下载日志已记录，仅供内部参考

河钢资源（000923.SZ）

强烈推荐（维持）

铜二期开启成长新周期，磁铁矿现金牛夯实底盘

河钢资源是扎根南非的优质矿业平台，形成磁铁矿现金牛、铜二期成长、高端蛭石三元组合，财务状况稳健，分红比例高。

- **公司财务状况稳健，管理层调整强化资产协同。**新任总经理王凤林（采矿工程专业硕士）兼任南非 PC 公司董事长及 CEO，一线矿业背景有望加强境内平台与核心运营资产之间的技术、资金与销售协同。截至 2026 年 6 月末，公司总资产 173.22 亿元、归母净资产 97.22 亿元、货币资金 32.65 亿元，期末资产负债率仅 25%，低杠杆为灾后修复、铜二期爬坡及后续资本开支提供充足缓冲。2025 年度公司分红率约 69.05%，对应股息率约 2.8%。
- **地表堆存磁铁矿成本优势突出，高品化进一步打开单吨利润空间。**截至 2026 年 6 月末，公司拥有约 1.1 亿吨地表堆存磁铁矿，平均品位约 55%。由于前端采矿和大部分剥离环节已经完成，新增成本主要集中于磨选、过滤及物流，公司磁铁矿盈利能力显著高于传统铁矿企业。2025 年磁铁矿产 1,125 万吨，毛利率达到 81%。公司同时推进“65%高品矿 + 58%基础矿”的产品结构，高品化有望提升产品溢价和有限铁路运力对应的单位利润，巩固磁铁矿业务的现金牛属性。
- **铜二期进入产能兑现阶段，产能增两倍。**PC 是南非最大的铜产品生产商，保有铜资源储量 272 万吨，0.75%品位。铜二期设计采矿能力为 1,100 万吨原矿/年，对应铜矿产量 7 万吨左右，约是一期 2.5 万吨产能的 2.8 倍。2026 年上半年，南非极端降雨及洪灾导致井下生产阶段性暂停，金属铜产量降至 3,966 吨，2026H1 陷入亏损。洪灾也导致二期投产时间从 2026 年底推迟到 2027 年中。随着有效放矿点增加、6 号破碎站及配套系统逐步完善，公司预计 2027/2028 年原矿产量分别 650 万吨、1,100 万吨。我们测算 2027/2028 年对应矿产铜产量约 4 万吨、7 万吨。产量增长与固定成本摊薄有望共同推动铜业务盈利修复。
- **冶炼重启与蛭石业务进一步增厚资源价值。**PC 冶炼厂设计能力为 8 万吨/年，若铜二期供矿量能够支持连续运行，冶炼系统重启有望减少铜精矿外售产生的加工费及杂质扣罚，并贡献硫酸、阳极泥等副产品收益。蛭石方面，PC 拥有世界领先的优质蛭石资源，产品长期销往欧洲、美洲和亚洲，销量约占全球高端市场的三分之一。蛭石业务规模相对有限，但产品差异化程度较高、客户基础稳定，能够为公司提供持续的利润补充。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司铜矿产量高增长，铜资源板块中较低吨市值，较低 pb。我们测算 2026/2027/2028 年公司归母净利润分别 1.6、8.7、16.4 亿元，对应市盈率分别 70、12、7 倍。维持“强烈推荐”。
- **风险提示：铜铁价格大幅下跌风险、铜二期爬坡不及预期风险、自然灾害造成生产中断等。**

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5582	5839	4649	7022	10036
同比增长	-5%	5%	-20%	51%	43%
营业利润(百万元)	894	1103	262	1785	3527

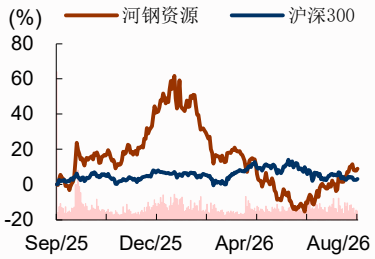
周期/金属及材料
当前股价：16.52 元

基础数据

总股本（百万股）	653
已上市流通股(百万股)	628
总市值（十亿元）	10.8
流通市值（十亿元）	10.4
每股净资产（MRQ）	14.9
ROE（TTM）	1.8
资产负债率	25.1%
主要股东	河钢集团有限公司
主要股东持股比例	35.65%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	-23	17
相对表现	15	-22	14



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

刘伟洁 S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn
钟俊轩 研究助理
zhongjunxuan@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

同比增长	-53%	23%	-76%	582%	98%
归母净利润(百万元)	566	567	155	867	1643
同比增长	-38%	0%	-73%	458%	90%
每股收益(元)	0.87	0.87	0.24	1.33	2.52
PE	19.0	19.0	69.5	12.4	6.6
PB	1.1	1.0	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、南非优质矿业平台，三大产品构筑资源组合 5
1.1 历史沿革 5
1.2 股权结构 5
1.3 主营业务：磁铁矿、铜与蛭石构成三元资产组合 7
1.4 矿业转型后经营稳健，磁铁矿构筑盈利基本盘 8
1.5 高分红与充裕资金提供支撑 10
二、磁铁矿现金牛：低成本优势突出，高品化打开增量 10
三、铜二期进入兑现期，产量与成本迎来拐点 12
四、全球高端蛭石龙头，稳定贡献利润 15
五、盈利预测与估值 16
六、风险提示 17

图表目录

图 1：公司股权结构图（截至 2026 年 6 月 30 日） 6
图 2：PC 矿情况图 7
图 3：公司产品蛭石 7
图 4：公司磁铁矿产量逐年增加（万吨） 8
图 5：公司 2026 年 H1 营业收入分产品占比 8
图 6：公司营业收入及 yoy 9
图 7：公司归母净利润及 yoy 9
图 8：公司盈利能力（%） 9
图 9：公司三大期间费用率（%） 9
图 10：公司 2026H1 分产品收入及毛利 10
图 11：公司货币资金及资产负债率 10
图 12：公司现金分红金额及分红比例 10
图 13：公司磁铁矿营业收入及毛利 11
图 14：公司磁铁矿产销量测算 11
图 15：运价指数（美元/吨） 12
图 16：南非铁路货运量及同比（千吨，%） 12

下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：PC 在南非及非洲所处离地位置.....13
图 18：PC 铜矿开采.....13
图 19：公司铜产品产销量预测.....14
图 20：公司铜产品营业收入及 yoy.....15
图 21：公司铜产品营业成本及 yoy.....15
图 22：河钢资源新建成的 DSB 冶炼炉.....15
图 23：河钢资源蛭石产品.....15
图 24：公司蛭石产销量及收入.....16
图 25：河钢资源历史 PE Band.....17
图 26：河钢资源历史 PB Band.....17

表 1：公司历程重大事件.....5
表 2：截至 2025 年末河钢集团国内铁精粉产能及规划.....6
表 3：公司分产品产销量.....8
表 4：公司与传统铁矿生产流程对比.....11
表 5：可比公司铁矿财务数据对比（亿元，%）.....12
表 6：公司铜资源量及品位.....13
表 7：公司铜二期建设时间线.....13
表 8：价格假设.....16
表 9：铜精矿和铁矿销量假设。.....17
表 10：可比公司估值对比（截至 2026.9.7）.....17
附：财务预测表.....19

下载日志已记录，仅供内部参考

一、南非优质矿业平台，三大产品构筑资源组合

1.1 历史沿革

公司始建于 1950 年，前身为宣化工程机械厂，1999 年上市，是河北省机械行业较早登陆资本市场的企业之一。2015 年，经河北省国资委同意，原控股股东相关股权无偿划转至河钢集团，河钢集团成为公司控股股东。

