

铜金钴镍四轮驱动， 资源并购开启高成长新周期

核心观点

公司业务覆盖广阔，重点聚焦于铜、金、镍、钴四类品种，目前已成为一家具备全球化布局的多金属矿业公司。预计伴随（1）Nkoyi 50%股权收购及下属铜钴矿投产完成，公司位于刚果（金）的冶炼产能精矿自给率将大幅提高；（2）Adumbi 金矿逐步投产，公司黄金产量及利润占比将大幅提高。中长期看，铜供给紧平衡格局不变，新能源替代加速催生旺盛需求，铜价中枢有望上行；全球金融秩序重塑、央行持续购金、地缘政治风险常态化，金价中枢长期上行趋势不变，公司有望充分受益铜金价格上行与自身成长。

摘要

业务覆盖广阔，重点聚焦于铜、金、镍、钴四类品种

公司于2007年起逐渐布局有色金属领域，2017年起重点聚焦能源金属领域（在印尼、刚果（金）持续深耕铜、镍、钴三类能源金属业务），2025年公司收购Loncor公司100%股权并于2026年完成交割，金矿资源储备进一步增厚。公司目前已成为一家具备全球化布局的多金属矿业公司。截止2025年报，公司拥有资源量：铜38.52万吨、钴2.29万吨。2026年公司生产经营目标为：铜产量23万吨；钴产量1.5万吨；镍产量6万吨。

铜钴板块：从加工到自有矿山，矿石自给率将大幅提高

公司在刚果（金）拥有3个冶炼公司，分别为CCR、CCM、BMS，合计阴极铜产能18万吨（权益产能11.4万吨）、粗制氢氧化钴产能1.18万金属吨；此外，还拥有采冶一体化项目——卡隆威，年处理矿石量210万吨，冶炼厂年产能5万吨阴极铜、0.6万吨粗制氢氧化钴，同时FTB勘探项目增储潜力较大；2026年4月8日，公司公告拟以3亿美元收购Nkoyi 50%的股权，以最终获得Nkoyi间接持有的特定铜钴矿采矿权30%权益（该铜钴矿铜资源品位1.66%，伴生钴品位0.67%，其中铜矿资源储量预计大幅度超过国内大型铜矿标准，且伴生较大规模钴资源，具备较大的增储潜力，同时距离公司冶炼厂较近），待项目投产后公司冶炼厂精矿自给率有望大幅提高。

黄金板块：新收购优质大型金矿，后续将成为公司未来重要增长极

2026年公司以现金人民币13.5亿元完成加拿大上市公司Loncor现有全部已发行且流通的普通股及待稀释股份的收购，从而取得其位于刚果（金）的金矿资产Adumbi，其控制资源量为188万盎司黄金（矿石资源量2818.5万吨，品位2.08g/t），推断资源量为209万盎司黄金（矿石资源量2250.8万吨，品位2.89g/t），矿区计划生产能力为360万吨/年；Adumbi金矿资源禀赋优质，黄金总资源量超100金金属吨且未来仍有较大增储潜力，待该金矿投产，届时黄金年产能有望达到7吨以上，黄金业务将成为公司未来重要增长极。

盛屯矿业 (600711.SH)

维持

买入

王介超

wangjiechao@csc.com.cn

010-56135290

SAC 编号:S1440521110005

覃静

qinjing@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524080002

SFC 编号:BWC080

邵三才

shaosancai@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070004

汪明宇

wangmingyubj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524010004

发布日期：2026年05月07日

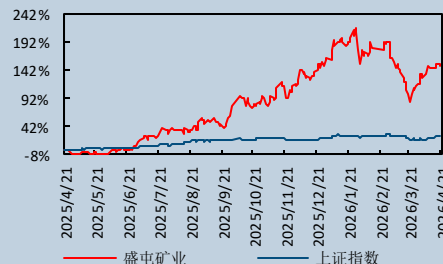
当前股价：14.57元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
26.15/22.92	-12.53/-11.84	153.85/129.18
12月最高/最低价(元)		18.26/5.39
总股本(万股)		309,061.16
流通A股(万股)		309,061.16
总市值(亿元)		448.76
流通市值(亿元)		448.76
近3月日均成交量(万)		13525.39
主要股东		
深圳盛屯集团有限公司		14.80%

股价表现



目录

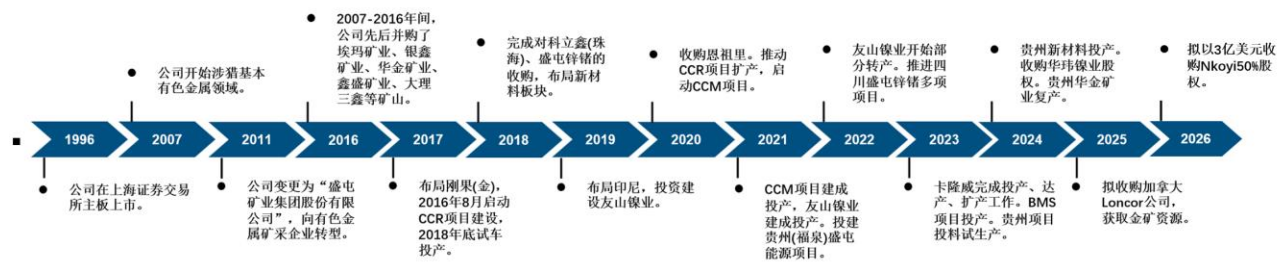
公司概况.....	1
公司简介：铜金钴镍四轮驱动，资源并购开启高成长新周期.....	1
公司经营概况：铜产品量价齐升，公司盈利大增.....	3
铜行业：供需缺口逐步扩大，价格向上步步为营.....	4
铜精矿供应与需求分析.....	4
铜元素分布分散，但铜矿产出集中.....	4
全球铜矿勘探预算增速放缓，新发现铜矿数量寥寥.....	5
备选资源量、ESG、利率等因素掣肘，铜矿资本开支未明显扩张.....	8
2025 年铜矿增量遭遇滑铁卢、2026-2028 年均增量难超 60 万吨.....	9
精炼铜供给和需求分析.....	10
2025 年精炼铜消耗矿库存，2026-2028 年全球精炼铜产量增长 1.6%、1.7%、1.4%.....	10
经济发展离不开工业“血管”，2026-2028 年全球用铜增长 2.9%、2.4%、2.3%.....	11
铜价的商品属性及金融属性.....	14
商品属性：供应缺口持续，紧平衡利于铜价重心抬升.....	14
金融属性：宽裕流动性，弱美元环境，资源稀缺的铜容易得到高溢价.....	15
黄金行业：全球金融秩序重塑，“去中心化”边际需求铸就黄金长牛.....	16
美元及实际利率定价框架“失效”，边际需求主导定价.....	16
美元信用衰弱，黄金信用背书需求及美债替代需求增加.....	17
2026 年黄金价格中枢有望维持上行趋势.....	18
铜钴板块：从加工到自有矿山，矿石自给率将大幅提高.....	19
卡隆威：采冶一体化，勘探可持续.....	19
CCR& CCM&BMS：铜钴冶炼厂，合计产能阴极铜 18 万吨、钴 1.18 万吨.....	21
Nkoyi：新收购优质高品位铜钴矿，有望大幅增加公司自有资源量.....	21
黄金板块：新收购优质大型金矿，后续将成为公司未来重要增长极.....	22
Adumbi 项目：新收购优质大型金矿，黄金业务将成为公司未来重要增长极.....	22
贵州华金矿业：黄金储量 16.86 吨，年处理矿石量 42 万吨.....	24
镍板块：专注火法，布局富氧侧吹.....	25
其他板块.....	26
锌板块：冶炼加工利润或触底回升.....	26
镍钴新材料及深加工板块.....	27
国内矿山板块.....	27
盈利预测.....	28
投资评价和建议.....	28
风险分析.....	28
报表预测.....	29

公司概况

公司简介：铜金钴镍四轮驱动，资源并购开启高成长新周期

盛屯矿业金属业务覆盖广阔，重点聚焦于铜、金、镍、钴四类品种。公司于2007年起逐渐布局有色金属领域（2007-2016年期间先后并购了埃玛矿业、银鑫矿业、华金矿业、鑫盛矿业、大理三鑫等矿山，扩充铜资源布局，提升金矿储备实力，提升铅锌矿综合实力，布局镍冶炼），2017年起重点聚焦能源金属领域（在印尼、刚果（金）持续深耕铜、镍、钴三类能源金属业务），2025年公司收购 Loncor 公司 100% 股权并于 2026 年完成交割，金矿资源储备进一步增厚。公司目前已成为一家具备全球化布局的多金属矿业公司。截止 2025 年报，公司拥有资源量：铜 38.52 万吨、钴 2.29 万吨、铅 45.67 万吨、锌 72.34 万吨、钨 3.22 万吨、锡 3.10 万吨、黄金 16.86 吨。2026 年公司生产经营目标为：铜产量 23 万吨；钴产量 1.5 万吨；镍产量 6 万吨；锌产量 30 万吨；黄金产量 380 公斤。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，中信建投证券

截至 2025 年报，深圳盛屯集团持有公司 14.80% 股权，为公司控股股东；姚雄杰为公司实际控制人。公司主要矿产类别包括铜、金、钴、镍等：

（1）铜：公司在刚果（金）拥有 3 个冶炼公司，分别为 CCR、CCM、BMS，合计阴极铜产能 18 万吨（权益产能 11.4 万吨）、粗制氢氧化钴产能 1.18 万金属吨；此外，还拥有采冶一体化项目——卡隆威，年处理矿石量 210 万吨，冶炼厂年产能 5 万吨阴极铜、0.6 万吨粗制氢氧化钴；2026 年 4 月 8 日，公司公告拟以 3 亿美元收购 Nkoyi 50% 的股权，以最终获得 Nkoyi 间接持有的特定铜钴矿采矿权 30% 权益（该铜钴矿铜资源品位 1.66%，伴生钴品位 0.67%，其中铜矿资源储量预计大幅度超过国内大型铜矿标准，且伴生较大规模钴资源，具备较大的增储潜力，同时距离公司冶炼厂较近），待项目投产后公司冶炼厂精矿自给率有望大幅提高；此外，公司在国内还拥有银鑫矿业、鑫盛矿业、风驰矿业、大理三鑫等铜矿项目；

（2）钴：CCR、CCM、卡隆威除生产阴极铜外，还附产粗制氢氧化钴，合计产能 1.78 万金属吨（权益产能 1.75 万吨）；

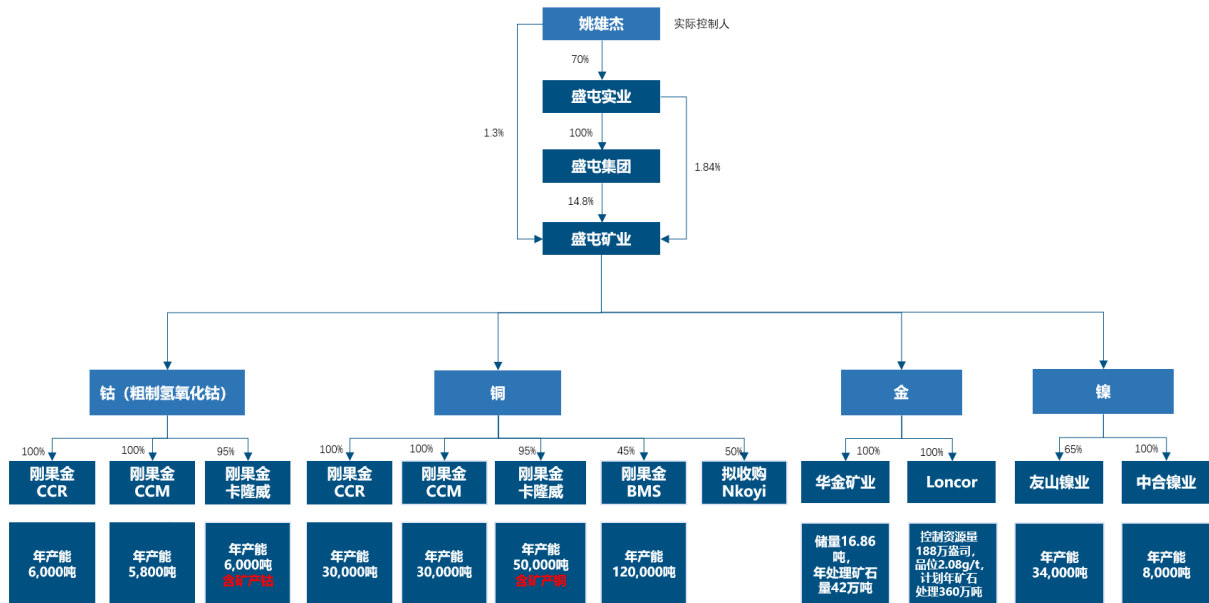
（3）镍：公司在印尼拥有友山镍业项目，其以红土镍矿为原料，通过 RKEF 工艺加工成镍铁或低冰镍，镍铁供应至不锈钢领域，低冰镍在下游冶炼厂吹炼成高冰镍后进入动力电池领域，年产能 3.4 万金属吨；国内中合镍业以硫化镍精矿及低冰镍等为原料，通过侧吹熔炼生产高冰镍，提供给下游的镍精炼和动力电池，年产能 0.8 万金属吨。合计产能 4.2 万金属吨（权益产能 3.01 万吨）；

