿权有效期均至 2034 年，燕子岩采矿权开采规模为 60 万吨/年，邓家火地采矿权开采规模为 40 万吨/年。此外，子公司配套磷酸一铵 20 万吨/年产能，2024 年磷酸一铵业务实现营收/毛利 6.77/1.64 亿元。

图表20：德阳市清平磷矿相关信息

矿区名称	资源量（万吨）	平均品位（%）	开采规模
燕子岩矿段采矿权	1635.9万吨	27.20%	60万吨/年
邓家火地矿段采矿权	797.7万吨	30.62%	40万吨/年
烂泥沟矿段探矿权	2437.1万吨	15.35%	

资料来源：四川路桥公司公告，国盛证券研究所

老河坝三号矿块磷矿拥有资源量 3195 万吨，目前处于在建状态，蜀道集团旗下蜀能矿产持股 67%。蜀能矿产老河坝矿区三号矿块磷矿于 2022 年 2 月 28 日获得探矿权证，2023 年 2 月 23 日获得采矿许可证，2023 年 11 月 8 日获安全生产批复。矿山矿权面积 1.3229 平方公里，可用资源量为 3195 万吨，原矿平均品位 21.62%，开采方式为地下开采，设计采选规模为 100 万吨/年。项目于 2024 年 6 月开工，预计 2026 年底建成，2027 年上半年投产试车。

图表21：乐山市老河坝三号磷矿相关信息

指标名称	相关信息
矿山名称	老河坝矿区三号块磷矿
开采主矿种	磷矿
开采方式	地下开采
设计生产规模	100万吨/年
矿区面积	1.3229平方公里
矿权有效期	2023年2月23日-2052年11月23日

资料来源：四川省自然资源厅，蜀能矿产官网，乐山市人民政府官网，国盛证券研究所

黄家坪磷矿为超大型磷矿（探矿权），控股股东宏达集团持股 70%，普查区探获磷矿石资源量 3.7 亿吨。蜀宏矿业由蜀道宏达集团（70%）和天府矿业（30%）共同出资设立，负责黄家坪磷矿开发建设等业务。黄家坪磷矿是马边境内新发现的超大型磷矿，探矿权总面积 21 平方公里，2023 年 7 月，由四川省自然资源厅实施的省政府性投资地勘项目——四川省乐山市马边县黄家坪磷矿普查，经四川省矿产资源储量评审中心评审认定，该项目在普查区内探获推断磷矿石资源量 3.7 亿吨，普查区外探获推断磷矿石资源量 2 亿吨，矿床规模达超大型。2025 年底，蜀宏矿业以 29.05 亿元的成交价竞得黄家坪磷矿的勘查探矿权。

图表22：马边县黄家坪磷矿相关信息

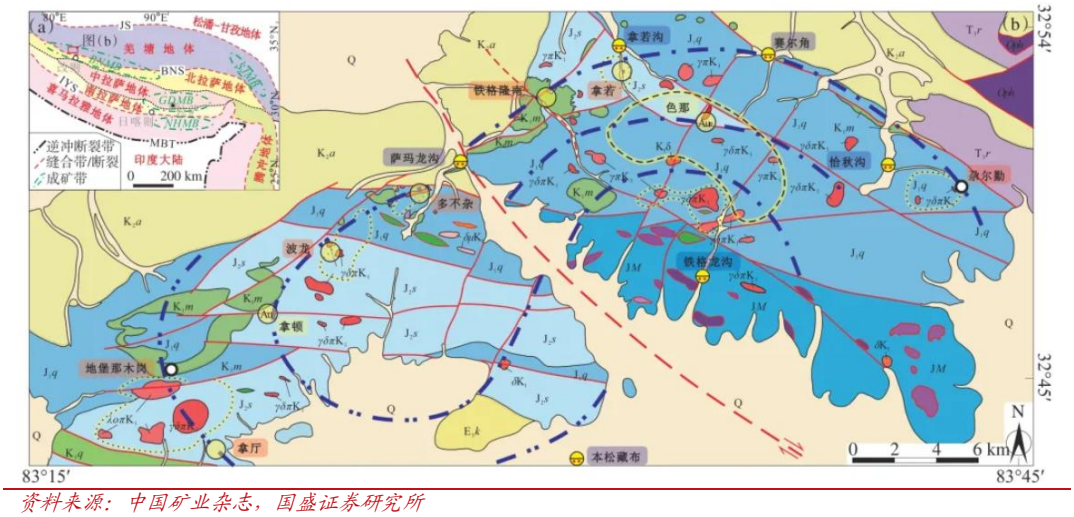
指标名称	相关信息
项目名称	四川省马边县黄家坪磷矿勘查
勘查矿种	磷矿
地理位置	乐山市马边县
面积	21.0026平方公里
资源量（推断）	普查区内3.7亿吨，普查区外2亿吨

资料来源：四川省公共资源交易信息网，i 自然，国盛证券研究所

二、多龙铜矿：西藏巨型待开发铜矿

多龙铜矿床位于西藏阿里地区改则县物玛乡境内，在改则县城西北方向约 110 千米处。其地处藏北高原，地形以山地、沟谷为主，海拔 5000 米左右，自然条件恶劣，生态环境脆弱。从目前的勘查结果看，多龙矿区已经探明的铜矿达到 2000 万吨，按照我国大型铜矿的规模要求，相当于找到了 40 个大型铜矿。另外，研究结果表明，在深部和外围仍有约 1000 万吨尚未找到。已探明铜矿资源量在世界超级铜矿排行榜中位列前茅，成为我国最具潜力的铜矿资源储备开发基地之一。