2017 年，公司发行股份购买四联香港 100%股权，将南非铜、磁铁矿和蛭石资产注入上市公司，完成经营重心由工程机械向矿产资源的重大转变。2019 年，公司剥离工程机械业务并更名为河钢资源，矿业主业正式确立。2020-2024 年，公司在南非疫情、铁路和港口运输扰动以及铜二期持续建设的背景下维持矿业资产运营；2025 年铜二期初步建成并转入投产爬坡，2026 年上半年公司在洪灾后推进井下排水、修复和生产系统恢复。

表 1：公司历程重大事件

时间	关键事件	里程碑意义
1950	宣化机械厂成立	工程机械业务起点
1956	力拓与纽蒙特设立 PMC	南非矿业资产进入长期开发阶段
1999	上市主体登陆深交所	形成境内资本运作平台
2012-2014	中方联合体与 IDC 实施 PMC 私有化	取得南非矿业平台控制基础
2017	收购四联香港 100%股权	矿业资产正式注入上市公司
2019	剥离工程机械业务并更名为河钢资源	矿业主业正式确立
2020	疫情制约南非发运，磁铁矿业务保持较强盈利	矿业主业韧性得到验证
2021	河钢集团内部划转持股；铁矿石景气推动盈利达峰	控股结构简化，矿业利润达到阶段高点
2022	铜二期进入掘进和建设阶段，铁路与海运约束加剧	进入新旧产能转换与项目投入期
2023	经营与盈利阶段性修复，铜二期工程持续推进	形成“存量运营＋增量建设”并行格局
2024	铜二期推进投产准备；河钢集团启动增持计划	产能切换进入关键窗口
2025	铜二期初步建成并转入投产爬坡	增长逻辑由建设转向产能兑现
2026 H1	洪灾后修复井下系统	重新验证铜二期产能主线

资料来源：公司公告、招商证券

1.2 股权结构

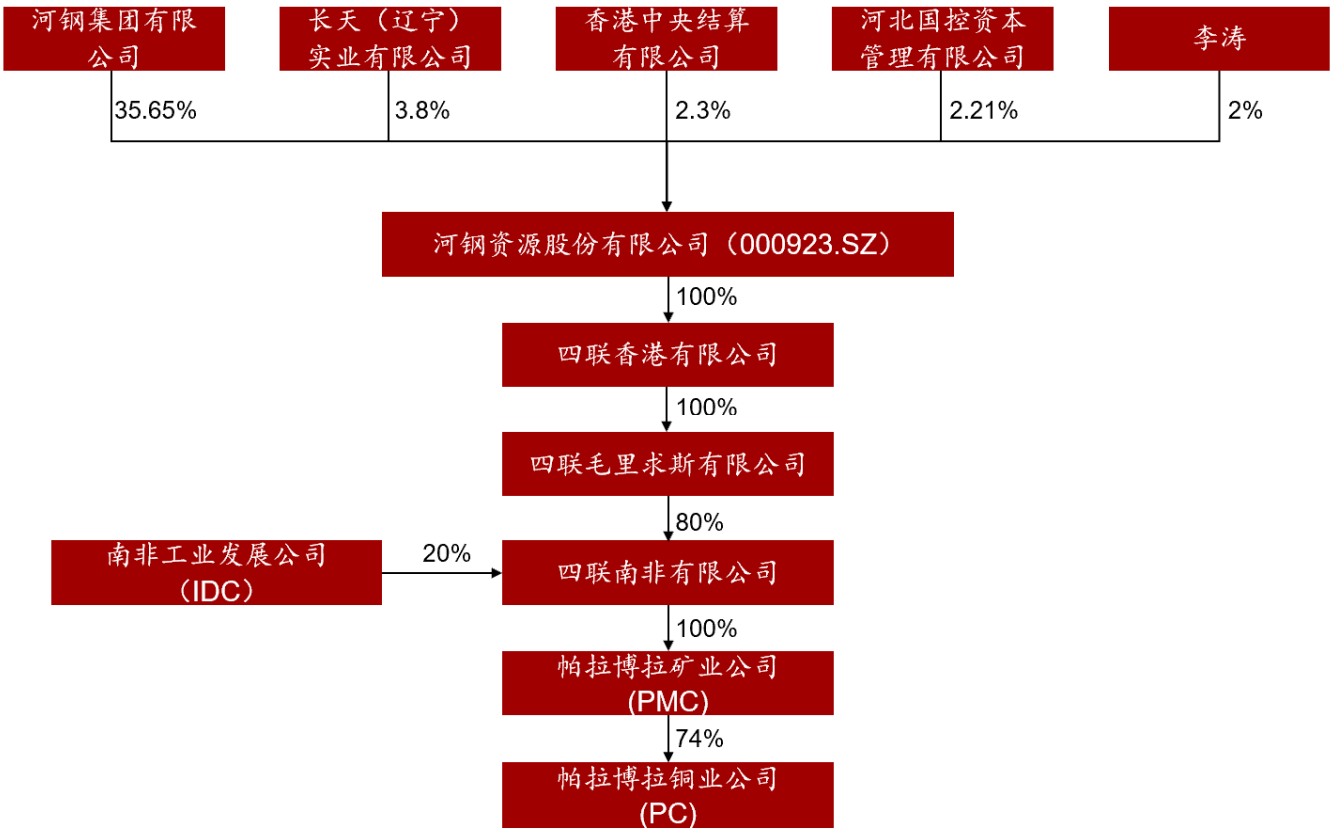
河北省国资委为公司实际控制人，河钢集团为控股股东。截至 2026 年 6 月 30 日，公司总股本为 6.53 亿股，河钢集团直接持有 2.33 亿股，持股比例为 35.65%，为公司控股股东，河北省国资委为实际控制人。公司持有四联资源（香港）有限公司 100%股权，并通过境外持股平台控制南非矿业资产；按半年报合并范围披露，公司间接持有 Palabora Mining Company 80%股权、穿透持有核心采矿主体 Palabora Copper 59%股。因此，PC 经营业绩全部并入上市公司合并报表，但其净利润需扣除少数股东损益后计入河钢资源归母净利润。

总经理变更进一步强化核心资产协同。新任总经理王凤林具有采矿工程专业背景，并担任南非 PC 公司董事长及 CEO，其一线经营管理经历有望加强上市公司与

下载日志已记录，仅供内部参考

南非核心矿业资产之间的运营协同。

图 1：公司股权结构图（截至 2026 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告、招商证券

背靠河钢集团，具备境内外矿产资源协同和潜在资源整合空间。根据河钢集团 2026 年 6 月公开披露的债券信用评级报告，截至 2025 年末，集团掌控国内铁矿石资源储量约 34.14 亿吨，现有铁精粉产能 1,105 万吨/年、规划产能 2,004 万吨/年，2025 年铁精粉产量 1,035.19 万吨。集团境内铁矿资源主要分布于司家营、独山城、石人沟、中关、常峪、黑山、庙沟、红山及柏泉等矿区，其中司家营南区资源储量 18.16 亿吨，是主要后备资源；境内矿山主要由河北钢铁集团矿业有限公司运营，所产铁精粉主要供集团内部钢铁企业使用。境外方面，集团参股澳大利亚威拉拉铁矿，并通过河钢资源控股经营南非 PC 铜矿、磁铁矿和蛭石资产。河钢资源是集团旗下以境外矿产资源开发为核心的上市平台。

表 2：截至 2025 年末河钢集团国内铁精粉产能及规划

矿区	资源储量（亿吨）	现有产能（万吨/年）	规划产能（万吨/年）	2025 年产量（万吨）
石人沟铁矿	1.38	-	69	-
红山铁矿	0.24	10	20	9.18
庙沟铁矿	0.45	80	80	55.68
司家营一期、二期	7.42	785	740	783.51
司家营南区	18.16	-	663	-
黑山铁矿	0.84	50	89	47.37
中关铁矿	0.76	120	150	80.03
独山城铁矿	3.49	-	-	-

下载日志已记录，仅供内部参考

矿区	资源储量（亿吨）	现有产能（万吨/年）	规划产能（万吨/年）	2025 年产量（万吨）
常峪铁矿	1.26	-	150	-
柏泉铁矿	0.15	60	43	59.42
合计	34.14	1,105	2,004	1,035.19