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

(4) **黄金:** 公司国内拥有贵州华金矿业, 黄金储量 16.86 吨, 年处理矿石量 42 万吨, 2025 年黄金销量 321kg; 此外, 2025 年 10 月 15 日, 公司拟以现金人民币 13.5 亿元收购加拿大上市公司 Loncor 现有全部已发行且流通的普通股及待稀释股份, 以取得其位于刚果(金)的金矿资产 Adumbi, 其控制资源量为 188 万盎司黄金(矿石资源量 2818.5 万吨, 品位 2.08g/t), 推断资源量为 209 万盎司黄金(矿石资源量 2250.8 万吨, 品位 2.89g/t), 矿区计划生产能力为 360 万吨/年; 2026 年 2 月 12 日, 盛屯黄金安大略向目标公司支付收购价款, 各方已根据协议约定完成交割。

(5) **其他:** 公司还拥有科立鑫(年产 5000 金属吨消费电子前驱体三氧化二钴项目)、盛屯能源金属化学(贵州)有限公司(年产 30 万吨电池级硫酸镍、30 万吨电池级磷酸铁及 1 万吨电池级钴金属材料项目)、四川盛屯锌锗(年产 30 万吨锌锭、40 吨高纯二氧化锗)、铅锌矿业务(保山恒源鑫茂、埃玛矿业)以及金属贸易等业务。

图 2: 公司股权及主要业务

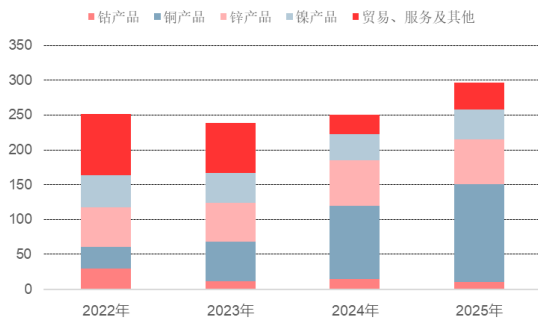


数据来源: 公司官网、公司公告, 中信建投证券

公司经营概况：铜产品量价齐升，公司盈利大增

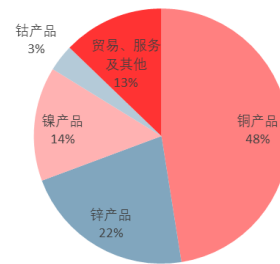
得益于铜镍产品放量以及贸易规模持续压降，近年来公司营收结构发生根本性转变。2021年以来，公司持续压降贸易规模，贸易业务等营收规模已由2021年的300亿以上降至2025年的不足40亿；2025年，公司铜产品实现营收141亿元，占收入的48%，其增长主要源于BMS二期项目扩建完成后产能大幅提升叠加铜价上涨。同时，镍产品随着友山镍业项目实现稳定生产运营，收入提升至43亿元，占比达14%。

图 3: 公司营业收入及结构变化 (亿元)



数据来源：公司公告，中信建投证券

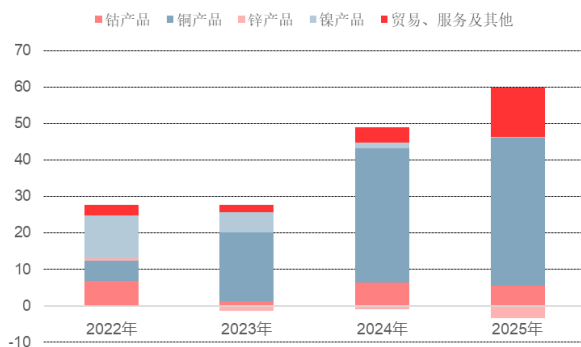
图 4: 公司收入结构 (2025)



数据来源：公司公告，中信建投证券

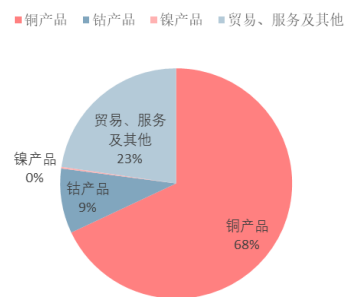
铜产品是公司目前核心毛利来源，黄金产品毛利占比有望大幅提高。从毛利结构来看（不含锌产品），2025年铜产品毛利占比高达68%，钴产品、贸易等业务占比分别为9%及23%。伴随刚果（金）铜钴项目、Adumbi金矿项目产能释放以及铜矿自给率提高，叠加铜金价格维持相对高位，预计铜产品利润贡献将继续保持核心地位，黄金产品利润占比将大幅提高。

图 5: 公司毛利及结构变化 (亿元)



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 6: 公司毛利结构 (2025)



数据来源：公司公告，中信建投证券。（由于锌产品毛利为负，不列入毛利结构中）

铜行业：供需缺口逐步扩大，价格向上步步为营

铜精矿供应与需求分析

铜元素分布分散，但铜矿产出集中

铜在地壳中平均丰度为 0.007%，在所有金属中排名第 17 位，铜元素主要以硫化矿或氧化矿的形式广泛存在于岩石和海洋中，且分布非常分散，需要经过特殊地质作用富集才能形成可开采的矿床。全球铜矿储量分布非常集中，CR5 占比 53%，主要分布在智利 18%、澳大利亚 10%、秘鲁 9%、刚果（金）8% 与俄罗斯 8%；CR10 占比则高达 73%。铜矿的产出集中度超过储量集中度，CR5 占比 60%，智利 23%、刚果（金）14%、秘鲁 12%，中国与印尼分别占比 8%、3%。从储采比看，全球铜矿静态可采年限为 43 年，低于铝土矿的 64 年。2024 年全球前 20 铜矿产量 839.2 万吨，占全球产出的 36.6%；2024 年全球前 20 家铜矿企业的产量为 1304 万吨，占全球产出的 56.8%，凸显铜资源的集中。

图 7：2025 年全球铜矿储量分布（%）

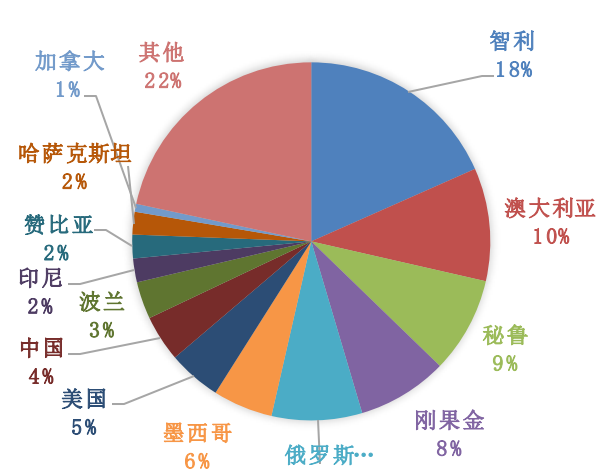
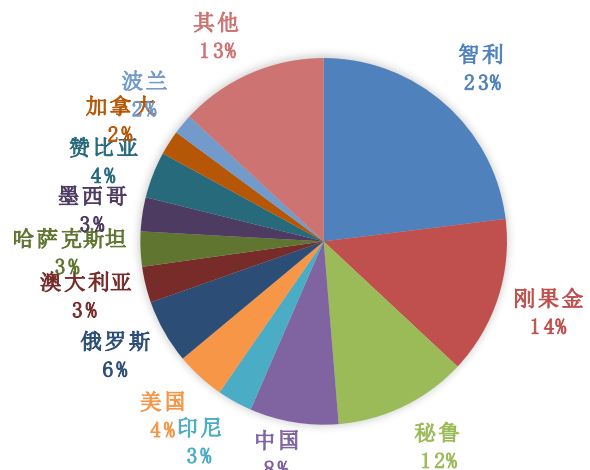


图 8：2025 年全球铜矿产量分布（%）



数据来源：USGS，中信建投证券

数据来源：USGS，中信建投证券

表 1：2024 年全球前 20 铜矿及前 20 铜矿企业产量（千吨）

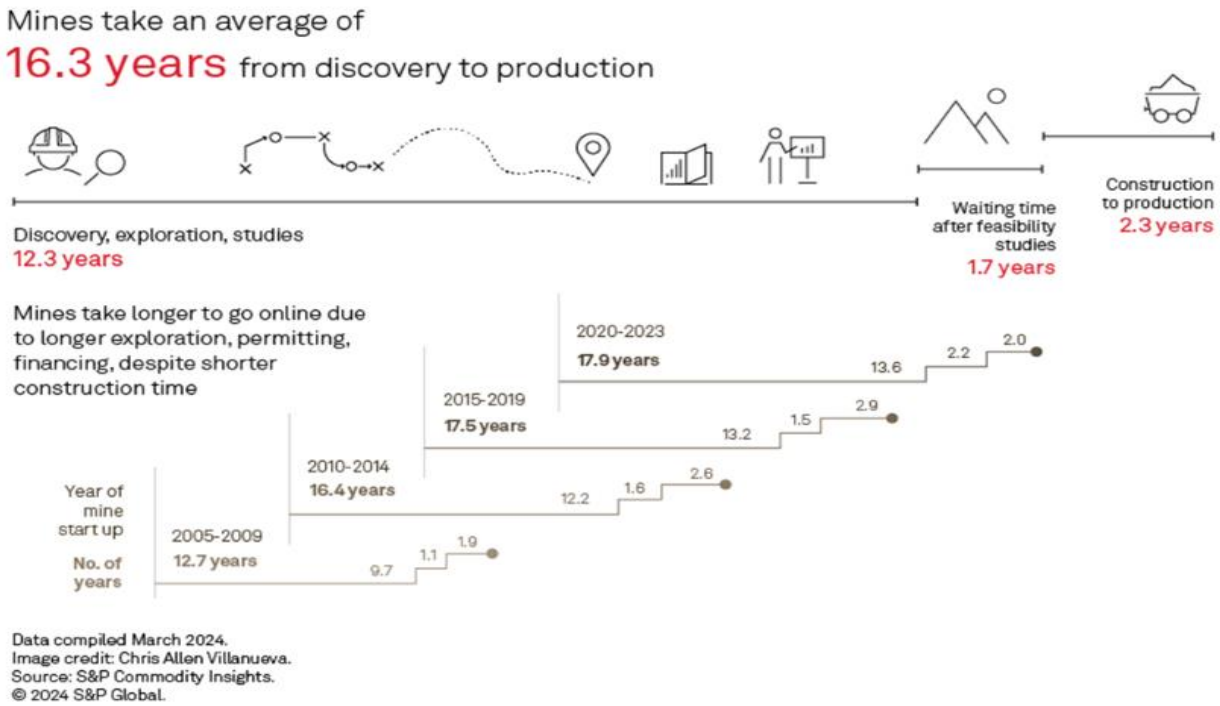
	BY MINE	kt Cu	(%)	BY COMPANY	kt Cu	(%)
1	Escondida	1281	5.6	BHP	1464	6.4
2	PT Freeport Indonesia	846	3.7	Codelco	1428	6.2
3	Collahuasi	559	2.4	Freeport-McMoRan	1278	5.6
4	Tenke Fungurume	488	2.1	Southern Copper (ex SPCC)	960	4.2
5	Buenavista del Cobre	451	2.0	Glencore	910	4.0
6	Cerro Verde	445	1.9	Zijin Mining Group	838	3.7
7	Kamoa-Kakula	437	1.9	Rio Tinto	650	2.8
8	Antamina	427	1.9	China Molybdenum	552	2.4
9	Norilsk	366	1.6	Anglo American	549	2.4
10	El Teniente	356	1.6	KGHM Polska Miedz	526	2.3
11	Los Pelambres	331	1.4	Antofagasta	455	2.0
12	Las Bambas	323	1.4	PT Inalum	434	1.9
13	Morenci	322	1.4	Nornickel	411	1.8
14	Quellaveco	306	1.3	Gecamines	401	1.7
15	Chuquibambilla	289	1.3	Nova Resources	397	1.7
16	Dikuluwe-Mashamba	256	1.1	First Quantum Minerals	387	1.7
17	Aktogay	239	1.0	National Iranian Copper	365	1.6
18	Centinela (Esperanza)	228	1.0	Teck Resources	359	1.6
19	Sentinel	225	1.0	Vale	344	1.5
20	Kamoto	217	0.9	Mitsubishi Corporation	332	1.4