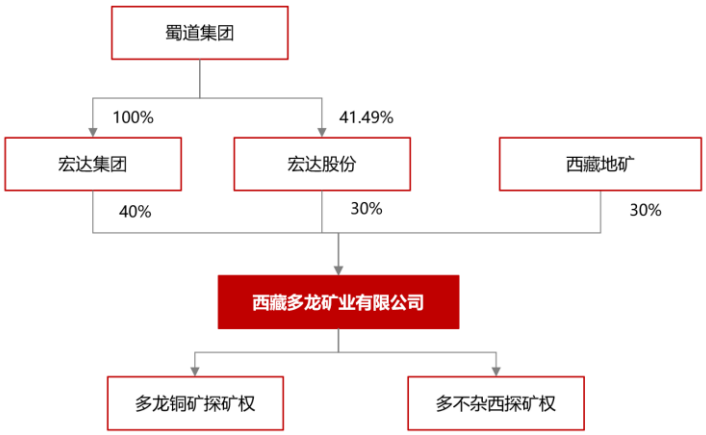
图表23：多龙矿集区大地构造位置图及矿区地质图



资料来源：中国矿业杂志，国盛证券研究所

多龙矿业主要持有“多龙铜矿勘探探矿权”和“多不杂西铜矿详查探矿权”。2011 年 1 月，为联合勘查开发西藏阿里地区改则县多龙铜矿，公司与宏达集团、西藏自治区地质矿产勘查开发局第五地质大队共同设立合资公司多龙矿业。2014 年合资公司多龙矿业成立，注册资本 2 亿元。股权结构为：宏达股份 30%、宏达集团 40%、地质五队 30%。2019 年，地质五队将其持有的 30%股权及全部权利义务转让给西藏盛源矿业集团有限公司。目前多龙矿业的股权结构为：宏达集团 40%、宏达股份 30%、西藏地矿 30%。

图表24：多龙矿业股权结构图



资料来源：ifind，国盛证券研究所

多龙矿区探明铜资源量 691 万吨，多不杂西已完成详查报告评审。多龙铜矿方面，矿区设计利用矿石资源量 14.41 亿吨，其中铜金属量为 691 万吨（平均品位为 0.48%）、金金属量为 302 吨（0.21 克/吨）、银金属量为 1757 吨（1.22 克/吨）。多不杂西铜矿方面，基于 2024 年的地质详查工作成果，2025 年加大探矿投入，已于 2025 年 4 月完成详查方案优化调整和专家评审，并于 2025 年底完成详查野外工作，开展详查报告编制，完成报告评审。

多龙铜矿投产后将形成 30 万吨铜、8 吨金、12 吨白银年产能。多龙矿区设计生产规模为年处理矿石 7500 万吨，对应产品含铜金属量约 30 万吨/年，设计铜综合回收率前 10 年硫氧混选 86.50%，11-22 年单独处理硫化矿 87.00%，金综合利用率 60%，银综合利用率 15%。达产后年产铜金属 30 万吨（铜精矿品位 23%），伴生黄金 8 吨/年、白银 12 吨/年。

项目已完成可研设计，前期工作稳步推进。多龙铜矿现已完成勘探报告、矿产资源开发利用方案及矿山地质环境与土地复垦方案的评审及备案工作，采矿权申请已经改则县、阿里地区审批，2025 年 9 月 10 日多龙矿业取得《阿里地区行政公署关于设立西藏宏达多龙矿业有限公司改则县多龙铜矿采矿权的意见》，探转采申请正向西藏自治区进行报送。多龙铜矿 7500 万吨/年采选项目可行性研究报告已经西藏自然资源行业联合会评审通过。多龙铜矿矿山建设准备工作稳步推进，已启动矿山环评、选矿工艺试验研究、岩土工程勘察、外部取水方案研究、外部供电方案研究等工作。

图表25：多龙铜矿开发规划

项目类别	具体参数	
设计利用矿石总资源量	14.4亿吨	
铜金属总储量	691万吨	平均品位0.48%
金金属总储量	302吨	平均品位0.21克/吨
银金属总储量	1757吨	平均品位1.22克/吨
达产后年产铜金属	30万吨（铜精矿品位23%）	
达产后年产伴生黄金	8吨/年	
达产后年产伴生白银	12吨/年	

资料来源：公司公告，矿山招标采购网，国盛证券研究所

图表26：多龙铜矿基本情况梳理

项目分类	内容详情
项目名称	西藏自治区改则县多龙矿区铜矿 7500 万 t/a 矿产资源开发利用项目
设计单位	中国恩菲工程技术有限公司
建设单位	西藏宏达多龙矿业有限公司
建设地点	西藏自治区阿里地区改则县物玛乡
开采矿种	铜矿（伴生金、银）
开采方式	露天开采，采用 “公路 - 汽车” 开拓运输方案
生产规模	7500 万吨 / 年（25 万吨 / 日）
矿区面积	12.9503 平方公里
开采深度	+5210m 至 + 4290m 标高
服务年限	总服务年限 24 年（含基建期 2 年）