资料来源：《河钢集团有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第一期）信用评级报告》，招商证券

集团在河北涞源拥有木吉村铜（钼）矿和大湾锌钼矿等大型有色金属资源，相关项目正推进矿业权完善及开发前期工作。木吉村铜（钼）矿是河北省重要的大型铜钼多金属矿，该项目目前仍处于由勘探权向采矿权转换及开发前期阶段。国土资源部门早期勘查成果显示，截至 2010 年 6 月，矿区累计提交铜资源量 98.11 万吨，其中铜金属资源量 77.98 万吨，同时拥有钼资源量 3.13 万吨、伴生金资源量 20 吨及伴生银资源量 447.91 吨；2013 年 1 月，河北省自然资源部门批准将木吉村铜矿详查探矿权转让至河北钢铁集团涞源有色金属有限公司。根据涞源县 2026 年政府工作报告，地方政府正深化与河钢集团合作，加快木吉村铜矿采矿权办理。

大湾锌钼矿是河钢集团在涞源布局的重要有色金属资源项目。根据涞源县人民政府官网，大湾锌钼矿曾规划配套建设日处理钼矿石 1 万吨、锌矿石 1.2 万吨的选矿系统，规划年采选矿石规模为 380 万吨。

1.3 主营业务：磁铁矿、铜与蛭石构成三元资产组合

2017 年，公司通过收购四联香港 100%股权，间接控股南非帕拉博拉铜业公司（PC），主营业务由工程机械拓展至矿产资源开发。2019 年，公司剥离工程机械业务，正式转型为以铜、磁铁矿和蛭石开发、加工及销售为主的矿业公司。目前，上市公司自身为控股型平台，主要生产经营活动由南非 PC 及相关经营主体开展。

图 2：PC 矿情况图



资料来源：公司公告、招商证券

图 3：公司产品蛭石



资料来源：公司公告、招商证券

公司形成了磁铁矿、铜、蛭石的三元业务结构。公司磁铁矿是加工铜矿石过程中分离出的伴生产品，经过几十年的铜矿生产，现有约 1.1 亿吨磁铁矿地面堆存，平均品位约 55%。磁铁矿生产成本较低，是公司现阶段最主要的收入和利润来源；铜业务正处于一期产能衰减与二期产能爬坡的衔接阶段，是公司未来产量和业绩增长的核心来源；蛭石业务规模相对较小，但资源品质较好、客户结构稳定，对公司经营形成差异化补充。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：公司分产品产销量

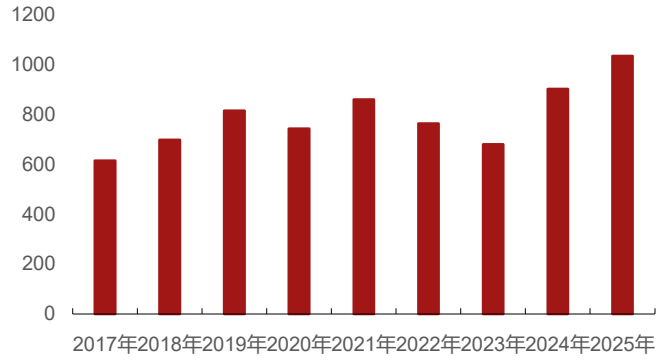
产品	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026H1
铜产品	产量（万吨）	2.41	2.48	2.54	0.4
	销量（万吨）	2.37	2.48	2.56	0.5
磁铁矿	产量（万吨）	582.17	932.4	1,125.04	513.9
	销量（万吨）	679.45	900.51	1,032.78	488.5
蛭石	产量（万吨）	16.91	16.32	10.58	6.0
	销量（万吨）	13.12	13.78	14.43	5.9

资料来源：公司公告，招商证券

注：公司近年来主要销售含铜约 30%的铜精矿，表中铜产销量为折算后的金属铜量，并非铜精矿实物重量。2026 年上半年铜产量受南非洪灾及井下临时停产影响。

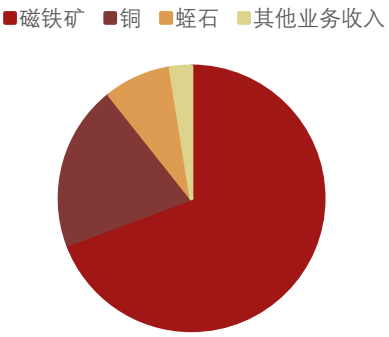
磁铁矿是公司现阶段最主要的收入和利润来源。磁铁矿是公司当前业务基本盘和主要利润来源。截至 2026 年 6 月末，公司地表堆存磁铁矿约 1.1 亿吨，平均品位约 55%，经磨矿、磁选等工序处理后，产品品位最高可提升至 65%。2025 年，公司磁铁矿产量和销量分别达到 1,125.04 万吨和 1,032.78 万吨，实现营业收入 37.84 亿元，占营业收入的 64.80%，毛利率达到 81.00%，是公司穿越矿价周期和支持后续项目建设的重要现金流来源。

图 4：公司磁铁矿产量逐年增加（万吨）



资料来源：公司公告、招商证券

图 5：公司 2026 年 H1 营业收入分产品占比



资料来源：公司公告、招商证券

铜矿二期投产，达产后 7 万吨，将是一期产量的 2.8 倍。2025 年初，铜二期项目正式投产并进入产能爬坡阶段，但受铜一期部分矿区自然衰减和矿石品位波动影响，2025 年金属铜产量为 2.54 万吨，尚未体现明显增量。2026 年上半年，南非持续强降雨及洪灾导致井下生产临时暂停，金属铜产量降至 3,966 吨。截至报告期末，矿井排水、隐患排查和设备核验工作已经完成，生产系统恢复至灾前状态。随着井下生产恢复、有效放矿点增加及铜二期逐步达产，铜业务有望由当前的产能衔接期进入产量增长阶段。

蛭石业务规模相对较小，但资源品质和市场地位突出。PC 蛭石矿是世界前三大蛭石矿之一，产品主要应用于建筑保温、防火材料、农业园艺和工业保温等领域，长期销往欧洲、美洲和亚洲。公司披露，其蛭石销量约占全球高端市场的三分之一，能够为公司贡献相对稳定的收入和利润。

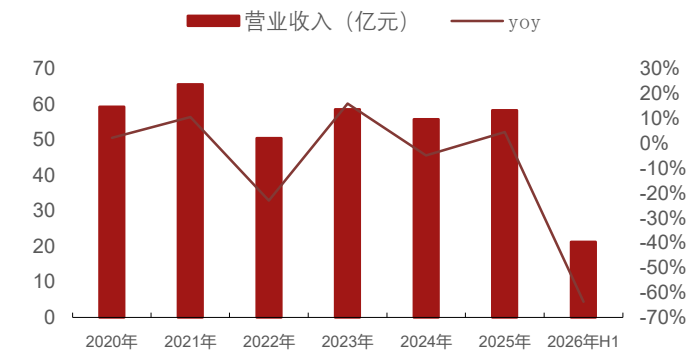
1.4 矿业转型后经营稳健，磁铁矿构筑盈利基本盘

公司完成矿业转型后营收总体稳定，利润主要随矿产品价格及南非生产、物流条件波动。2020-2021 年铁矿石景气上行，公司营业收入由 59.35 亿元增长至 65.67 亿元，归母净利润由 9.71 亿元增长至 13.01 亿元；2022 年受铁矿石价格回落及