资料来源：Wood Mackenzie，中信建投证券

全球铜矿勘探预算增速放缓，新发现铜矿数量寥寥

新建矿山从首次发现矿藏到最终实现生产，是极其漫长且日益艰难的过程：勘探与可研、审批与等待、建设与投产。根据 S&P Global 数据，勘探与研究阶段是最耗时的环节，平均长达 12.3 年，包括初步发现、详细勘探、资源评估以及可行性研究，以确认项目的经济和技术可行性。审批与等待阶段，在完成可行性研究后，项目并非立即动工，而是需要平均 1.7 年的时间用于获取政府许可、社区许可以及完成最终投资决策等。所有条件具备，实际的矿山建设到产出产品相对较快，平均需要 2.3 年。

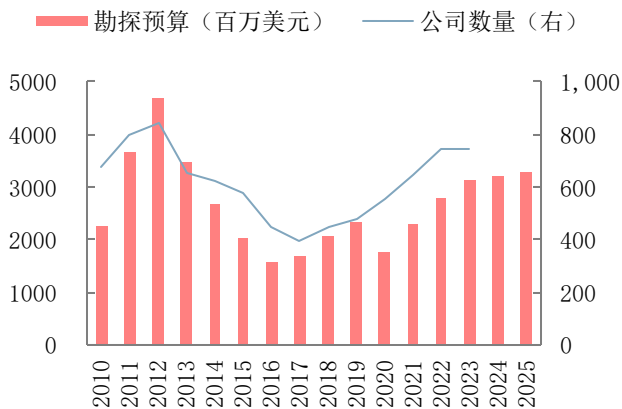
图 9：铜矿从发现到投产平均需要 16.3 年时间（年）



数据来源：S&P Global，中信建投证券

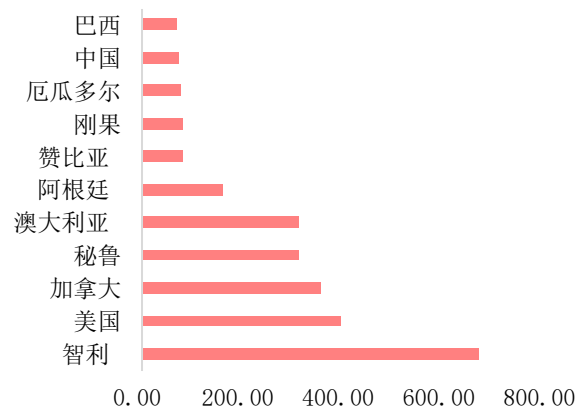
2025 年勘探预算温和增长，总额为上一轮周期峰值的 70%。勘探预算投资是未来铜矿增量最先行的指标，根据 S&P Global 数据，全球铜矿勘探投资经历了“过山车”式波动。从 2010 年的约 25 亿美元起步，在 2012 年达到峰值约 47 亿美元，随后因行业低迷持续下滑至 2016 年的低点。自 2016 年后全球铜勘探预算反弹，2021-2022 年同比增速超 20%，但 2024 年增速显著放缓，勘探预算恢复到 30 亿美元，为上一轮峰值的 64%，2025 年全球铜勘探保持温和增长，勘探预算 33 亿美元。从勘探支出主体上看，大型公司处于第一梯队，小型公司紧随其后；从资金投入的阶段上看，多数资金聚焦在发现后的可研及深度勘探上，初级探索的资金占比偏低。

图 10：全球铜矿勘探预算（百万美元）



数据来源：S&P Global，中信建投证券

图 11：2025 年主要铜矿生产国勘探预算（百万美元）



数据来源：S&P Global，中信建投证券

图 12: 铜勘探预算按公司类型 (百万美元)

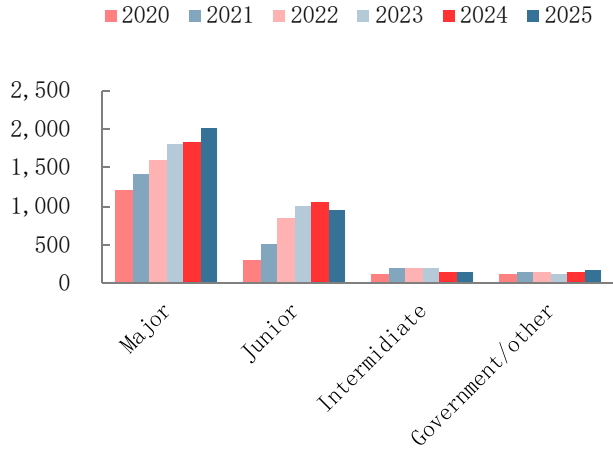
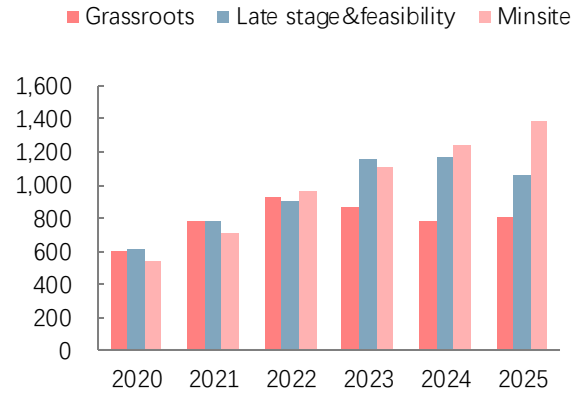


图 13: 铜矿勘探投入按阶段划分 (百万美元)

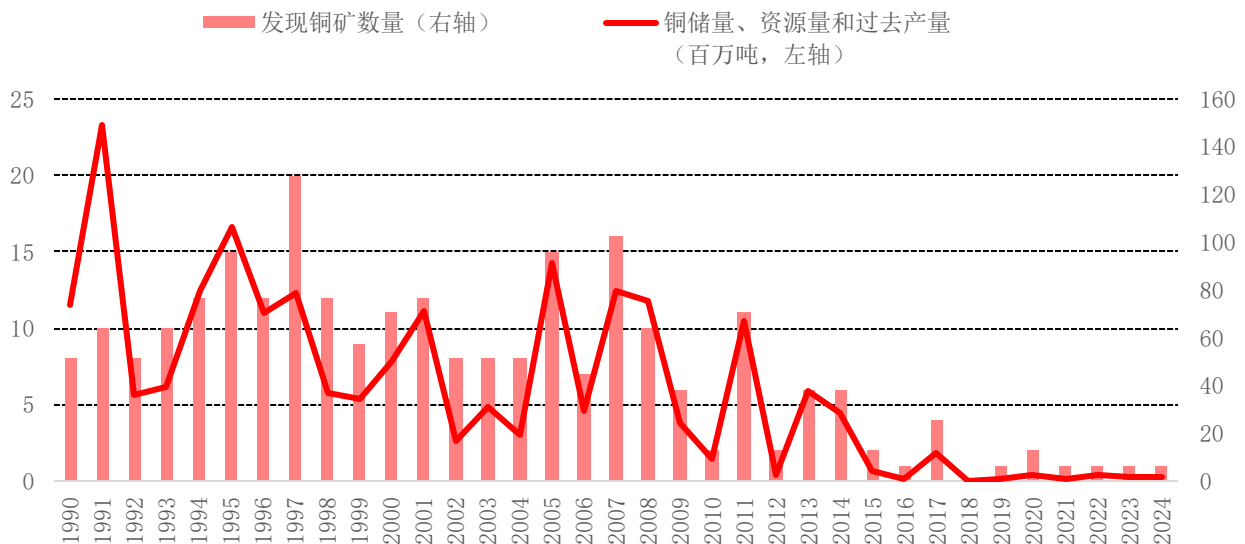


数据来源: S&P Global, 中信建投证券

数据来源: S&P Global, 中信建投证券

发现矿山数量少, 潜在的可供开发项目数量有限。根据 S&P Global Commodity Insights 2025 年更新报告, 确定了 1990 年至 2024 年发现的 258 个铜矿矿床, 过去 2014-2023 十年的新发现仅占 20 个, 占总数的 7.8%。258 个铜矿合计的储量、资源量和过去的累计生产量共计 13.65 亿吨铜, 这一数量较去年增加了 4%, 即 4900 万吨, 增长主要来自后期阶段资产的资源量与储量提升。由于新资产自然需要更多时间来开发, 因此这一数量在未来几年内可能会增加, 从而有资格成为重大发现。然而, 最近的发现在规模或数量上肯定无法与 1990 年代相提并论, 换言之, 未来供铜矿商备选开发的项目有限。

图 14: 1990-2024 年主要发现的铜 (个, 百万吨)

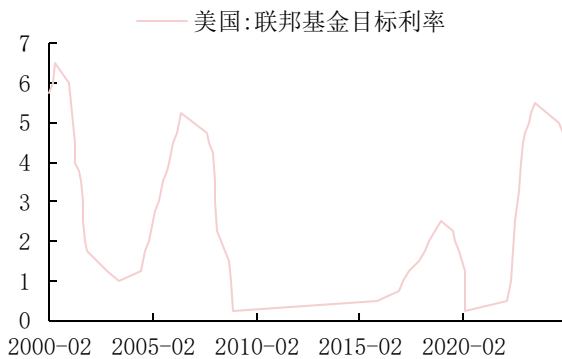


数据来源: S&P Global, 中信建投证券

备选资源量、ESG、利率等因素掣肘，铜矿资本开支未明显扩张

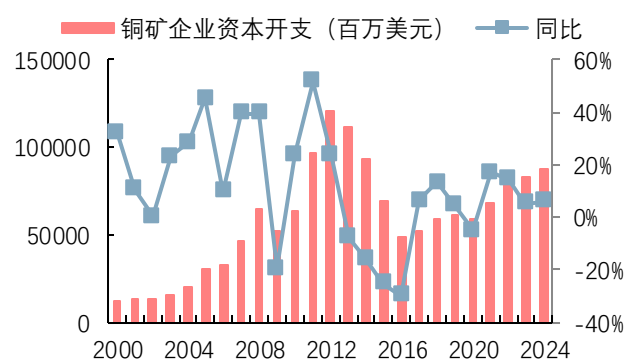
矿业开发难度及海外利率的提升，抬高了铜矿企业对新投矿山的回报要求。一般而言，铜矿新增供给通常落后资本开支 5 年，如近年来建设交付较快的 Kamoā-Kakula 铜矿从启动建设到投产历时 5 年，如从 2008 年发现该矿算起则经历 13 年。通常，即期铜价决定铜矿企业即期资本性开支的能力。由于在资源丰富的南美、非洲面临较大的政策风险（如权益金、税收）和 ESG（如社区阻碍）掣肘，而在制度健全的北美洲则遭遇反对矿石开发的阻力。另外，矿企通常需要融资开发，在矿山设计及建设的 5 年里该项目仅有投入，随着海外的基准利率走高，矿企资金成本也随之提升。矿山开发面临的政策不确定性上行及海外融资的利率上升，铜矿企业对新投矿山的回报要求也在快速提升，这意味着新增的铜矿多在全球成本曲线的右侧，更高的铜价才能刺激出更多的有效新增供应。2021~2024 年 LME 铜均价分别为 9294、8786、8525、9269 美元/吨，较上一轮 2010~2013 年高 Capex 对应的铜价 7500~8800 美元/吨有了显著提升，但是，2021~2024 年全球主要铜矿的 Capex 提速并不明显，2024 年 Capex 约 872 亿美元，为 2013 年峰值 1109 亿的 79%，这意味着未来随后 5~8 年的全球铜矿新增供给增长相对有限。