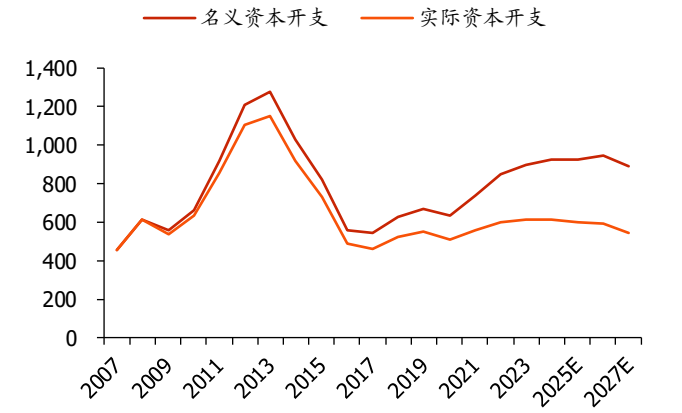
资料来源：矿山招标采购网，国盛证券研究所

三、铜：供给受限叠加新兴需求拉动，具备长牛基础

3.1 矿端扰动叠加资本开支不足，铜的供应弹性受限

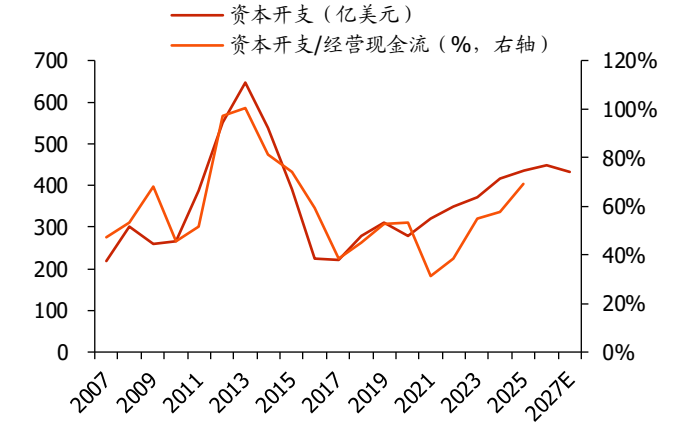
2025 年矿端扰动较多，我们认为是上游投资不足的必然结果。根据 Bloomberg 统计的全球 69 家铜矿企业资本开支情况，尽管 2020-2025 年资本开支由 632 亿美元提升至 932 亿美元，但目前仅为上一轮 2013 年周期高潮的 73%，考虑通胀因素后，这一比值降至仅 52%，2026-2027 年资本开支指引也偏向保守。从海外 9 家代表性大型矿业公司资本开支/经营现金流衡量企业的投资意愿，2024 年资本开支/经营现金流为 58%，处于历史偏低水平，也远低于 2013 年高点的 100%，2025 年比值偏高主因泰克资源经营现金流大幅下滑，资本开支并未明显抬升，表明矿企对资本开支依然相对克制与谨慎。

图表27：全球铜矿企业资本开支（亿美元）



资料来源：Bloomberg，Wind，国盛证券研究所

图表28：9 家大型矿业公司资本开支与经营现金流

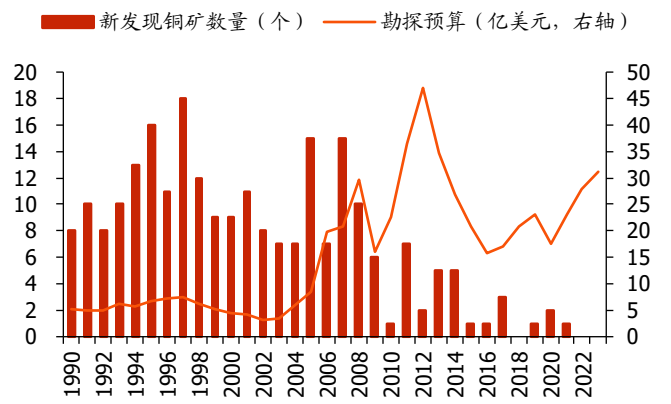


资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

要想满足未来不断增长的铜需求，需要长期更高水平的铜价激励。2010-2023 年，全球铜勘探预算为 365 亿美元，占 1990 年以来的 67%；但找矿成果却寥寥无几，2010-2023 年全球仅发现大型铜矿 29 处，仅占 1990 年以来的 12%；合计新增 1.26 亿吨资源储量，仅占 1990 年以来的 10%；充分反映了找矿难度的大幅增加。从数量和资源量来看，大型铜矿项目的发现集中在 1990-2014 年，2014 年以来，全球大型铜矿的发现难度大幅增加，2000 万吨级别的铜矿在 2014 年以后寥寥无几。

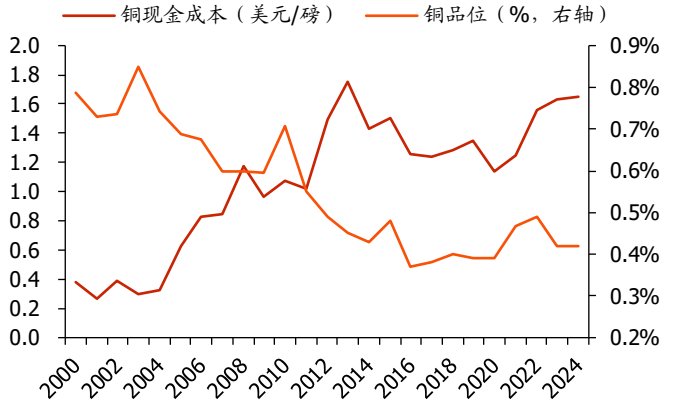
对上游勘探开发公司而言，新项目的边界品位圈定需要根据历史铜价和成本测算，从而确定项目的 IRR 等财务指标，如此稀少的找矿结果并非铜元素真的短缺，而是上游缺乏足够的铜价激励。在开发成本系统性上升的背景下，铜价需要达到能够使新建铜矿项目的净现值为正时，企业才具备扩大资本开支的动力。