下载日志已记录，仅供内部参考

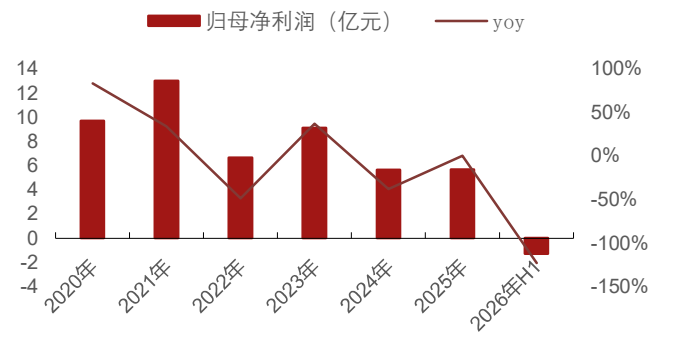
南非物流扰动影响，业绩阶段性下降，2023 年后逐步恢复。2024-2025 年，公司分别实现营业收入 55.82 亿元和 58.39 亿元，归母净利润分别为 5.66 亿元和 5.67 亿元，整体低于 2021 年周期高点，但磁铁矿业务凭借低成本优势持续贡献主要利润。

图 6：公司营业收入及 yoy



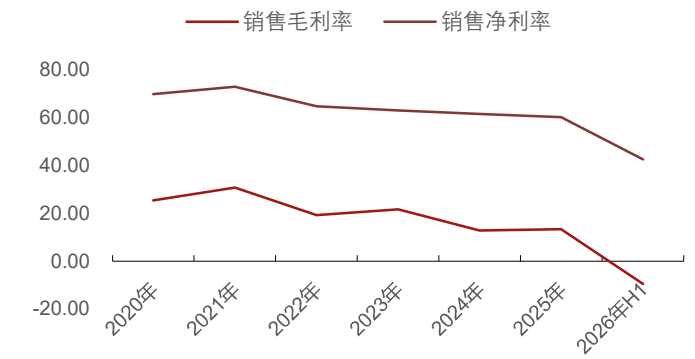
资料来源：公司公告、招商证券

图 7：公司归母净利润及 yoy



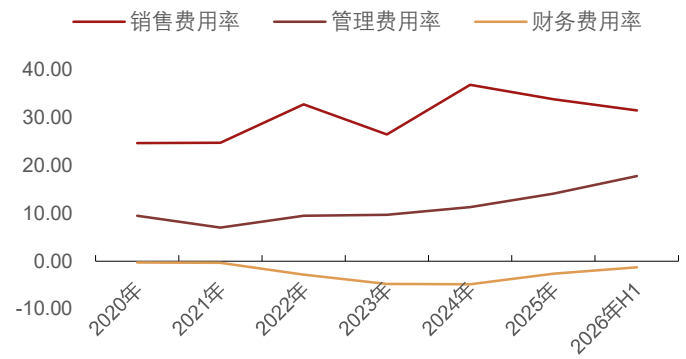
资料来源：公司公告、招商证券

图 8：公司盈利能力（%）



资料来源：公司公告、招商证券

图 9：公司三大期间费用率（%）

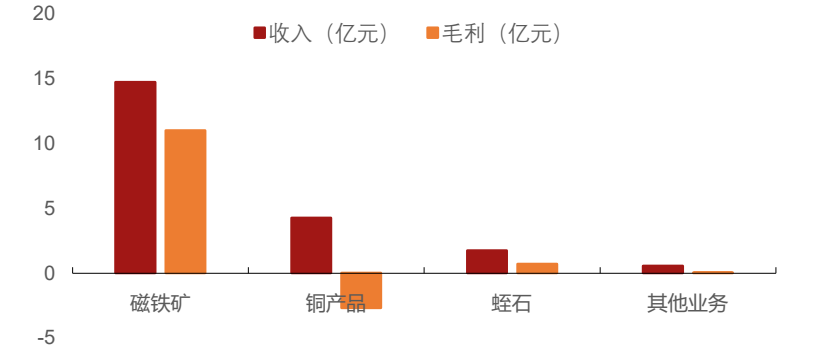


资料来源：公司公告、招商证券

南非洪灾导致公司 2026 年上半年业绩阶段性承压，目前井下抢修工作已经完成，生产系统恢复至灾前状态。2026 年 1 月，南非林波波省及相邻地区遭遇自 2000 年以来最严重的洪涝灾害，露天坑及周边汇水进入地下矿井，导致铜一期、铜二期部分巷道和关键设施受浸，井下生产及项目建设阶段性暂停。受此影响，上半年公司实现营业收入 21.22 亿元，同比下降 24.81%；归母净利润亏损 1.29 亿元，扣非归母净利润亏损 0.89 亿元。其中，铜业务收入同比下降 43.57%至 4.24 亿元，营业成本升至 6.93 亿元，毛亏损 2.69 亿元，是公司由盈转亏的主要原因；同时，抢险排水复原等支出形成营业外支出 0.92 亿元，进一步影响当期利润。磁铁矿业务仍实现毛利润 10.99 亿元、毛利率 74.76%，盈利基本盘保持稳定。费用端，2026 年上半年公司销售费用为 6.68 亿元，同比下降 30.08%，主要系洪灾期间矿产品发运规模和运输需求减少，运输费用相应下降。截至 2026 年 6 月末，公司已完成井下隐患排查、排水清理及设备核验，生产系统恢复至灾前状态，洪灾影响由抢险修复阶段转入复产爬坡阶段，后续经营重点重新回归铜二期建设及产能释放。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：公司 2026H1 分产品收入及毛利

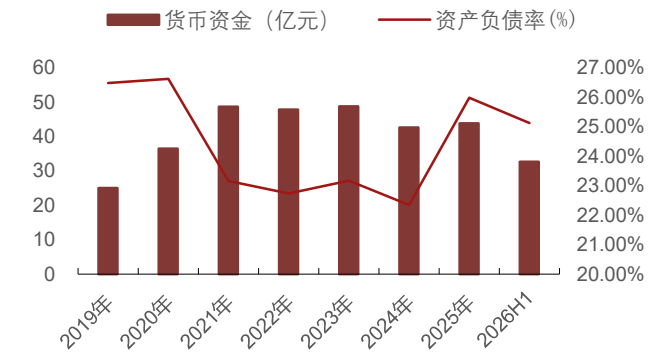


资料来源：公司公告、招商证券

1.5 高分红与充裕资金提供支撑

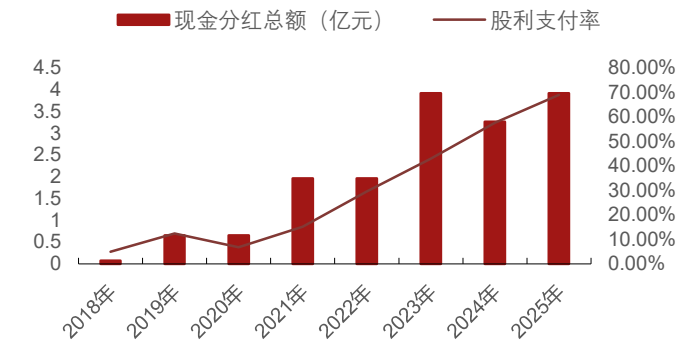
公司保持较高现金分红比例，充裕资金和较低杠杆为灾后复产及铜二期建设提供保障。2025 年度公司按每 10 股派发现金红利 6 元，合计派现约 3.92 亿元，占当年归母净利润的 69.05%。2025 年末公司货币资金 43.86 亿元、资产负债率约 25.98%；2026 年 6 月末货币资金为 32.65 亿元，占总资产的 18.85%。上半年货币资金下降，主要受到经营现金流转负、铜二期资本投入和年度现金分红等因素影响，但期末现金规模仍较为充裕，公司整体杠杆水平较低，具备支持灾后生产恢复和后续项目建设的财务基础。