图 15：美国联邦基准利率（%）



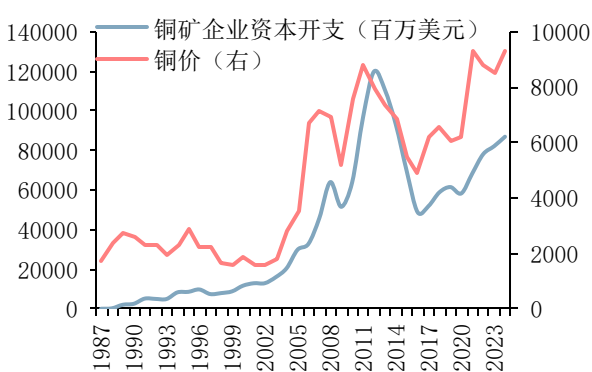
数据来源：Wind，中信建投证券

图 16：全球主要铜矿企业资本性开支（百万美元）



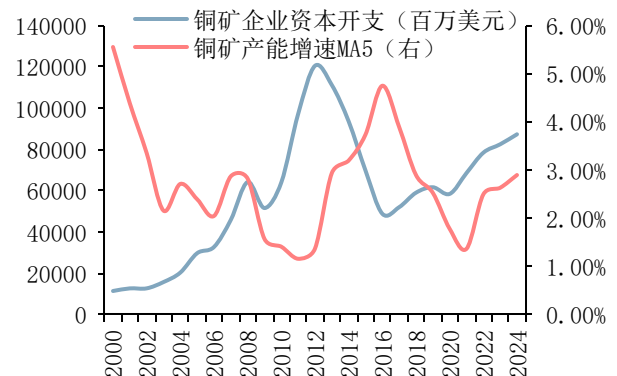
数据来源：Bloomberg，中信建投证券

图 17：铜价领先于矿企资本开支（百万美元，美元/吨）



数据来源：Wind，中信建投证券

图 18：资本性开支领先于产能增速（百万美元，%）



数据来源：Wind，中信建投证券

2025 年铜矿增量遭遇滑铁卢、2026-2028 年均增量难超 60 万吨

2025 年全球主要铜矿企业产量下降 30 万吨(不包括智利国家铜业 Q4 产量)。全球主要铜矿企业已相继公布 2025 年经营数据(除智利国家铜业), 14 家铜矿企业的产量加总 1193.8 万吨, 同比减少 29.71 万吨。其中, 减量较为明显的是自由港、嘉能可、英美资源, 自由港由于印尼冶炼关停及尚未获批铜矿出口, 后又遭遇地下泥石流中断生产; 嘉能可由于 Collahuasi、Antapaccay 和 KCC 的矿石开采率、原矿品位和总体回收率降低; 英美资源则由于智利矿山品位及选矿维护问题造成减量。增量明显的是力拓、五矿, 分别受益于 Oyu Tolgoi Underground、Las Bambas 放量。从全球龙头铜矿企业的产量兑现看, 铜矿供应面临诸多不确定性及脆弱性。

表 2: 全球主要铜矿企业季度产量(万吨)

公司	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2025	2025 变化
必和必拓	166.59	177.65	195.8	51.3	51.6	49.4	49.1	201.3	5.53
智利国家铜业	155.3	142.42	142	32.4	31.0	27	NA	NA	NA
自由港	191	191.1	191.1	39.4	43.6	28.53	29.03	140.6	-50.54
嘉能可	105.8	101	95.2	16.8	17.6	24.0	26.8	85.2	-10.03
紫金矿业	87.7	100.7	107	28.8	27.9	26.3	26.0	109.0	1.99
南方铜业	92.4	91.7	97.4	24.0	23.9	23.7	24.4	96.1	-1.31
第一量子	77.6	70.8	43.1	10.0	9.1	10.47	10.1	39.6	-3.46
安托法加斯塔	64.6	66.1	66.4	15.5	16	16.2	17.7	65.4	-1.05
英美资源	66.5	82.6	77.3	16.9	17.3	18.35	17	69.5	-7.76
力拓	52	61.9	69.7	21.0	22.9	20.04	24.4	88.3	14.24
洛阳钼业	27.7	42	65	17.1	18.3	18.98	19.81	74.1	9.15
淡水河谷	25.3	32.7	34.8	9.1	9.26	9.08	10.81	38.2	3.44
五矿资源	30.5	34.7	40	11.8	14.04	12.7	12.1	50.7	10.71
泰克	27	29	44.6	10.6	10.9	10.4	13.4	45.3	0.74
总计	1170.1	1224.1	1269.4	304.6	313.4	295.1	280.7	1193.8	-29.71

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

2025 年铜矿遭遇负增, 2026-2028 年均增量锁定在 60 万吨以内。2025 年全球铜矿干扰事件频发, 原本预期的 40~50 万吨铜矿增量并没有如期兑现。减量明显的项目有印度尼西亚 Grasberg、刚果(金) Kamo-a-Kakula、智利 ElTeniente、智利 QB 等。2026 年, 主放量矿山是中国巨龙、印尼 Batu Hijau、厄瓜多尔米拉多等, 总增量在 50 万吨以内; 2027 年除巨龙、朱诺爬坡外, 其余未见明显增量, 叠加第一量子的全复产, 得到的总增量仅 60 余万吨; 2028 年洛钼扩建 KFM 和 TFM 当年增量约仅为 30 万吨。

表 3：2025-2027 年全球主要铜矿企业产量变动（万吨）

地区	矿山	矿企	2024 产量	2025 产量	2026 产量	2027 产量	2025 增量	2026 增量	2027 增量
智利	Quebrada Blanca 2	Teck	21	18	22	25	-3	4	3
智利	Escondida	BHP	106	113	107	103	7	-6	-4
秘鲁	Toromocho	中国铝业	21	26	26	26	5	0	0
秘鲁	Las Bambas	MMG	32	40	40	40	8	0	0
刚果（金）	Kinsevere-Nambulwa	MMG	5	7	9	9	3	2	0
刚果（金）	Kamoa-Kakula	艾芬豪	44	40	40	44	-4	1	4
刚果（金）	Musonoi	金川国际	0	2	4	4	2	2	0
刚果（金）	Lonshi（SX-EW）	金诚信	2	4	4	4	2	0	0
刚果（金）	Kamoto	嘉能可	22	24	28	31	2	4	3
刚果（金）	Mutanda	嘉能可	3	5	7	9	2	2	2
中国	甲玛铜矿二期	黄金国际	4	7	9	9	2	2	0
中国	巨龙铜矿	紫金矿业	17	17	27	32	0	10	5
中国	朱诺铜矿	紫金矿业	0	0	0	3	0	0	3
厄瓜多尔	Mirador	铜陵有色	12	16	20	25	4	4	5
蒙古	Oyu Tolgoi Underground	力拓	22	33	40	43	12	7	3
俄罗斯	Malmyzh	RMK	0	0	6	13	0	6	7
印尼	Grasberg	Freeport	85	51	53	53	-34	2	0
印尼	Batu Hijau	PT Amman	17	10	23	23	-7	12	0
巴拿马	Panama	第一量子	0	3	0	35	3	-3	35
合计			411	415	462	530	3	48	67

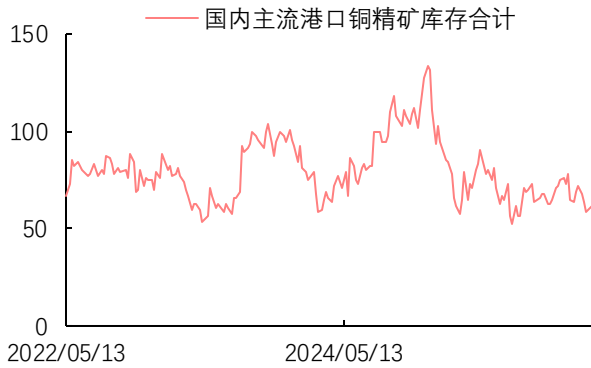
资料来源：Wood Mackenzie，中信建投证券

精炼铜供给和需求分析

2025 年精炼铜消耗矿库存，2026-2028 年全球精炼铜产量增长 1.6%、1.7%、1.4%

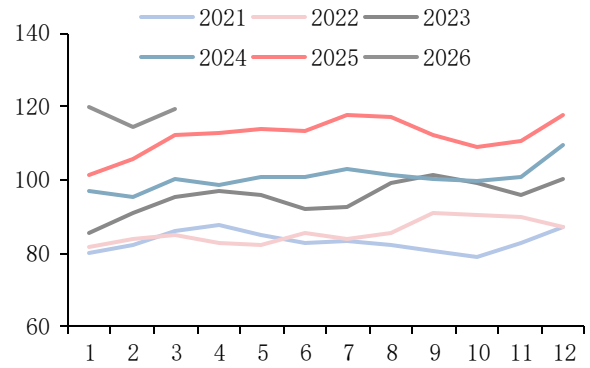
2025 年全球铜矿减量，精炼铜增长建立在大量消耗库存之上。2025 年全球铜矿减量，现货 TC 历史性的负数，但是，精炼铜的产量却在持续新高，主要的原因是副产品价格可观，冶炼厂保持盈利的状态，大量的消耗铜精矿库存。

图 19：国内主流港口铜精矿库存（万吨）



数据来源：SMM，中信建投证券

图 20：中国电解铜月度产量（万吨）



数据来源：SMM，中信建投证券

铜矿释放主导精炼铜增量节奏，2026-2028 年全球精炼铜增速分别为 1.6%、1.7%、1.4%。由于 2025 年冶炼厂大量消耗铜精矿库存，未来将有铜矿增量来主导精炼铜的产出。结合铜矿、废铜的释放，推导 2026-2028 年全球精炼铜产量分别为 2797 万吨、2844 万吨、2884 万吨，同比增加 45 万吨、47 万吨、40 万吨，增幅分别为 1.60%、1.70%、1.40%。

表 4：2026-2028 年全球精炼铜产量（万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
精炼铜供应	2329	2354	2440	2485	2583	2693	2752	2797	2844	2884	2939
		1.10%	3.60%	1.80%	4.00%	4.30%	2.20%	1.60%	1.70%	1.40%	1.90%
原生铜	2065	2059	2112	2184	2245	2320	2308	2348	2395	2436	2491
铜精矿	1663	1656	1717	1753	1789	1838	1824	1861	1907	1933	1990
		-0.40%	3.70%	2.10%	2.10%	2.70%	-0.80%	2.00%	2.50%	1.40%	2.90%
湿法矿	402	403	395	431	455	483	485	488	488	502	501
再生铜	264	295	328	301	338	372	370	377	387	392	397
		11.50%	11.10%	-8.30%	12.50%	10.20%	-0.50%	1.90%	2.60%	1.30%	1.30%