图表29：全球新发现铜矿数量大幅减少



资料来源：S&P global，国盛证券研究所

图表30：全球铜矿成本和品位



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

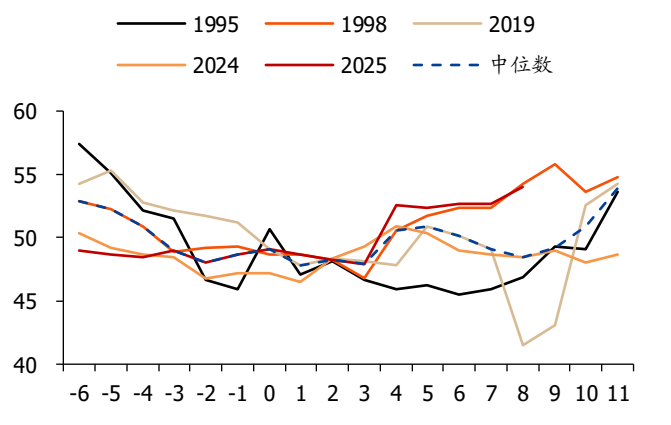
图表31：2014 年以来，全球大型铜矿的发现难度大幅增加

1990-2014年发现的前十大铜矿			2014-2023年发现的前十大铜矿		
矿山	发现年份	资源量（万吨）	矿山	发现年份	资源量（万吨）
Collahuasi	1991	9739	Kamoa-Kakula (Kakula)	2014	1984
Los Sulfatos	2007	4615	Western Foreland	2017	496
Cerro Verde	1995	3721	Encierro	2014	340
Pebble	1990	3706	Cachorro	2015	316
Escondida (Pampa Escondida)	2008	3186	Winu	2017	290
Mina Ministro Hales	1991	3074	La Huifa	2014	243
Resolution	1995	2820	Tatogga (Saddle)	2017	217
Safford	1993	2538	Porvenir	2020	168
Kamoa-Kakula (Kamoa)	2008	2481	Llaguen	2019	110
Oyu Tolgoi (Hugo Dummett)	2001	2223	Jebel Ohier	2014	109

资料来源：S&P global，国盛证券研究所

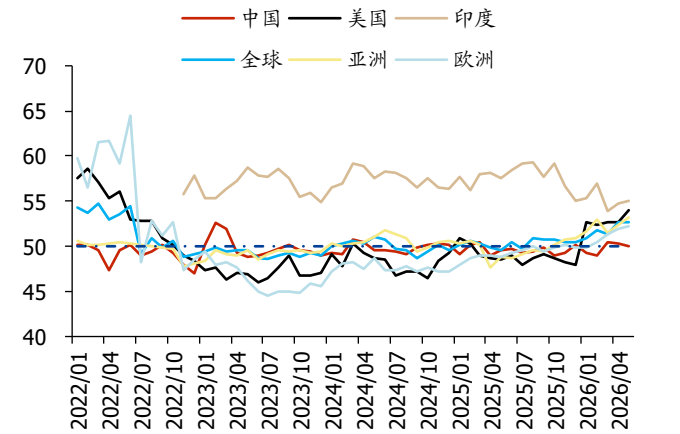
降息中后期铜金比具备修复潜力，2026 年初以来，全球制造业 PMI 出现复苏迹象。2025 年伴随黄金价格大幅上涨，铜金比降至历史最低水平，从市场周期来看，黄金上涨往往隐含了市场对流动性宽松的预期，伴随流动性持续宽松，宏观需求企稳回升，铜金比在降息中后期或因宏观周期复苏迎来修复。以美国制造业 PMI 为例，降息后 3-6 个月可能企稳回升。

图表32：软着陆降息后美国制造业 PMI 通常 3-6 个月企稳回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表33：全球和主要地区/国家制造业 PMI