图 11：公司货币资金及资产负债率



资料来源：公司公告、招商证券

图 12：公司现金分红金额及分红比例



资料来源：公司公告、招商证券

二、磁铁矿现金牛：低成本优势突出，高品化打开增量

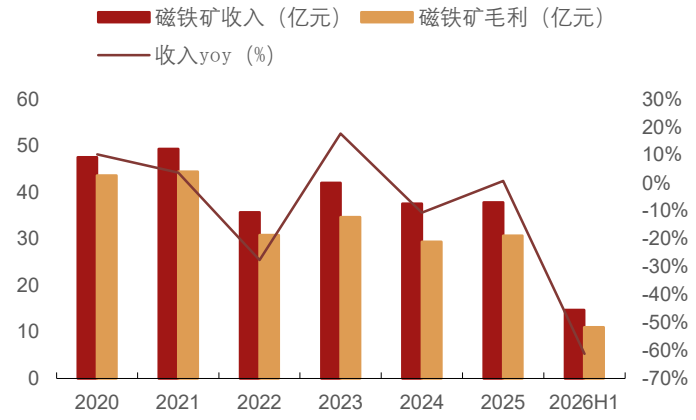
公司磁铁矿来源于历史铜矿生产形成的地表堆存资源，采矿环节已在历史阶段完成，新增成本主要集中于磨矿、磁选、脱水、装卸和运输。

公司公告，2026 年中磁铁矿地表堆存量约 1.1 亿吨，平均品位约 55%。PC 仅需要对磁铁矿进行简单的磁分离，即可将磁铁矿品位提至最高 65%。在磁铁矿生产成本方面，和国内外铁矿山相比有较大优势，会为公司贡献稳定的盈利。

下载日志已记录，仅供内部参考

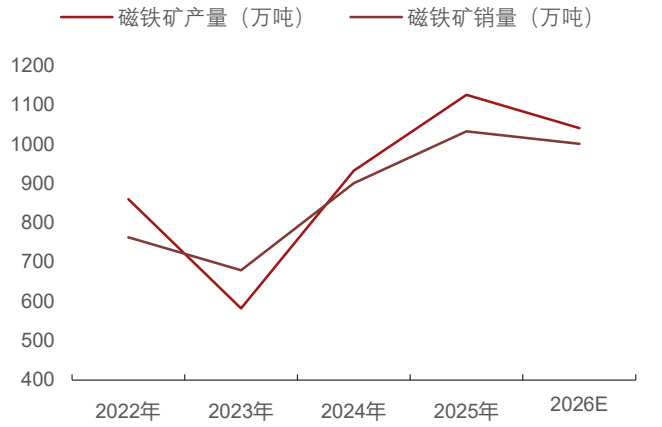
公司 2026 年磁铁矿产量计划为 1,040 万吨，产量维持千万吨级。2025 年磁铁矿实现收入 37.84 亿元、营业成本 7.19 亿元、毛利润 30.64 亿元、毛利率 81.00%，较 2024 年的 78.21%进一步提升，是公司最重要的现金流与利润底盘。

图 13：公司磁铁矿营业收入及毛利



资料来源：公司公告、招商证券

图 14：公司磁铁矿产销量测算



资料来源：公司公告、招商证券

传统铁矿山的成本通常包括采剥、运输、破碎、磨选、尾矿处置和维持性资本开支；河钢资源磁铁矿则源自历史铜矿选矿过程中分离并堆存于地表的伴生资源，采矿和大部分剥离环节已经完成。公司对堆存物进行磨矿、磁选和过滤，即可形成不同品位产品，因此现金成本更接近“再选加工＋陆运铁路＋港杂海运”，成本结构明显轻于新建铁矿。

表 4：公司与传统铁矿生产流程对比

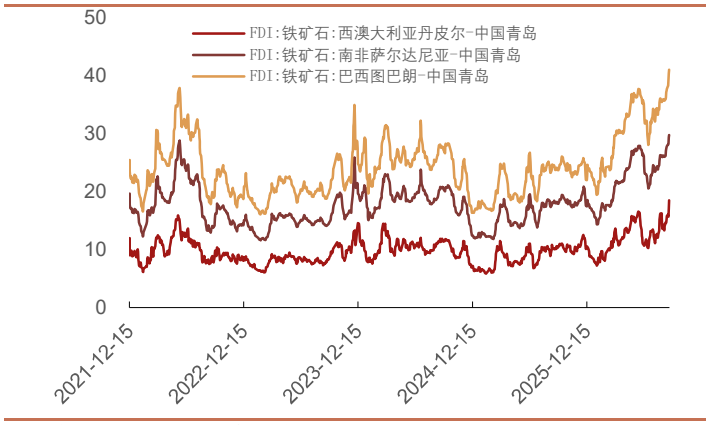
传统铁矿生产流程	河钢资源地表堆存磁铁矿生产流程
采剥→矿石运输→破碎→磨矿→磁选→过滤→铁路运输→港口海运	地表堆存物料→磨矿→磁选→过滤→铁路运输→港口海运
成本包括采剥、矿石运输、选矿及物流费用	采矿和大部分剥离已经完成，成本主要集中于再选加工和物流
扩产依赖新增采场、采矿设备和选矿产能	扩产主要依赖选矿、过滤和铁路发运能力

资料来源：公司公告，招商证券

公司正在推动磁铁矿产品高品化，单位货值及物流利用效率有望提升。根据公司 2025 年报，公司地表堆存磁铁矿平均品位约 55%，经磨矿、磁选处理后含铁量最高可提升至 65%。高品位铁矿石杂质含量相对较低，在提高高炉冶炼效率、降低燃料消耗及减少单位排放等方面具有一定优势，通常能够获得相应的品质溢价。对于公司而言，产品高品化不仅有助于提升单吨售价和盈利能力，也能在南非铁路运力、运输配额及港口效率存在约束的情况下，提高单位运输量对应的产品货值和利润，进一步强化磁铁矿业务的盈利韧性。

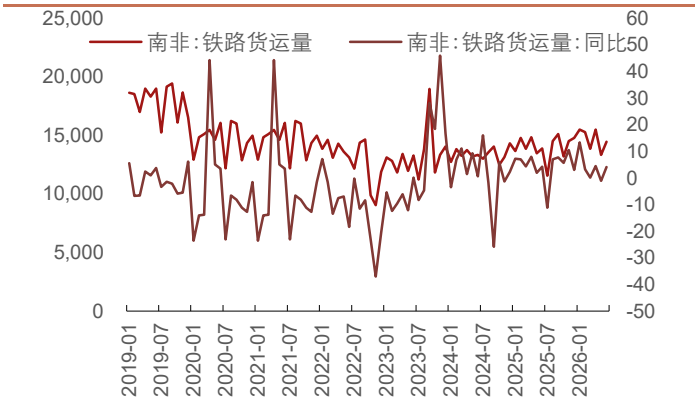
下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：运价指数（美元/吨）



资料来源：iFinD、招商证券

图 16：南非铁路货运量及同比（千吨，%）



资料来源：iFinD、招商证券

铁矿业务盈利质量显著高于国内可比公司。可比口径方面，河钢资源仅统计磁铁矿业务；大中矿业和金岭矿业采用铁精粉及球团口径，并剔除其他副产品；海南矿业仅统计自产及加工铁矿石，剔除贸易矿和混配矿。2025 年，河钢资源磁铁矿毛利润约 30.64 亿元、毛利率 81.00%，显著高于大中矿业 45.69%、金岭矿业 19.43%和海南矿业 40.15%的铁矿相关业务毛利率。高毛利率的本质并非单纯来自矿价，而是来自历史堆存资源免采矿成本、较低的矿山端投入以及规模化运营，该优势使公司在铁矿石价格下行阶段具备更强的利润韧性，在价格上行阶段则具有较高的盈利弹性。

表 5：可比公司铁矿财务数据对比（亿元，%）

公司	24 收入	24 成本	24 毛利	24 毛利率	25 收入	25 成本	25 毛利	25 毛利率
河钢资源	37.56	8.18	29.37	78.21%	37.84	7.19	30.64	81.00%
大中矿业	35.51	17.33	18.18	51.20%	35.6	19.34	16.27	45.69%
金岭矿业	14	11.66	2.34	16.72%	14.57	11.74	2.83	19.43%
海南矿业	15.04	8.16	6.88	45.77%	13.4	8.02	5.38	40.15%