资料来源：Wind，中信建投证券

经济发展离不开工业“血管”，2026-2028 年全球用铜增长 2.9%、2.4%、2.3%

高性价比导电属性，使铜成为电气化浪潮不可或缺的基础原材料

铜是具备性价比的导电材料。根据 Wood Mackenzie 数据，2024 年铜按照使用性能划分，导电性能 77%，延展性能 11%，热传导性能 10%，信号传输性能 2%；按终端应用场景划分，电网 29%，建筑 25%，消费品 21%，交运 14%，工业 11%。优异且具性价比的导电性能，使其在当下新旧能源转化的时代获得强有力的消费驱动，具体到终端应用上，电网、地产、新能源车等领域均有提升空间。中国终端用铜分布电力 46%、家电 14%、交运 13%、建筑 8%、机械电子 8%、其他 11%。

图 21：2024 年全球铜消费性能划分（%）

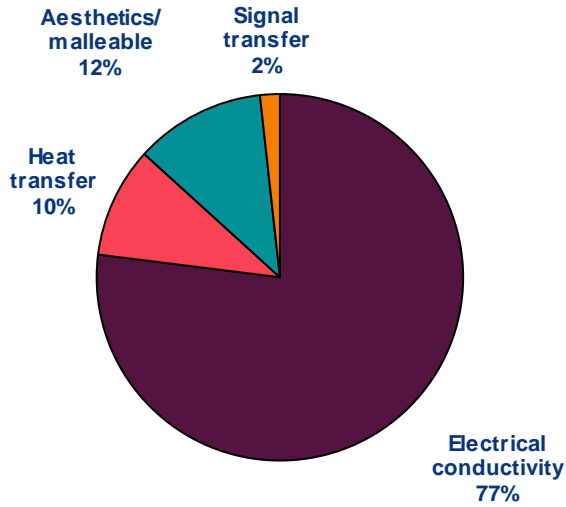
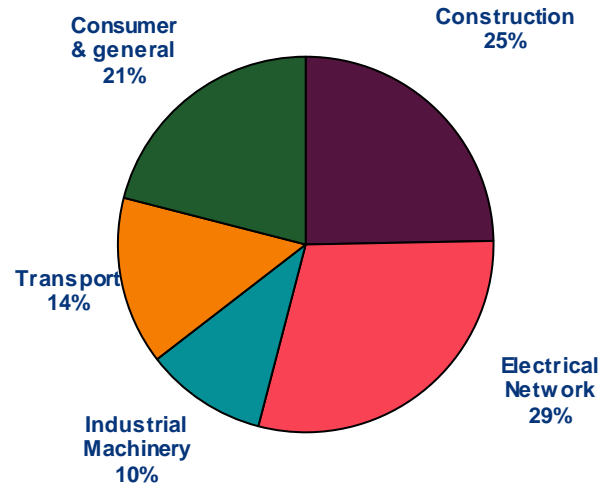


图 22：2024 年全球铜终端应用分布（%）



数据来源：Wood Mackenzie，中信建投证券

数据来源：Wood Mackenzie，中信建投证券

图 23：2024 年全球铜消费形态划分（%）

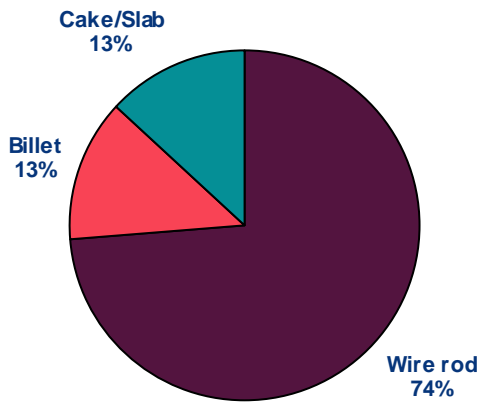
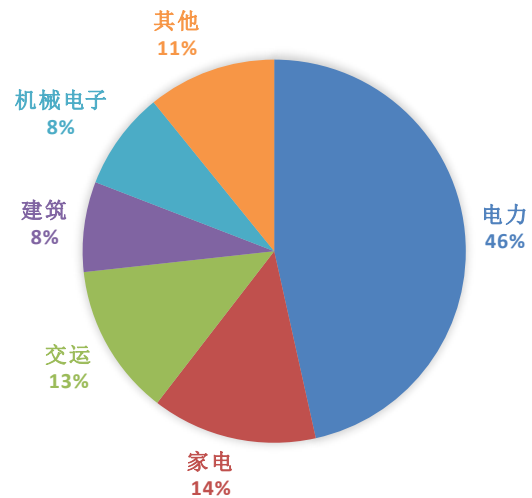


图 24：2024 年中国铜终端应用分布（%）



数据来源：Wood Mackenzie，中信建投证券

数据来源：SMM，中信建投证券

AI 崛起，全球电力投资及电网扩容加码，成为助力铜消费增长的中坚力量。电力行业用铜主要分为两大部分，一大部分集中在建造发电厂时的电源系统，比如高压开关、母线等是用铜较高的设备，另一部分则是集中在输变电过程中的电网系统，比如变压器、高压电线电缆、低压电线电缆等用铜较为集中。随着终端电器自动化率的提升、AI 算力崛起，加上电源侧由传统火电向风光核火并行转变，传统的电网容量已经不再能满足需求，新一轮的电网改革正在崛起。国际能源署 IEA 数据显示，全球的电网投资近三年来全面提速，复合增速在 9%。为了应对 AI 算力需求的增长，预计中美电网投资未来五年以超 10% 的增速前进。

表 5：全球电网投资统计（十亿美元，%）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
中国	79	92	87	85	77	75	71	77	77	83	89
		16%	-5%	-3%	-9%	-3%	-5%	8%	0%	8%	7%
北美	69	71	73	73	76	81	89	93	103	114	121
		2%	3%	1%	4%	7%	9%	5%	11%	10%	7%
欧洲	54	53	53	55	55	57	61	61	75	84	89
		-2%	1%	3%	0%	3%	7%	0%	22%	12%	7%
南美	13	14	14	13	12	10	10	9	17	11	11
		4%	-2%	-7%	-8%	-17%	5%	-17%	102%	-38%	7%
非洲	12	12	11	10	8	7	8	9	9	13	14
		-2%	-8%	-10%	-20%	-18%	18%	18%	-1%	41%	7%
中东	21	22	18	14	10	13	11	12	13	13	14
		6%	-18%	-25%	-27%	33%	-16%	7%	6%	6%	7%
全球	332	342	332	323	302	299	310	322	356	388	413
		3%	-3%	-3%	-6%	-1%	4%	4%	10%	9%	7%

资料来源：IEA, 中信建投证券

新能源三剑客：新能源车、风电、光电用铜占比提升，增速可观助力铜消费增长。新能源汽车的电池、电动机、高压高速连接器等对铜提出了新的需求，新能源汽车用铜量在传统汽车的基础上大幅增加。根据 ICSG 测算传统汽车单车、混合动力电动汽车、插电式混合动力汽车和纯电动车单车用铜量分别为 23kg、40kg、60kg 和 83kg。根据新能源产量与单耗测算，2025 年全球新能源车与配套充电桩用铜约 201 万吨，占全球用铜比重 7.4%。鉴于海外汽车渗透率低，增长空间大，预计 2025-2028 年汽车领域用铜增长分别为 45 万吨、25 万吨、17 万吨、9 万吨。

表 6：全球新能源车用铜测算（万辆，万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
新能源车产量	214	320	650	1038	1376	1872	2498	2922	3227	3420	3574
纯电	176	259	539	804	962	1460	1948	2279	2517	2667	2787
混插	38	61	111	234	414	412	550	643	710	752	786
单车耗铜：纯电	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83
单车耗铜：插电	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
新能源车用铜	17	25	51	81	105	146	195	228	251	267	279
充电桩用铜	0.53	0.8	1.62	2.59	3.44	4.67	6.23	7.29	8.05	8.54	8.92
新能源车用铜合计	17	26	53	83	108	151	201	235	260	275	287
燃油车产量	5933	5090	4930	4558	4859	4375	4220	3880	3568	3320	3320
燃油车单车耗铜	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23
燃油车用铜	136	117	113	105	112	101	97	89	82	76	76
汽车用铜	153	142	165	186	216	247	292	317	334	343	355

资料来源：彭博，中汽协，中信建投证券，中信建投证券

光伏领域的金属铜主要集中于下游的发电输电环节，例如用于制造光伏集热器的铜管、高低压电缆及其传输过程中的电力设备。参照 ICSG 的研究，光伏用铜单耗在近几年有下降趋势，2024 年铜价创下历史新高，政府补贴退坡，光伏行业竞争加剧，降本压力空前，光伏领域的铝代铜进一步深入。光伏中的铝代铜场合有连接光伏电池并将电力传输至逆变器、连接逆变器和箱式变压器、连接箱式变压器和主变压器、输电线路，铝代铜已经压缩到极致的 0.28 万吨/GW。预计 2025 年光伏耗铜约 195 万吨，占全球铜消费比重达 7%，预计 2025-2028 年光伏领域用铜增长分别为 9 万吨、-4 万吨、9 万吨、9 万吨。

表 7：光伏用铜数量预测（GW，吨/GW，万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
全球新增装机	115	130	170	250	390	530	557	545	560	585	612
容配比	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
用铜单耗	5000	5000	4800	4500	3200	2800	2800	2800	2800	2800	2800
光伏领域用铜	72	81	102	141	156	186	195	191	196	205	214

资料来源：CPIA，彭博，中信建投证券

风力发电主要用铜环节为发电机、变压器、电缆、齿轮箱和塔筒电缆等。陆上风机通过集电器电缆相连至变电站后，再连接到电气和输电网。海上风机通过集电器电缆相连至海上升压站后，通过配电网连接至地面变电站，再到输电网络。据 Wood Mackenzie 数据显示，陆上风电每 GW 装机需要耗铜 0.54 万吨，海上风电每 GW 装机需要耗铜 1.53 万吨。根据全球风能理事会（GWEC）发布的《2025 全球风能报告》，风电行业需将其年新增装机从 2023 年的 117GW 提高到 2030 年的至少 215GW，据此测算，2025 年全球风电领域用铜数量达 109 万吨，占全球铜消费的 3.3%。鉴于风电仍保持增长，预计 2025-2028 年风电领域用铜增长分别为 19 万吨、9 万吨、12 万吨、5 万吨。

表 8：风电用铜数量预测（GW，吨/GW，万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
全球风电新增装机	61	95	94	78	117	135	162	180	198	210	215
陆风	55	88	72	69	106	120	141	148	158	168	172
海风	6	7	21	9	11	15	21	32	40	42	43
陆风单耗	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54
海风单耗	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53
风电领域用铜	39	58	71	51	74	88	109	129	146	155	159

资料来源：《全球风能报告 2025》，WoodMackenzie，中信建投证券

铜价的商品属性及金融属性

商品属性：供应缺口持续，紧平衡利于铜价重心抬升

2026-2028 年预计全球铜市场供需紧平衡，远期缺口呈现扩大趋势

综合来看，2026~2028 年全球精炼铜供应分别为 2797 万吨、2894 万吨、2884 万吨，同比增长 1.6%、1.7%、1.4%；2026~2028 年全球精炼铜需求分别为 2813 万吨、2880 万吨、2945 万吨，同比增长 2.9%、2.4%、2.3%；供需平衡角度，2026-2028 年持续缺口 16 万吨、36 万吨、61 万吨，且远期缺口呈现扩大趋势，这有利于推动铜价重心上移。