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表34：降息中后期铜金比通常迎来修复

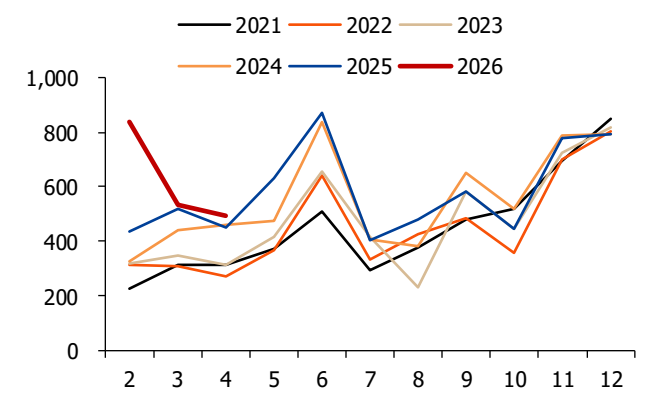


资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.2 需求端：电气化序幕拉开，新兴需求方兴未艾

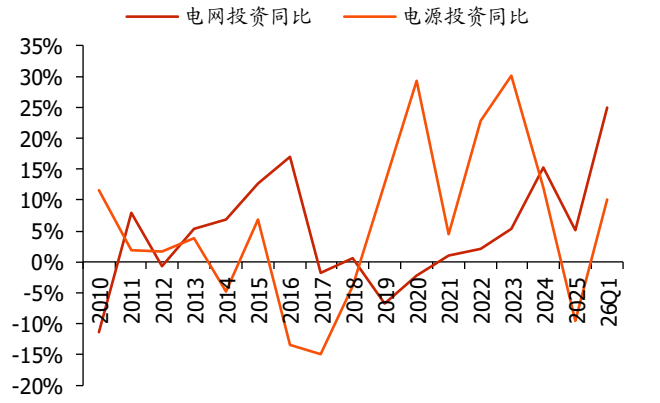
电网方面：五万亿投资计划出炉，“十五五”电网需求有望维持高景气。2023 年-2025 年，我国电网投资连续三年维持高增速，分别实现同比 5.4%/15.3%/5.1%的高速增长。国家电网公布“十五五” 4 万亿元投资计划，较“十四五”增长 40%。叠加南方电网及地方电网投入，“十五五”期间，我国电网总投资规模预计将突破 5 万亿元。“十五五”规划建议提出：加快建设新型能源体系，持续提高新能源供给比重，着力构建新型电力系统。“十四五”期间，国家电网清洁能源发电装机增长 134.7%，占总装机比重从 42.6%提高到 59.8%，其中风电、光伏发电装机 13.5 亿千瓦、占全球 40%左右。2019-2024 年，我国电源侧投资高速增长，在新能源装机不断增长的背景下，电网与储能是加快实现能源绿色低碳转型与新能源高质量发展的关键环节，我们认为电网将会是铜具有持续景气的下游。

图表35：电网投资月度完成额（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

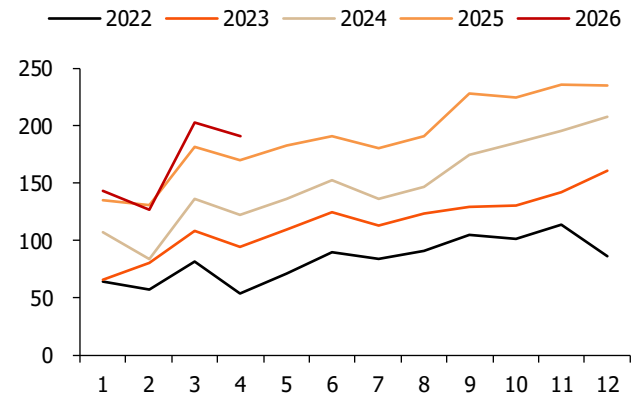
图表36：国内电网和电源投资同比增速



资料来源：i

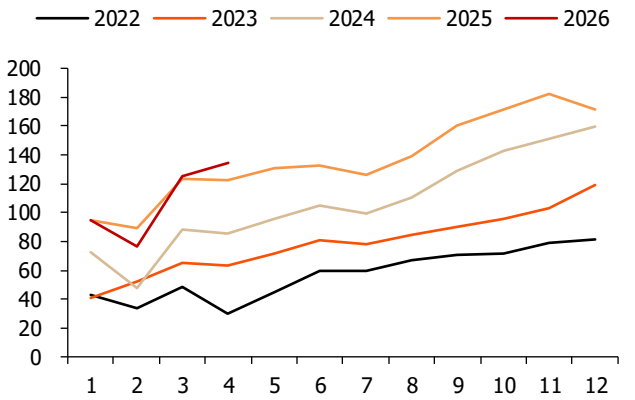
新能源车：1-4 月受高基数影响，新能源车增速放缓，IEA 预计 2026 年全球销量增速仍有望达 15%。2026 年 1-2 月，国内汽车产销受政策切换调整、需求前置释放、春节假期错位、消费意愿不足、同期高基数等多重因素叠加影响，同比呈现下滑，3-4 月恢复正增长，1-4 月，国内新能源车销量分别同比+0.1%/-14.2%/+1.2%/+9.7%；全球销量情况好于国内，1-4 月分别同比+6.7%/-3.1%/+11.5%/+12.4%。根据 IEA，受益于能源价格上涨，预计 2026 年全球销量增速仍有望达到 15%。

图表37：2026 年 1-4 月，全球新能源车销量同比增长 7.6%（万辆）



资料来源：智通财经网，国盛证券研究所

图表38：2026 年 1-4 月，中国新能源车销量同比增长 0.2%（万辆）

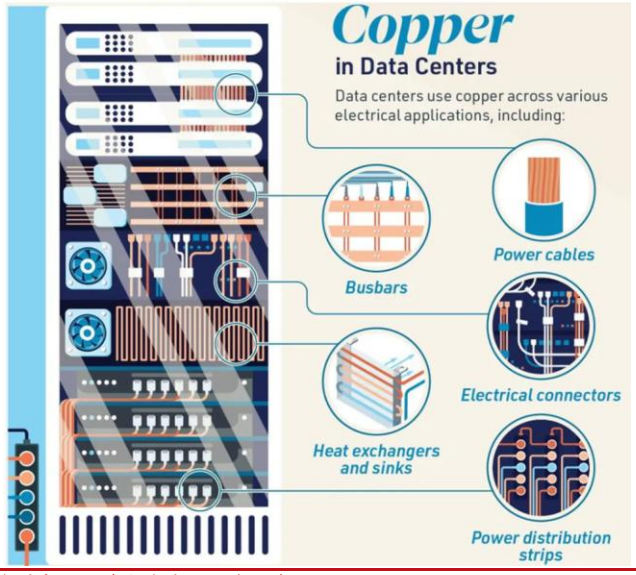


资料来源：Wind，国盛证券研究所

AI 数据中心成为铜的又一需求增长极。数据中心用铜集中在电力分配系统、制冷系统、服务器三大场景。根据美国地质调查局，AI 数据中心单 GW 用铜量达到 2-4 万吨，其中：内部电力分配系统 0.8-1.5 万吨/GW，制冷系统 0.7-1.2 万吨/GW，服务器和网络设备 0.5-1.3 万吨/GW。全球科技大厂的 AI 军备竞赛已进入“白热化”的算力通胀阶段。九大云厂商（谷歌、AWS、Meta、微软、甲骨文以及字节跳动、腾讯、阿里巴巴、百度）2026 年合计资本支出预估至约 8300 亿美元，同比增幅也从原本的 61%提升至 79%。