资料来源：公司公告，招商证券
注：数据均仅铁矿部分

2026 年上半年，公司磁铁矿产量 513.9 万吨，同比基本持平；发运量 504.8 万吨，同比增长 1%；销量 488.5 万吨，同比增长 3.06%。但量稳并不等于利润稳定，上半年磁铁矿收入同比下降 19.63%，表明销售价格和结算口径是收入下降的主要原因；营业成本同比增长 6.88%，则反映海运、人工和运营成本压力。公司半年报明确指出，中东地缘政治局势推升原油和远洋海运成本，同时 M+2 结算使铁矿价格下行滞后传导至收入端，最终令毛利率降至 74.76%。因此，后续盈利修复要同时观察产品价格、高品矿占比和海运费。

三、铜二期进入兑现期，产量与成本迎来拐点

PC 是南非最大的铜产品生产商。

铜矿二期项目采用自然崩落法开发，增大资源存储量，设计采矿能力为 1,100 万吨原矿/年。自然崩落法通过底部出矿巷道诱导矿体在重力作用下自行崩落，无需爆破、无需充填，采掘能耗仅为传统地下深井开采的 1/3-1/2，单位人工成本

下载日志已记录，仅供内部参考

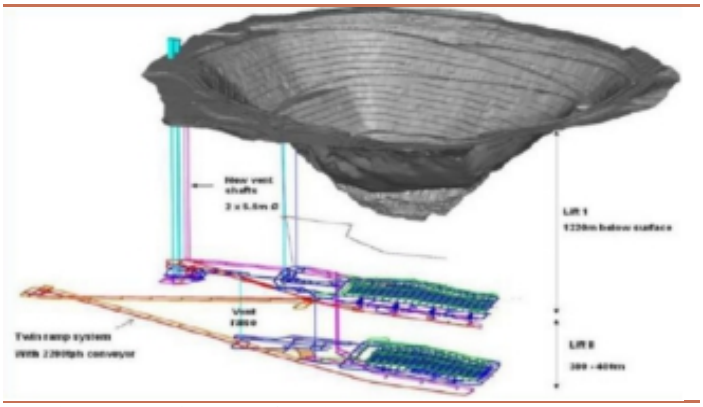
可下降 40%-60%。该方法前期井巷、破碎、提升、排水和放矿系统投入较大，但崩落体系稳定后，随着有效放矿点增加和崩落体扩展，单位矿石分摊的固定成本将随产量释放阶梯式下行，成本拐点早于产量拐点出现，规模效应与固定成本摊薄构成铜二期最核心的盈利弹性。

图 17：PC 在南非及非洲所处离地位置



资料来源：Wind、招商证券

图 18：PC 铜矿开采



资料来源：政府官网、招商证券

表 6：公司铜资源量及品位

资源口径	矿石量（万吨）	铜金属量（万吨）	平均铜品位
保有资源/储量	36,288.56	271.83	0.75%
评估利用资源	12,051.95	96.48	0.80%
评估用可采储量	10,485.20	83.94	0.80%

资料来源：公司公告，招商证券

灾后恢复顺利，铜二期建设和增产回到正常阶段。2026 年 1 月，极端降雨导致露天坑及周边汇水进入地下工程，为南非自 2000 年以来最严重的洪涝灾害，铜一期、铜二期部分巷道和设备受浸。公司于 5 月下旬前后完成主要排水，6 月起逐步恢复出矿和设备检修，7 月披露灾情影响基本恢复、生产经营回归正常。公司同步将铜二期独立排水系统前置，并加强一期、二期之间的防水隔离，以降低极端天气再次造成系统性停产的风险。目前 5 号破碎站已经投入使用，主要井筒、横巷、皮带和提升运输框架基本形成；后续关键环节集中于 6 号破碎站、溜井及配套安装、第二放矿区、独立排水系统和防洪闸门。

表 7：公司铜二期建设时间线

时间	项目进展	关键产能及产量数据	对铜产量的影响
2023 年	5 号破碎机投入使用，调试基本完成，铜二期进入部分投产状态	全年井下矿石提升量 528 万吨，金属铜产量 2.41 万吨	铜二期开始贡献部分矿石处理能力
2024 年	持续推进设备安装调试、人员培训以及铜一期与铜二期的生产衔接	全年金属铜产量 2.48 万吨，同比增长 3.16%	项目由建设期逐步转入投产准备期
2025 年初	铜二期主体工程基本建设完成并正式投产，项目进入产能爬坡阶段	铜二期设计采矿能力 1,100 万吨原矿/年	铜二期开始对铜一期形成产能补充
2025 年全年	铜二期产能逐步释放，但铜一期部分矿区自然衰减，叠加矿石品位波动	金属铜产量 2.54 万吨，同比增长 2.34%	铜二期增量被一期衰减部分抵消，铜产量尚未明显增长

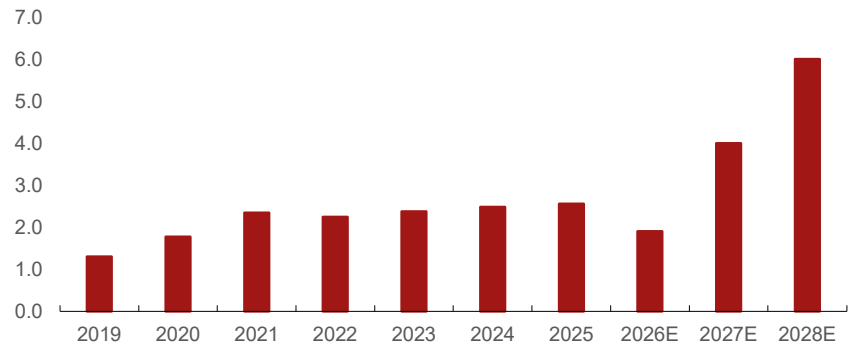
下载日志已记录，仅供内部参考

2026H1	南非持续强降雨及洪灾导致井下作业临时暂停；截至报告期末，矿井已完成排水清理、隐患排查和设备核验，生产系统恢复至灾前状态	金属铜产量 3,966 吨、销量 4,977 吨，同比分别大幅下降	洪灾阶段性打断铜二期爬坡，铜业务出现较大亏损
2026 年全年	灾后逐步恢复生产并继续推进铜二期爬坡，6 号破碎机等配套工程同步建设	公司计划原矿提升量 590 万吨、金属铜产量及销量各 2.10 万吨	预计铜产量仍处于恢复阶段，尚未体现设计产能
2027 年	铜二期继续增加有效放矿点，6 号破碎机预计年内完成，项目预计于年内达到设计产能对应的运行水平	预计全年原矿产量约 650 万吨；设计产能仍为 1,100 万吨原矿/年	铜二期进入加速放量阶段，但全年产量仍受年内爬坡影响
2028 年	铜二期预计实现首个完整满产年度	预计原矿产量达到约 1,100 万吨	完整体现铜二期满产弹性，铜业务有望成为公司主要业绩增长来源

资料来源：公司公告，招商证券

铜二期产能进入增长阶段且增长路径清晰。2025 年公司金属铜产量为 2.54 万吨，铜一期资源自然衰减和品位波动抵消了部分二期增量。公司 2026 年年初经营计划为生产和销售金属铜各 2.10 万吨，但 2026 年上半年受洪灾影响，金属铜产量仅 3,966 吨、销量 4,977 吨，因此全年完成原计划的难度明显上升。公司 2026 年 5 月投资者交流资料显示，铜二期原计划 2026 年底达产，洪灾对达产进度造成影响，具体顺延幅度取决于清淤、设备恢复和工程施工。