表 9：全球精炼铜供需平衡表（万吨）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
精炼铜供应	2354	2440	2485	2583	2693	2752	2797	2844	2884	2939
	1.10%	3.60%	1.80%	4.00%	4.30%	2.20%	1.60%	1.70%	1.40%	1.90%
原铜	2059	2112	2184	2245	2320	2308	2348	2395	2436	2491
铜精矿	1656	1717	1753	1789	1838	1824	1861	1907	1933	1990
	-0.40%	3.70%	2.10%	2.10%	2.70%	-0.80%	2.00%	2.50%	1.40%	2.90%
湿法矿	403	395	431	455	483	485	488	488	502	501
再生铜	295	328	301	338	372	370	377	387	392	397
	11.50%	11.10%	-8.30%	12.50%	10.20%	-0.50%	1.90%	2.60%	1.30%	1.30%
新能源车耗铜	26	53	83	108	151	201	235	260	275	287
光伏耗铜	81	102	141	156	186	195	191	196	205	214
风电耗铜	58	71	51	74	71	90	99	111	116	130
新能源领域耗铜	165	226	275	338	407	486	525	567	596	631
新能源消费增速	29%	37%	21%	23%	21%	19%	8%	8%	5%	6%
新能源消费占比	7%	9%	11%	13%	15%	18%	19%	20%	20%	21%
电网（扣风光）	506	511	505	513	538	565	621	652	675	696
空调家电消费品	484	538	547	538	581	604	623	635	648	661
交运（扣新能源车）	251	240	215	225	223	216	210	203	197	191
建筑	645	684	672	666	621	571	543	529	534	540
工业设备	253	269	274	282	287	290	292	293	295	296
总消费量	2304	2444	2487	2562	2657	2733	2813	2880	2945	3015
增速	-1.00%	6.10%	1.80%	3.00%	3.70%	2.90%	2.90%	2.40%	2.30%	2.40%
政府购买	60	-11								
供需平衡	-10	7	-3	20	35	18	-16	-36	-61	-76

资料来源：Wind，中信建投证券

金融属性：宽裕流动性，弱美元环境，资源稀缺的铜容易得到高溢价

从与铜价密切相关的通胀预期、美联储负债与美国基准利率看，特朗普关税政策令通胀预期维持在高位，而美联储对 2020 年释放的天量流动性回收有限，当前美国正处于利率下行周期中，宽裕的流动性及弱美元环境，非常有利于以美元计价且资源稀缺的铜得到高溢价。

黄金行业：全球金融秩序重塑，“去中心化” 边际需求铸就黄金长牛

美元及实际利率定价框架“失效”， 边际需求主导定价

2025 年黄金价格顺风上行，国际现货黄金由 2650 美元/盎司左右一路上涨至 4500 美元/盎司，屡创历史新高，主要围绕美国关税、央行购金、地缘冲突以及传统实际利率定价框架相关的通胀、就业及美联储降息预期等逻辑交易。

近年来黄金的美元和实际利率定价框架已“失效”。根据中信建投宏观组《黄金：从顺风期到震荡期》报告，在传统的资产定价模型里，黄金视为定价流动性的标杆资产。历史以往的规律显示，金价和同样度量流动性的美元和实际利率两个指标，趋势表现上往往相悖。然而 2023 年以来黄金和传统指标的相关性逐步打破，尤其 2024 年黄金表现既背离实际利率定价，也背离美元定价，指向金价的定价框架亟待完善和细化。

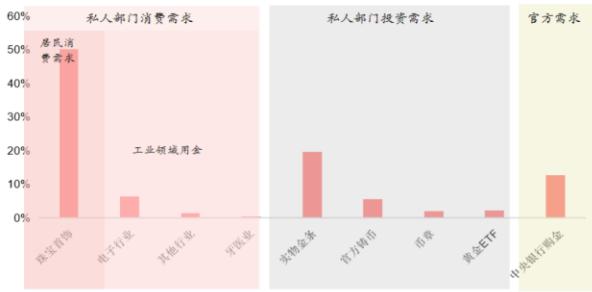
边际需求对黄金定价的解释力度增强。回归传统的供需逻辑后，由于黄金供给相对稳定，年产量基本维持在 3600 吨左右，因此黄金的真正定价变量在需求尤其是边际需求，黄金的需求主要包括 3 部分：私人部门消费需求、私人部门投资需求，以及官方购金需求，过去黄金的边际需求主要由欧美 ETF 需求（欧美地区私人部门投资需求，主要为海外机构投资者）贡献，而其需求或投资框架主要取决于美国国债实际利率；2023 年以来黄金需求结构发生了深刻变化，全球央行购金以及亚洲地区（尤其中国）私人部门投资需求的弹性明显增强，海外机构投资者对于黄金的定价权重显著削弱。

图 25: 近年来黄金的美元和实际利率定价框架已“失效”



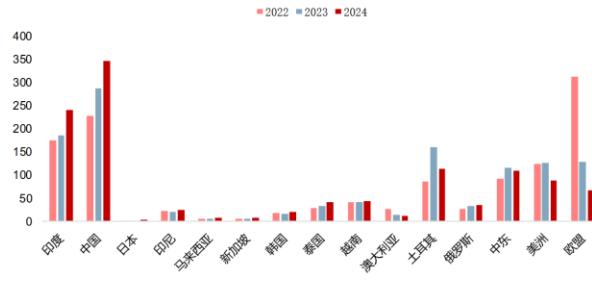
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 26: 黄金需求拆分



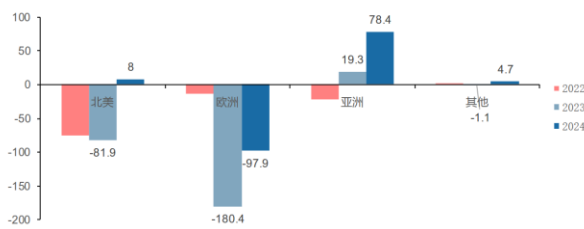
数据来源：世界黄金协会，中信建投证券

图 27: 亚洲地区实物金投资连续第二年大幅增长（吨）



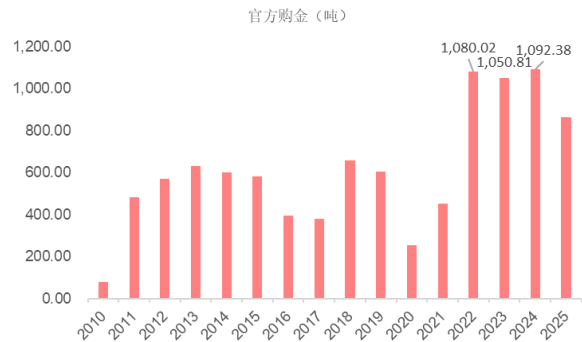
数据来源：世界黄金协会，中信建投证券

图 28: 亚洲地区继续领衔全球黄金 ETF 流入（吨）



数据来源：世界黄金协会，中信建投证券

图 29: 央行黄金购买量连续三年超 1000 吨



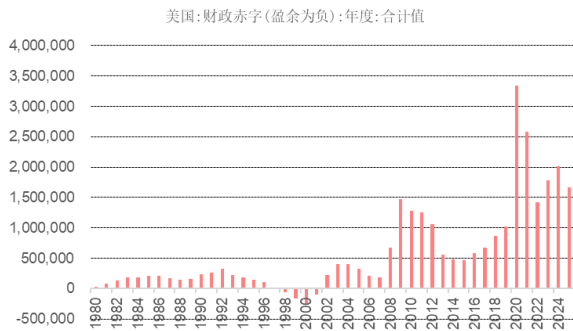
数据来源：世界黄金协会，中信建投证券

美元信用衰弱，黄金信用背书需求及美债替代需求增加

央行购金已成为中长期趋势，需求将持续维持高位。近年来美元货币超发，美国总体债务占国内生产总值的比例持续走高；2022年俄乌冲突，美国将俄罗斯剔除 SWIFT 结算系统强化非美经济体多样化其他货币和资产的认知，全球领域去美元化进一步加速。黄金作为不依赖特定国家信用的“去中心化”的无国界货币，其地位历经数千年验证，这种信任基于历史对其价值的共同认可，因此黄金成为各国央行实现资产多元化及对冲地缘政治风险的重要手段；据欧洲央行报告，受创纪录的购买量和金价飙升的推动，黄金已超越欧元，成为全球央行第二大储备资产，2024年黄金占全球官方储备的比例达到20%，超过了欧元的16%，仅次于美元的46%。

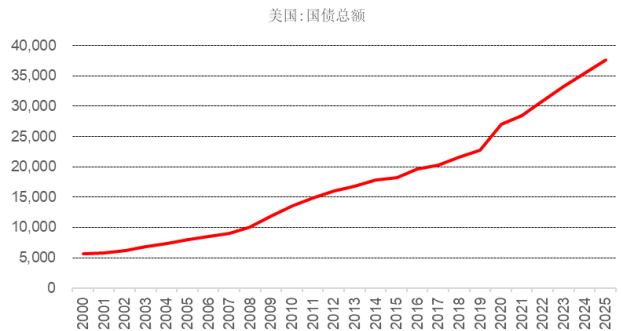
除央行购金外，新兴市场国家私人部门投资需求将持续增加。基于央行购金相似的逻辑，新兴市场国家私人部门在获得对西方国家的贸易顺差后，将会对美债等美元资产的配置部分转向其他类型的投资品，黄金是重要投资类别之一，而随着关税博弈下金融秩序重构和全球金融市场波动，以及美国政府公信力的持续下降，黄金等“代货币”的配置占比将持续抬升。

图 30: 美国财政赤字规模持续扩大 (十亿美元)



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 31: 美国国债总额已突破 36 万亿 (十亿美元)



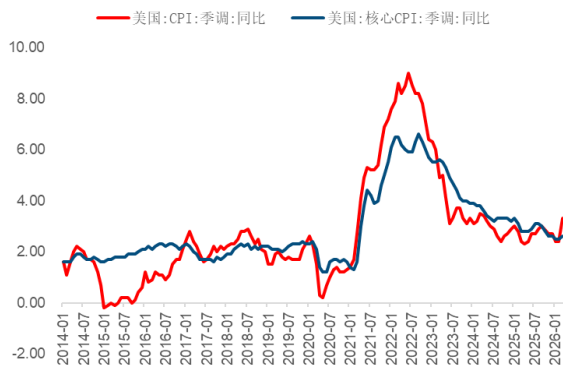
数据来源: Wind, 中信建投证券

2026 年黄金价格中枢有望维持上行趋势

2026 年初黄金演绎“先飙升、后暴跌”的极端行情。在美联储降息预期升温、美元信用担忧与央行购金持续、地缘风险抬升的背景下，2026 年 1 月金价快速拉升，1 月 30 日现货金价逼近 5600 美元/盎司后大幅回落。下跌导火索主要系沃什获提名为美联储主席令市场预期美元走强及实际利率上行，导致黄金的避险情绪和宏观对冲动力减弱，金价自高位迅速调整。同时前期价格的极端斜率上涨与交易拥挤累积了超买与获利了结压力，推动金价高位回落，随后逐步反弹至 5400 美元/盎司。3 月中下旬，因中东局势变化导致油价上涨进而影响降息预期、部分央行抛售以及投机资金撤出等原因，金价一度触及 4100 美元/盎司关口。

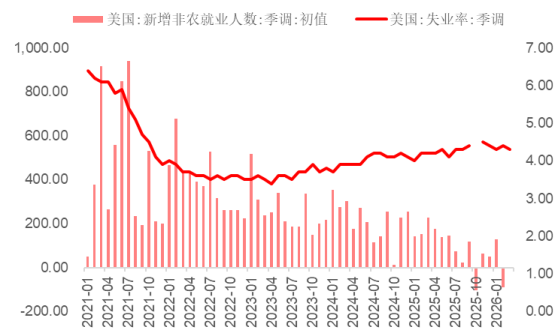
短期波动不改长期向上趋势，2026 年黄金市场在多重结构性力量支撑下，预计价格中枢仍维持上行趋势。一方面，2026 年美联储降息周期延续预期与美元信用边际弱化，持续压低持有黄金的机会成本并提升其货币对冲价值；另一方面，2025 年全球央行净购金 863 吨，且新兴市场央行黄金占比仍显著低于发达经济体，增配空间充足，2026 年全球央行基于去美元化逻辑的战略性购金需求依然强劲。同时 ETF 及私人投资等资金面边际增量持续，而矿供应增长乏力与成本高企则从基本面强化了价格的向上弹性。此外，地缘政治冲突与政策不确定性常态化，将持续为黄金注入显著的避险溢价。因此，在货币属性、投资需求、供给约束与避险情绪四重驱动共振下，黄金价格中枢有望维持上行趋势。