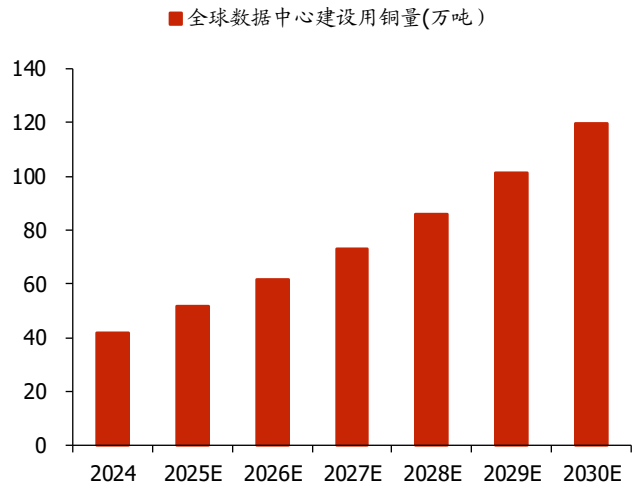
根据 IEA，2024 年全球数据中心累计装机 97.1GW，预计 2025 年将达 114.3GW，我们假设 2025-2030 年装机 CAGR 为 18%，则对应 2030 年装机容量达到 261.5GW，据此测算，2024-2030 年数据中心新增装机将由 13.9GW 增长至 39.9GW。我们假设数据中心单位用铜量为 3 万吨/GW，据此测算，2024 年数据中心用铜量为 41.7 万吨，预计 2030 年将增长至 119.7 万吨。

图表39：铜在数据中心的应用场景



资料来源：紫金资产，国盛证券研究所

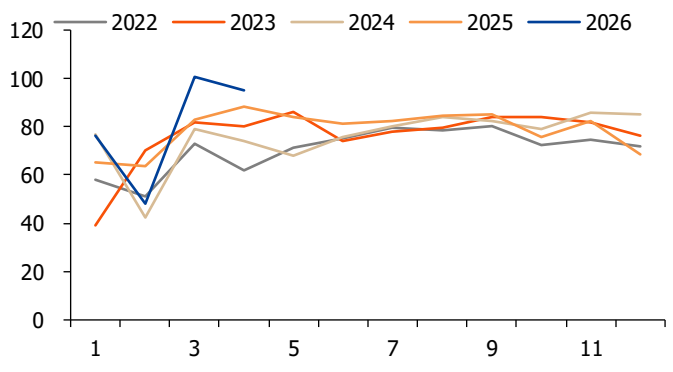
图表40：数据中心用铜量测算



资料来源：IEA，TCu，macquarie，国盛证券研究所

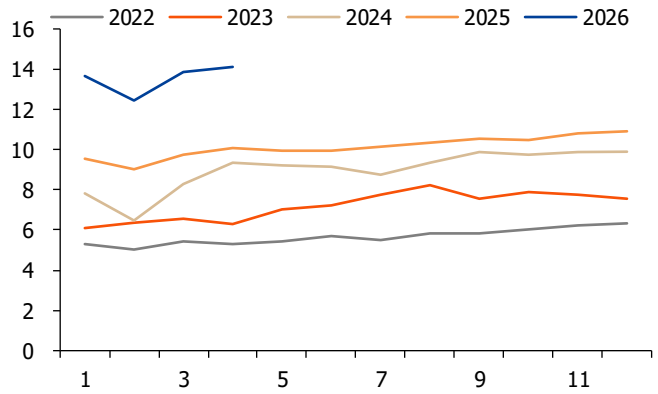
铜材方面，精铜杆、铜箔产量同比高增，验证终端需求旺盛。精铜杆与铜箔增幅亮眼，电网与新能源高景气支撑。1-4 月，精铜杆（电网）/铜管（空调）/铜棒（制造业、地产）/铜板带（电子）/铜箔（PCB+锂电）产量分别同比+20/-3/+0.8/-2.5/+15.7 万吨，YOY 分别为+6.7%/-4.4%/+2.1%/-3.3%/+40.8%。