图 19：公司铜产品产销量预测

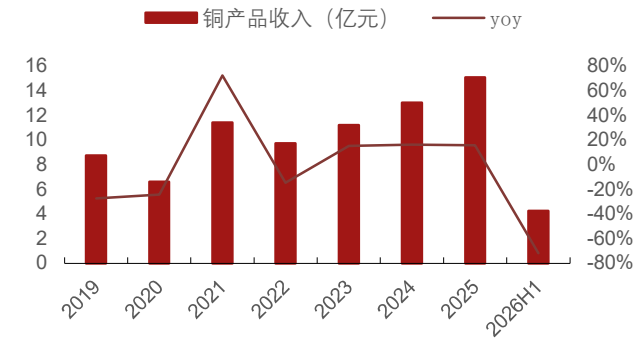


资料来源：公司公告、招商证券

固定成本摊薄与冶炼重启，铜业务利润可能快于产量增长。低产阶段，2025 年铜产品收入 15.07 亿元、营业成本 12.28 亿元，毛利率为 18.49%；随着铜二期矿量提升，单位固定成本有望下降。PC 冶炼厂设计能力 8 万吨/年，若供矿能够稳定，重启后可能减少铜精矿处理费及杂质扣罚，并带来硫酸、阳极泥等副产品收益。PC 本地冶炼厂设计能力为 8 万吨/年。若铜二期供矿能够支持连续运行，预计冶炼厂最早可能在 2027 年年中前后重启。其利润贡献主要来自三方面：一、减少铜精矿外售的处理费和杂质扣罚，二、获取冶炼加工增量收益，且人员、电力、通风、排水、提升、维修及部分冶炼人员成本具有固定或半固定属性，该类成本已计入当前铜板块成本，因而重启后的边际盈利弹性可能较强。三、销售硫酸、阳极泥等副产品。

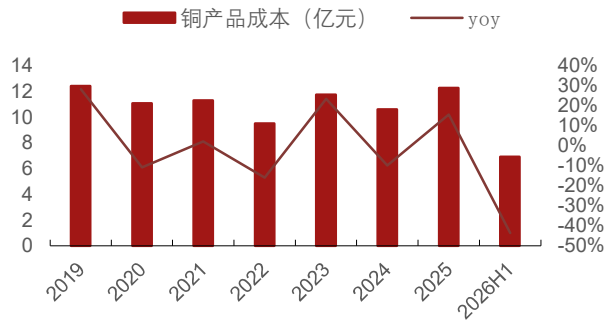
下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：公司铜产品营业收入及 yoy



资料来源：公司公告、招商证券

图 21：公司铜产品营业成本及 yoy



资料来源：公司公告、招商证券

四、全球高端蛭石龙头，稳定贡献利润

高端市场地位稳固。PC 蛭石矿作为南非主要出产蛭石的矿区，是世界前三大蛭石矿，蛭石销量占全球高端市场的 1/3 左右。蛭石经加热后能够显著膨胀，具有隔热、防火、吸附和离子交换等特性，主要用于建筑防火与保温、冶金保温、农业园艺、吸附材料等领域。由于粒径、膨胀倍数和杂质水平直接影响终端性能，高品质蛭石具有较强产品差异化和客户黏性。公司 2023 年 11 月披露，蛭石矿保有资源量为 3,631.77 万吨，粒径 0.425 毫米以上蛭石平均品位 18.02%。公司产品长期销往欧洲、美洲和亚洲，高端客户基础相对稳定。

图 22：河钢资源新建成的 DSB 冶炼炉



资料来源：公司公告、招商证券

图 23：河钢资源蛭石产品

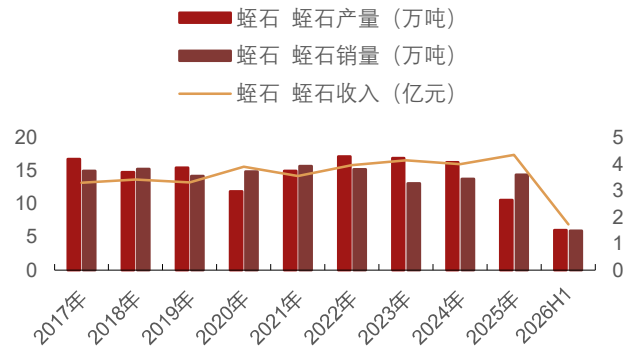


资料来源：公司公告、招商证券

蛭石作为公司利润补充稳定。2022-2024 年公司蛭石产量保持在 16 万-17 万吨区间，2025 年产量降至 10.58 万吨，但销量达到 14.43 万吨、营业收入增至 4.36 亿元。销量高于当年产量，说明业务表现还受到期初库存、发货节奏和产品规格结构影响，不能仅以单年产量判断终端需求，总体利润补充稳定。公司 2026 年经营计划为生产 15 万吨、销售 14 万吨。蛭石收入占公司整体比例较低，但产品具有差异化、客户分布较广，能够在磁铁矿和铜价格波动时提供一定的利润补充。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 24：公司蛭石产销量及收入



资料来源：公司公告、招商证券

国内供给收缩与下游升级，为公司中国市场开拓创造窗口。公司传统市场集中于欧洲、美洲和亚洲其他地区，近年来开始尝试拓展中国客户。国内部分新疆蛭石供给收缩，同时铝电解槽大型化和技术升级提高了对高品质保温、防火材料的性能要求，叠加建筑防火、工业保温和农业园艺需求增长，公司高品质蛭石具备一定进口替代和增量销售潜力。

五、盈利预测与估值

价格假设：

全球铜矿处于资本开支瓶颈期，叠加品位下降等因素全球铜矿供应增长受限。受益全球电动化、智能化，全球电建等需求拉动，全球铜消费增长稳健。我们预计未来 3 年铜供应持续紧张，支撑价格趋势上涨。假设 2026 年铜年均价持平于 2026 年年初至今均价，2027 年和 2028 年年均价分别环比涨 5%、5%。

全球铁矿供应宽松，假设 2026 年均价持平于 2026 年年初至今均价。2027 年均价环比跌 10%，2028 年均价环比跌 10%。

表 8：价格假设

金属	单位	2025	2026E	2027E	2028E
铜	美元/吨	9,964	13,335	14,001	14,701
铁矿石 62%Fe	美元/吨	102	103	93	85

资料来源：公司公告、招商证券

产量假设：

2026 年 1 月 PC 所在地南非林波波省及相邻的普玛兰加省遭遇严重洪涝灾害，上半年铜产品产销停滞，预计 2026 年铜产量受到影响，可能不及公司预期。随着铜二期投产，预计 2027 年和 2028 年铜矿产量逐步爬坡达产。根据以上假设 2026/2027/2028 年公司铜精矿产量 1.9/4/6 万吨。

铁矿石和蛭石销量稳定。产量假设分别见下表。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 9：铜精矿和铁矿销量假设。

金属	单位	2025	2026E	2027E	2028E
铜精矿	万金属吨	2.6	1.9	4.0	6.0
铁矿石	万吨	1033	1033	1100	1100
其中					
65%Fe	万吨	40	150	300	600
62%Fe	万吨	500	350	200	0
58%Fe	万吨	493	533	600	500
蛭石	万吨	14.4	14.4	14.4	14.4

资料来源：公司公告、招商证券

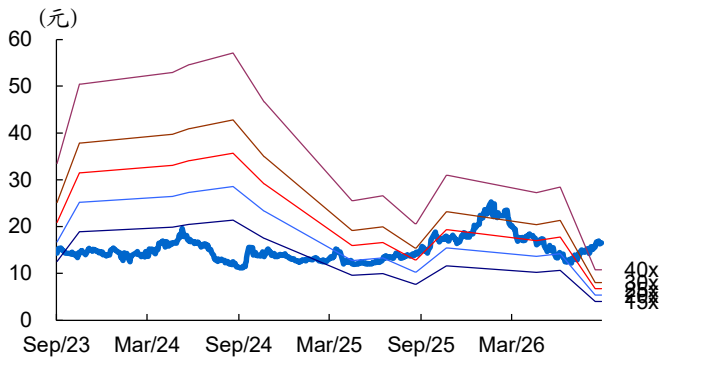
根据以上假设条件，我们测算 2026/2027/2028 年公司归母净利润分别 1.6、8.7、16.4 亿元，对应市盈率分别 70、12、7 倍。维持“强烈推荐”。