图 32: 美国 CPI 数据



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 33: 美国新增非农就业人数及失业率



数据来源: Wind, 中信建投证券

铜钴板块：从加工到自有矿山，矿石自给率将大幅提高

卡隆威：采冶一体化，勘探可持续

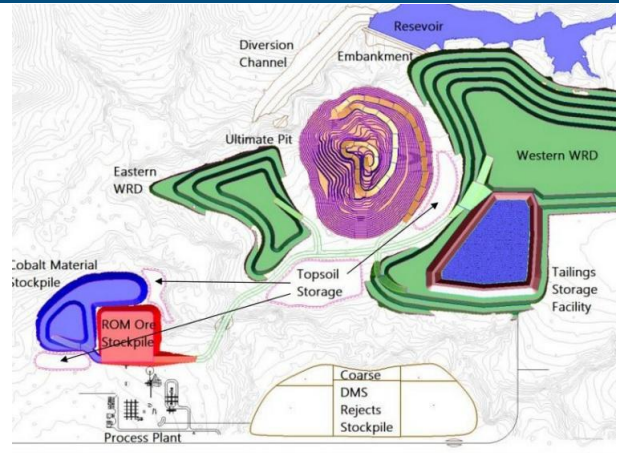
卡隆威是公司位于刚果（金）的铜钴采冶一体化项目。公司自 2020 年完成卡隆威的收购并积极推进该项目建设，项目于 2023 年投产并于当年三季度完成扩产，目前年产能为 50000 吨阴极铜、6000 吨粗制氢氧化钴（金属量）。卡隆威矿山为露天开采，矿石品位较高，开采难度低，成本低，安全性好。

图 34:项目位于刚果（金）卢阿拉巴省



数据来源：Nzuri Copper，中信建投证券

图 35: 项目采用 DMS 和 SX-EW 处理方法



数据来源：Nzuri Copper，中信建投证券

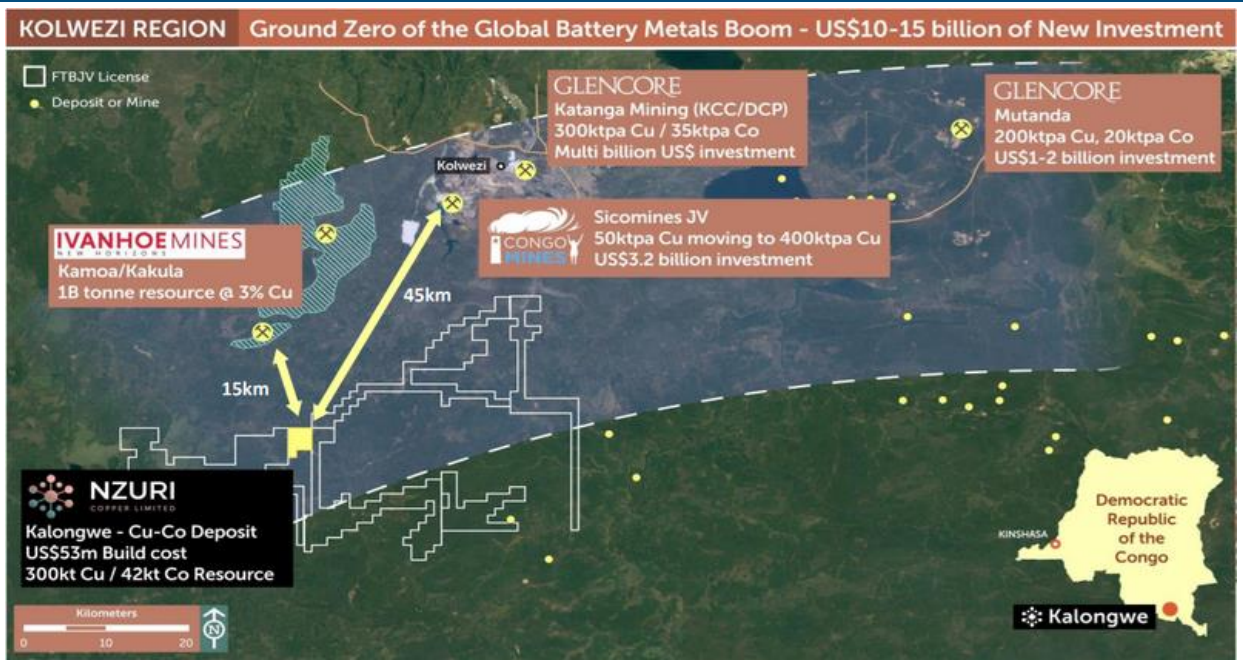
卡隆威矿山增储潜力较大。卡隆威矿山位于刚果（金）-赞比亚巨型铜成矿带的西缘，该矿带内已发现数个世界级高品位铜钴矿床，如卡莫阿-卡库拉铜矿、科卢韦齐铜矿等，历史勘探发现较好矿化信息。截至 2025 年报，该矿山铜储量 16.11 万金属吨（平均品位为 2.70%），钴储量 2.29 万金属吨（平均品位为 0.62%）。矿山年处理矿石量为 210 万吨，采矿证有效期至 2045 年 10 月 22 日。2024 年度，卡隆威铜钴采冶一体化项目新建浮选厂工作推进顺利，充分利用自有矿山采出的铜矿，增加了冶炼厂对不同种类铜矿的处理能力，提质增效，自产铜已实现年产量 5.65 万金属吨。2025 年上半年，受刚果（金）雨季降水量不足影响电力供应，矿产铜产量 2.33 万金属吨；公司积极在卡隆威项目矿区以及 FTB 潜力勘探区域开展勘探工作，努力为公司持续发展提供资源保障。

表 10: 卡隆威矿山基本情况（截至 2025 年报）

主要品种	资源量（万吨）	金属量（万吨）	品位%	年处理矿石量	资源剩余可开采年限	许可证/采矿证有效期
铜、钴	718	铜：16.11 钴：2.29	铜：2.70% 钴：0.62%	210	3.42	采矿证有效期至 2045 年 10 月 22 日

资料来源：公司公告，中信建投证券

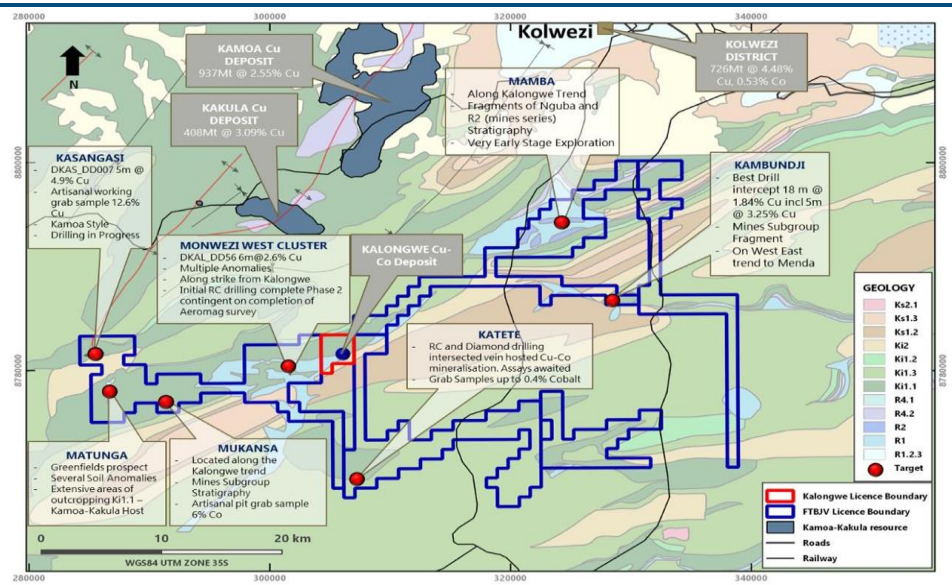
图 36:刚果（金）卡隆威铜钴矿采冶项目



数据来源: Nzuri Copper, 中信建投证券

此外，公司在矿山周边还拥有 FTB 勘探项目，矿区占地面积约 334 平方公里，覆盖卢菲利弧西部地区。FTB 项目原属艾芬豪矿业，2015 年恩祖里与艾芬豪矿业签署谅解备忘录，收购该项目 98% 股份。目前，FTB 项目尚处于勘探初期，主要矿石种类包括铜、钴、铅、锌，该项目探矿前景良好。

图 37:FTB 勘探项目



数据来源: Nzuri Copper, 中信建投证券

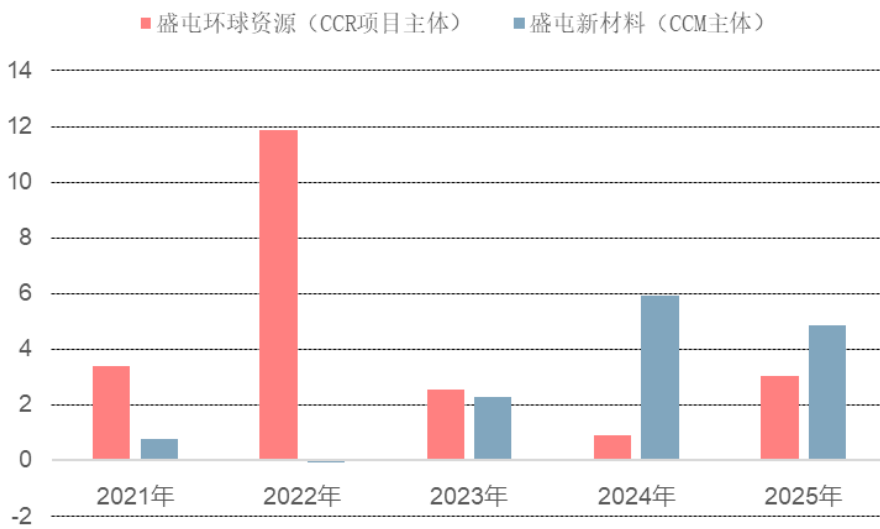
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

CCR&CCM&BMS：铜钴冶炼厂，合计产能阴极铜 18 万吨、钴 1.18 万吨

公司在刚果（金）科卢韦齐地区共布局有三个铜钴初级冶炼厂，即 CCR、CCM 和 BMS。三大项目采购铜钴原矿通过电解工艺冶炼加工成阴极铜对外销售，通过湿法工艺冶炼加工成粗制氢氧化钴，进入盐类加工环节生产出三氧化二钴或氧化钴后，进入消费电池、动力电池、陶瓷、磁性材料等领域。其中 CCR 与 CCM（均持股 100%）合计阴极铜冶炼年产能 6 万吨、粗制氢氧化钴合计约 1.18 万金属吨，目前两者均保持稳定生产运营。

BMS 项目为公司控股企业，公司持股约 45%，项目于 2023 年底投产并进入运营阶段（设计铜冶炼产能为 5 万吨/年）。在 2024 上半年项目达到满产状态后，公司及合作方推进了产能扩建及技改计划，目前已顺利完成二期项目扩建，正式迈入年产铜 12 万金属吨以上规模企业行列，2025 年产量 10.63 万吨。2025 年 7 月 29 日以及 2026 年 4 月 21 日，BMS 与格睿绿能国际签署共两期《光储项目投资及能源管理协议》，格睿绿能国际负责光储电站的设计、建设及全部投资并向 BMS 提供光储发电节能服务。光储电站建成后，BMS 在项目合作运营期限内按合同约定优惠电价将 100% 全部消纳所产生的电能（每期项目预计光伏规模 18MW；储能规模 20MW/20MWh）。两期均为 10 年合作期，每期预计支付电费 4806 万美元。上述收费模式将有效降低 BMS 未来用电成本压力（刚果（金）地区柴油发电的成本远高于光伏用电价格）。

图 38: CCR 及 CCM 净利润情况（亿元）



数据来源：公司公告，中信建投证券

Nkoyi：新收购优质高品位铜钴矿，有望大幅增加公司自有资源量

公司拟以 3 亿美元获得一座位于刚果（金）的特定铜钴矿 30% 采矿权益：2026 年 4 月，公司公告拟以 3 亿美元收购 Nkoyi 50% 的股权，以最终获得 Nkoyi 间接持有的特定铜钴矿采矿权 30% 权益（该铜钴矿当前由 Nkoyi 享有 60% 权益，另外 40% 权益由刚果（金）国家矿业总公司享有）。交易完成后，Nkoyi 成为公司参股子公司，不纳入合并报表范围。后续若矿山进入采选建设阶段，公司与交易对方共同承担建设投资成本。