图表41：精铜杆 1-4 月产量同比+20 万吨/+6.7%



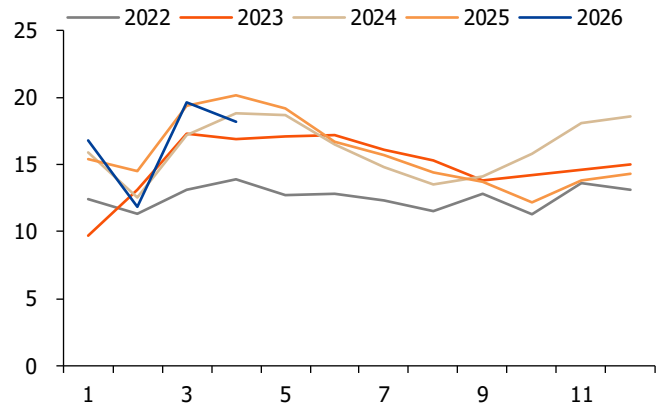
资料来源：钢联，国盛证券研究所

图表42：铜箔 1-4 月产量同比+15.7 万吨/+41%



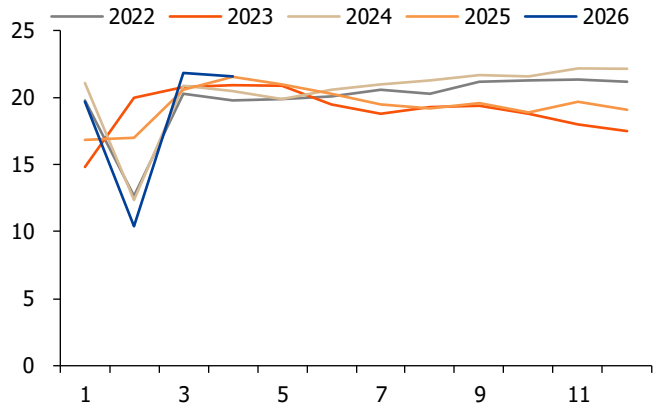
资料来源：钢联，国盛证券研究所

图表43：铜管 1-4 月产量同比-3 万吨/-4.4%



资料来源：钢联，国盛证券研究所

图表44：铜板带 1-4 月产量同比-2.5 万吨/-3.3%



资料来源：钢联，国盛证券研究所

3.3 供需平衡：2025-2029 年供需缺口扩大，铜价重心逐步上移

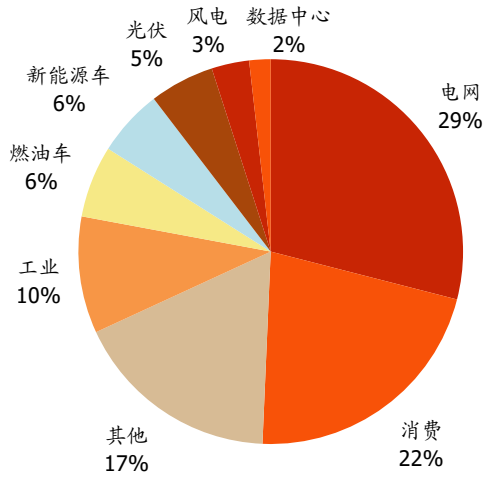
2025-2029 年供需缺口扩大，铜价重心逐步上移。根据我们测算，预计 2025-2029 年铜需求 CAGR 为 3.7%，铜供给 CAGR 为 2.2%。供需平衡方面，我们预计 2025-2029 年全球精炼铜将分别短缺 47/52/51/122/244 万吨，若没有高价格引发的矿端增速上行，供需缺口将呈现扩大趋势。

图表45：铜供需平衡表（万吨）

	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
需求						
电网	800	832	865	900	936	973
YOY（%）		*4.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*4.0%*
风电	71	90	99	111	116	130
YOY（%）		*27.1%*	*10.0%*	*11.9%*	*4.3%*	*11.7%*
光伏	148	156	158	180	201	221
YOY（%）		*5.1%*	*1.0%*	*14.0%*	*12.0%*	*10.0%*
新能源车	130	161	185	209	234	260
YOY（%）		*23.9%*	*14.5%*	*13.1%*	*12.0%*	*11.1%*
燃油车	179	173	170	168	164	161
YOY（%）		*-3.2%*	*-1.6%*	*-1.8%*	*-1.9%*	*-2.1%*
消费	607	622	638	654	670	687
YOY（%）		*2.5%*	*2.5%*	*2.5%*	*2.5%*	*2.5%*
工业	276	281	287	293	299	305
YOY（%）		*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*
数据中心	42	52	62	73	86	101
YOY（%）		*23.7%*	*19.6%*	*18.0%*	*18.0%*	*18.0%*
其他	505	500	495	490	486	481
YOY（%）		*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*
合计	**2759**	**2869**	**2959**	**3077**	**3191**	**3319**
YOY（%）		*4.0%*	*3.2%*	*4.0%*	*3.7%*	*4.0%*
供给						
原生铜	2295	2325	2388	2482	2500	2479
YOY（%）		*1.3%*	*2.7%*	*3.9%*	*0.7%*	*-0.8%*
再生铜	464	497	520	544	569	595
YOY（%）		*7.1%*	*4.6%*	*4.6%*	*4.6%*	*4.6%*
合计	**2759**	**2821**	**2907**	**3026**	**3069**	**3074**
YOY（%）		*2.3%*	*3.1%*	*4.1%*	*1.4%*	*0.2%*
供需平衡		**-47**	**-52**	**-51**	**-122**	**-244**

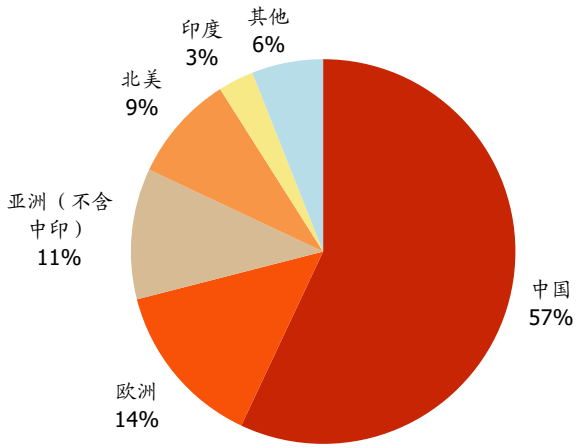
资料来源：Wind，Ifind，Southern Copper，SMM，GWEC，Mysteel，CPIA，BNE 测算