表 10：可比公司估值对比（截至 2026.9.7）

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB	ROE	市值
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	(MRQ)	(TTM)	（亿元）
紫金矿业	601899	1.95	3.11	0.28	62%	60%	-99%	17	11	9	4.4	28.3	8,868
江西铜业	600362	2.07	4.43	0.06	2%	115%	-98%	22	10	10	1.8	9.4	1,588
云南铜业	000878	0.58	1.27	1.79	3%	137%	-107%	32	14	12	2.2	9.9	421
铜陵有色	000630	0.19	0.42	-0.12	-14%	135%	-149%	35	15	11	2.3	6.1	857
西部矿业	601168	1.53	2.92	0.18	24%	91%	-102%	25	13	12	4.1	19.2	924
金诚信	603979	3.75	5.38	0.29	48%	43%	-98%	21	15	13	4.1	21.1	496
洛阳钼业	603993	0.95	1.55	0.19	50%	63%	-100%	19	12	11	4.4	22.7	3,954
北方铜业	000737	0.42	0.00	-0.27	29%			35			3.5	9.8	273
藏格矿业	000408	2.46	5.19	2.96	49%	111%	-101%	31	15	12	6.9	19.6	1,186
中矿资源	002738	0.63	3.81	4.90	-40%	507%	-102%	77	13	9	2.7	3.1	353
宏达股份	600331	-0.03	0.02	-0.80	-306%	-153%	238%	-450	841	504	10.7	-3.1	334
河钢资源	000923	0.87	0.24	1.33	0%	-73%	458%	19	70	12	1.1	3.6	106

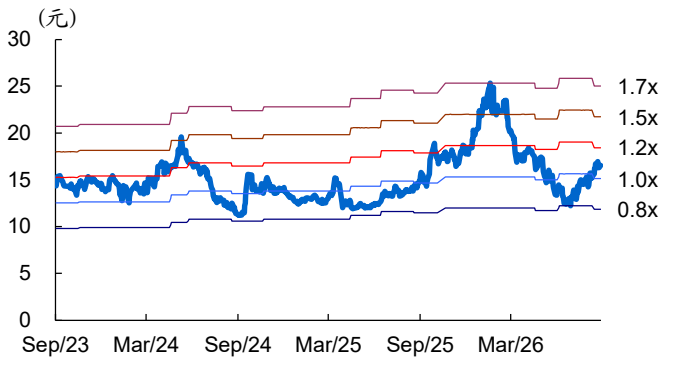
资料来源：：公司公告、招商证券

图 25：河钢资源历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 26：河钢资源历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

六、风险提示

铜铁价格大幅下跌风险。铜和铁矿石价格受全球宏观经济、供需变化、美元流动性及产业政策影响，若价格显著下跌，公司磁铁矿现金流和铜二期利润弹性将低于预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

铜二期爬坡不及预期风险。自然崩落法对矿体崩落、有效放矿点、破碎提升、通风排水及地压管理要求较高，若第二采区、6 号破碎站或配套系统建设和调试滞后，铜产量及单位成本改善可能不及预期。

自然灾害造成生产中断等。2026 年洪灾表明矿区面临极端降雨和地下工程进水风险。即使公司强化独立排水、防水隔离和防洪闸门，极端天气仍可能造成停产、设备损坏及额外修复支出。

南非铁路、港口与电力保障风险。磁铁矿销售依赖铁路和港口发运，矿区生产依赖稳定电力。海运费涨价、运输效率下降、配额不足、港口拥堵、电力供应扰动或基础设施维护不足均可能影响产销量和成本。

下载日志已记录，仅供内部参考

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	6153	6394	6214	6993	9028
现金	4264	4386	4386	4500	5644
交易性投资	86	55	55	55	55
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	928	1058	843	1273	1819
其它应收款	47	62	49	75	107
存货	730	779	833	1023	1311
其他	98	54	48	67	92
非流动资产	10242	12399	12802	12994	13180
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	6324	8494	8953	9194	9425
无形资产商誉	523	555	500	450	405
其他	3395	3350	3350	3350	3350
资产总计	**16395**	**18792**	**19017**	**19986**	**22207**
流动负债	964	1230	1644	1377	1546
短期借款	0	0	500	73	0
应付账款	682	656	702	863	1105
预收账款	9	0	0	0	0
其他	273	574	441	441	441
长期负债	2700	3653	3653	3653	3653
长期借款	0	515	515	515	515
其他	2700	3138	3138	3138	3138
负债合计	**3664**	**4883**	**5297**	**5030**	**5200**
股本	653	653	653	653	653
资本公积金	4748	4748	4748	4748	4748
留存收益	4224	5041	4805	5564	6609
少数股东权益	3106	3467	3514	3991	4998
归属于母公司所有者权益	9625	10442	10206	10965	12010
负债及权益合计	**16395**	**18792**	**19017**	**19986**	**22207**

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1132	1075	637	1060	2199
净利润	714	777	202	1344	2650
折旧摊销	202	273	396	409	414
财务费用	78	47	(167)	(170)	(197)
投资收益	(17)	(19)	(19)	(19)	(19)
营运资金变动	61	(315)	226	(504)	(649)
其它	94	312	0	0	0
投资活动现金流	(1412)	(1214)	(781)	(581)	(581)
资本支出	(1412)	(1214)	(800)	(600)	(600)
其他投资	0	0	19	19	19
筹资活动现金流	(465)	224	144	(365)	(474)
借款变动	(286)	269	368	(428)	(73)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(392)	(326)	(392)	(107)	(598)
其他	212	281	167	170	197
现金净增加额	(745)	85	(0)	114	1144

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5582	5839	4649	7022	10036
营业成本	2145	2322	2485	3052	3909
营业税金及附加	15	10	8	12	17
营业费用	2058	1974	1384	1589	1795
管理费用	625	824	697	772	1004
研发费用	3	0	0	0	0
财务费用	(269)	(154)	(167)	(170)	(197)
资产减值损失	(49)	2	0	0	0
公允价值变动收益	(79)	220	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	17	19	19	19	19
营业利润	894	1103	262	1785	3527
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	894	1103	262	1786	3528
所得税	180	326	61	442	877
少数股东损益	148	210	46	477	1007
归属于母公司净利润	566	567	155	867	1643

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-5%	5%	-20%	51%	43%
营业利润	-53%	23%	-76%	582%	98%
归母净利润	-38%	0%	-73%	458%	90%
获利能力					
毛利率	61.6%	60.2%	46.6%	56.5%	61.0%
净利率	10.1%	9.7%	3.3%	12.3%	16.4%
ROE	6.0%	5.7%	1.5%	8.2%	14.3%
ROIC	4.0%	4.9%	0.5%	8.0%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	22.3%	26.0%	27.9%	25.2%	23.4%
净负债比率	0.0%	3.4%	5.3%	2.9%	2.3%
流动比率	6.4	5.2	3.8	5.1	5.8
速动比率	5.6	4.6	3.3	4.3	5.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.4	0.5
存货周转率	3.5	3.1	3.1	3.3	3.3
应收账款周转率	4.9	5.9	4.9	6.6	6.5
应付账款周转率	3.1	3.5	3.7	3.9	4.0
每股资料(元)					
EPS	0.87	0.87	0.24	1.33	2.52
每股经营净现金	1.73	1.65	0.98	1.62	3.37
每股净资产	14.75	16.00	15.64	16.80	18.40
每股股利	0.50	0.60	0.16	0.92	1.74
估值比率					
PE	19.0	19.0	69.5	12.4	6.6
PB	1.1	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	18.6	12.5	30.7	7.4	4.0

资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。