图表46：铜分领域需求占比（2025E）



资料来源：Wind，Ifind，Southern Copper，SMM，GWEC，Mysteel，CPIA，BNE

图表47：铜分国别需求占比（2024）



资料来源：Southern Copper，国盛证券研究所

四、盈利预测与投资建议

关键假设：

- ✓ **锌锭及相关产品：**公司现有电解锌生产能力 10 万吨/年，2025 年实现产量 6.08 万吨，锌合金生产能力 10 万吨/年，2025 年实际生产 5.52 万吨；锌锭和锌合金合并实现产量 7.52 万吨，锌板块业绩承压主要系目前公司无自有铅锌矿山，原料全部外购。考虑随着下游需求企稳，公司产能利用率小幅提升，毛利率谨慎假设维持稳定，我们预计 2026-2028 年营业收入分别为 17.74/18.27/18.82 亿元，假设 2026-2028 年毛利率为 2.0%/2.0%/2.0%。

- ✓ **磷酸盐系列产品：**公司现有磷酸盐系列产品产能 42 万吨/年，2025 年公司实际生产 36.03 万吨，同比增长 4.3%；考虑随着下游需求企稳，公司产能利用率小幅提升，毛利率谨慎假设维持稳定，我们预计 2026-2028 年营业收入分别为 12.27/12.64/13.01 亿元，假设 2026-2028 年毛利率为 10%/10%/10%。

- ✓ **复合肥：**公司现有复合肥产能 30 万吨/年，2025 年公司实际生产 19.82 万吨，同比下滑 7.7%；考虑随着下游需求企稳，公司产能利用率小幅提升，毛利率谨慎假设维持稳定，我们预计 2026-2028 年营业收入分别为 5.15/5.30/5.46 亿元，假设 2026-2028 年毛利率为 2.5%/2.5%/2.5%。

图表48：公司分板块盈利预测表

板块	项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
锌锭及相关产品	收入（亿元）	13.44	17.22	17.74	18.27	18.82
	成本（亿元）	12.97	17.09	17.38	17.90	18.44
	毛利（亿元）	0.47	0.13	0.35	0.37	0.38
	毛利率（%）	3.5%	0.8%	2.0%	2.0%	2.0%
磷酸盐系列产品	收入（亿元）	11.38	11.91	12.27	12.64	13.01
	成本（亿元）	9.98	10.80	11.04	11.37	11.71
	毛利（亿元）	1.40	1.11	1.23	1.26	1.30
	毛利率（%）	12.3%	9.3%	10.0%	10.0%	10.0%
复合肥	收入（亿元）	5.54	5.00	5.15	5.30	5.46
	成本（亿元）	5.07	4.63	4.64	4.77	4.92
	毛利（亿元）	0.47	0.36	52	0.53	0.55
	毛利率（%）	8.5%	7.3%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	收入（亿元）	3.73	3.80	4.00	4.00	4.00
	成本（亿元）	3.25	3.89	3.90	3.90	3.90
	毛利（亿元）	0.48	-0.09	0.10	0.10	0.10
	毛利率（%）	12.9%	-2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
合计	收入（亿元）	34.09	37.93	39.15	40.21	41.29
	成本（亿元）	31.27	36.41	36.96	37.95	38.97
	毛利（亿元）	2.82	1.52	2.20	2.26	2.32
	毛利率（%）	8.3%	4.0%	5.6%	5.6%	5.6%

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所测算

盈利预测与投资建议：

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 39.2/40.2/41.3 亿元，归母净利润分别为 0.4/0.44/0.44 亿元，由于公司未来主要业绩贡献来自多龙铜矿，投产前 PE 水平偏高。考虑多龙铜矿投资收益对公司利润影响较大，我们选取磷化工板块标的云天化、新洋丰与铜板块标的紫金矿业、藏格矿业作为可比公司，可比公司 2026-2028 年平均 PE 为 11.2/9.5/8.5 倍，考虑到公司多龙铜矿投产后业绩有望大幅增加。首次覆盖给予“买入”评级。

图表49：可比公司估值表

股票简称	股价（元）	EPS				PE			
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
云天化	30.6	2.83	2.87	3.08	3.25	11.4	10.7	9.9	9.4
新洋丰	12.5	1.29	1.42	1.62	1.87	12.0	8.8	7.7	6.7
紫金矿业	30.3	1.95	3.12	3.69	4.26	17.7	9.7	8.2	7.1
藏格矿业	76.3	2.45	4.94	6.21	7.23	33.8	15.5	12.3	10.6
均值						**18.7**	**11.2**	**9.5**	**8.5**

资料来源：Wind，国盛证券研究所，可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期，截至 2026/6/16

风险提示

投产不及预期：公司规划项目较多，若未来投产进度不及预期，或将影响上市公司的盈利。

金属价格波动：金属价格波动将直接影响公司的产品销售价格，业绩预测存在一定不确定性。

测算误差：文中涉及部分行业协会或机构的预测数据，可能存在测算误差的风险。

成本控制风险：公司自产矿成本的变化会影响到盈利预测的准确性，若成本因意外因素增加，业绩兑现可能不及预期。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券”股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com