目标矿山资源优质，铜品位高达 1.66%，储量预计大幅超过国内大型铜矿标准：目标铜钴矿位于刚果（金）卢阿拉巴省科卢韦齐市郊，属中非铜钴矿带核心地带，矿区面积 10.922 平方公里，采矿权证有效期至 2040 年 1

月。根据公司技术专家基于钻孔数据的预估，该矿铜平均品位达 1.66%，伴生钴品位 0.67%，属于高品位铜钴矿床，铜矿资源储量预计大幅超过国内大型铜矿标准，伴生较大规模钴资源，且具备显著增储潜力，未来主要为露天开采。收购完成后，各方将尽快协商并签署具有约束力的协议，推动矿产加工及销售安排，在监管政策、社区关系、基础设施和物流等未造成重大不利影响的前提下，公司预计采选基建期为 18 个月，达产期预计为 24 个月。

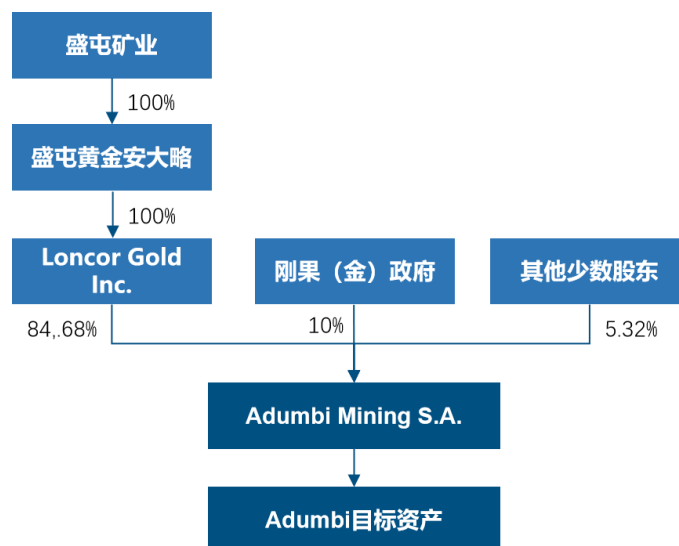
该项目将大幅增加公司铜钴资源保有量，同时与公司现有冶炼体系形成显著协同效应：顺利收购后公司铜钴资源储量将实现跨越式提升，有力推动资源导向战略转型。同时，此次收购矿区北距公司 CCR、CCM 项目冶炼厂仅 20 公里，西南距卡隆威项目冶炼厂 51 公里，运输便利，可以为当地冶炼业务提供长期、稳定的原料保障，有效降低采购成本，强化公司“矿山开采-冶炼加工”一体化产业链布局。

黄金板块：新收购优质大型金矿，后续将成为公司未来重要增长极

Adumbi 项目：新收购优质大型金矿，黄金业务将成为公司未来重要增长极

公司以 13.5 亿元现金收购加拿大 Loncor 公司 100% 股权：2025 年 10 月 14 日，公司公告拟通过在加拿大设立的全资子公司盛屯黄金安大略，以每股 1.38 加元的价格，现金收购加拿大上市公司 Loncor 全部已发行流通股及待稀释股份，从而取得其位于刚果（金）的阿杜姆比（Adumbi）金矿 84.68% 权益。本次交易金额约 2.61 亿加元，约合人民币 13.5 亿元，收购资金来源为公司自有或自筹资金。收购完成后，公司将通过买方持有 Loncor 100% 股权。2026 年 2 月 12 日，公司发布公告，盛屯黄金安大略向目标公司支付收购价款，各方已根据协议约定完成交割，盛屯黄金安大略持有 Loncor 公司 100% 股权，Loncor 公司成为公司全资下属公司，纳入公司合并报表范围。

图 39: Adumbi 项目权益结构（收购完成后）



数据来源：公司公告，中信建投证券

Adumbi 金矿资源禀赋优质，黄金总资源量超 100 金属吨且未来仍有较大增储潜力：Adumbi 金矿位于刚果（金）伊图里省西部，地处恩加尤（Ngayu）太古宙绿岩带内，以条带状铁矿层（BIF）为主要成矿构造，与包括非洲最大金矿 Kibali 在内的数个大型优质金矿同处刚果（金）东北部，具备相似地质特征，成矿背景优越。项目现有控制资源量 188 万盎司（品位 2.08g/t）、推断资源量 209 万盎司（品位 2.89g/t）。根据 2025 年 12 月 Loncor 官方发布的最新地下勘探结果，矿化层在深部持续延伸，LADD032 号钻孔显示在垂直深度超 900 米处仍存 BIF 矿化，项目后续预计还具有较大的扩储潜力。矿体赋存于当地侵蚀基准面以上，水文、工程及环境地质条件均比较简单，浅部矿体（+400m 以上）适宜低成本露天开采，深部矿体适于地下开采。

表 11: Adumbi 项目基本情况（截至 2025 年 10 月公司公告发布）

主要品种	资源量 (万盎司)	品位 (克/吨)	矿权面积 (平方公里)	计划年产能 (万吨)	许可证/采矿证 有效期
黄金	控制: 188 推断: 209	控制: 2.08 推断: 2.89	122	360	采矿证有效期至 2039 年 2 月 22 日

资料来源：公司公告，中信建投证券

图 40: Adumbi 项目地理位置（图中红框处）

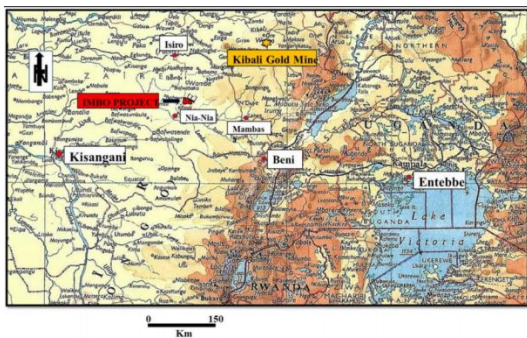
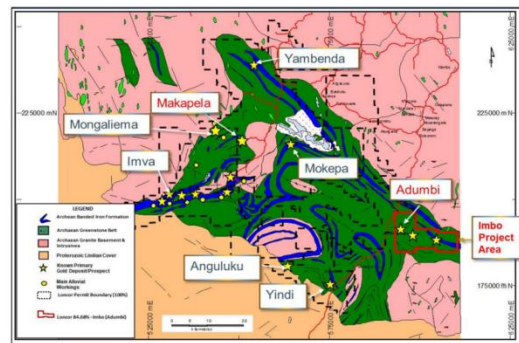


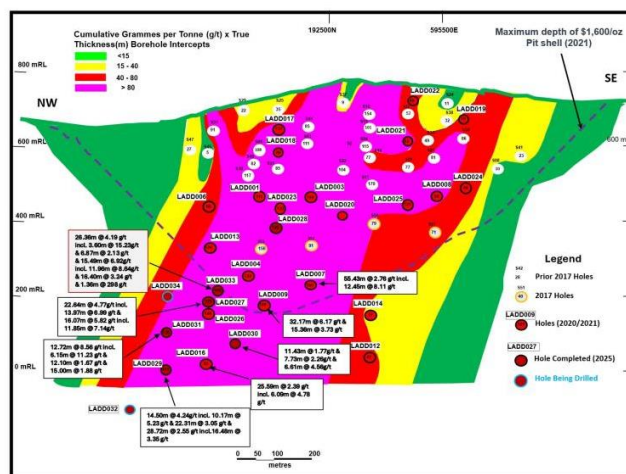
图 41: Adumbi 项目地质图



数据来源：Loncor 公司公告，中信建投证券

数据来源：Loncor 公司公告，中信建投证券

图 42: Adumbi 项目矿床纵向剖面图（图中圆圈为钻孔所在处）



数据来源：Loncor 公司公告，中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

规划黄金年产能有望达到 7 吨以上，黄金业务将成为公司未来重要增长极：根据公司公告，矿区周边预计建设金矿选矿厂，规划生产能力 360 万吨/年。参考 Loncor 在 2021 年针对该项目发布的初步经济评估技术报告（以下简称 PEA 报告）中对入选品位和回收率的估算，项目达产后对应黄金年产能有望达到 7 吨以上，将大幅提升公司黄金业务体量。同时，根据 PEA 报告，受益于较高的矿体品位和回收率，水电混合开发方案下该项目 AISC（全维持成本）约 950 美元/盎司，显著低于行业平均水平，按彼时 1600 美元/盎司金价、5% 折现率计税后 NPV 达 6.24 亿美元，项目经济性突出。收购完成后，公司将借助在刚果（金）多年矿产开发和运营经验，统筹推进项目建设工作，达产后公司黄金产能将实现跨越式增长，黄金业务有望成为公司未来重要增长极。

表 12: Loncor 于 2021 年对 Adumbi 项目进行的经济性测算情况

	混合能源动力方案 (税前)	混合能源动力方案 (税后)	纯柴油动力方案 (税前)	纯柴油动力方案 (税后)
全生命周期处理矿石量(千吨)	49771	49771	49771	49771
入选原矿品位(克/吨)	2.17	2.17	2.17	2.17
服务年限(年)	10.3	10.3	10.3	10.3
回收率(%)	89.8	89.8	89.8	89.8
黄金产量(千盎司)	3119	3119	3119	3119
黄金价格(美元/盎司)	1600	1600	1600	1600
营业收入(百万美元)	4990	4990	4990	4990
现场运营成本(美元/盎司)	793	793	849	849
全部现金成本(美元/盎司)	852	852	908	908
全部维持成本(美元/盎司)	950	950	1040	1040
折现率(%)	5	5	5	5
净现值(百万美元)	895	624	843	600
内部收益率(%)	25.2	20.7	30.3	25.2
投资回收期(年)	4.16	4.98	3.16	4.06

资料来源：Loncor 公司公告，中信建投证券

贵州华金矿业：黄金储量 16.86 吨，年处理矿石量 42 万吨

公司在国内还拥有贵州华金矿业，其黄金储量 16.86 吨，年处理矿石量 42 万吨，2025 年黄金销量 320.75kg，实现营收 2.44 亿元，目前正推进产量提升工作。

表 13: 华金矿业基本情况（万吨，%，年）

矿山名称	资源量	储量	品位	年处理矿石量	资源剩余可开 采年限	许可证/采矿权有效期
丫他	364.39	12,240.68Kg	3.36g/t	25	11.8	2026 年 11 月 11 日
板其	57.62	2,156.02Kg	3.74g/t	12	4.1	2028 年 3 月 1 日
丁马沟	97.68	2,467Kg	2.55g/t	5	15.8	2027 年 3 月 27 日

资料来源：公司公告，中信建投证券

图 43: 贵州华金矿业



数据来源：公司官网，中信建投证券

镍板块：专注火法，布局富氧侧吹

公司在镍板块的布局主要包括友山镍业与中合镍业：

友山镍业：持股 65%，年产能 3.4 万金属吨镍产品：公司于 2019 年投资约 1.45 亿美元参与印尼镍冶炼厂建设，投建年产 3.4 万吨镍金属量高冰镍项目。该投资通过对项目公司友山镍业进行间接增资，从而获得约 35.75% 股权。项目位于印尼北马鲁古省纬达贝工业园，以红土镍矿为原料，通过 RKEF 工艺加工成镍铁或低冰镍，镍铁供应至不锈钢领域，低冰镍在下游冶炼厂吹炼成高冰镍后进入动力电池领域，目前维持稳定生产经营。2024 年公司以 1.63 亿美元收购友山镍业 29.25% 股权，**持股比例提升至 65%**。2025 年，镍价在供需过剩格局下整体震荡下行，友山镍业实现营业收入 29.6 亿元，净利润-124 万元。

中合镍业：年产能 0.8 万金属吨。公司于 2022 年以 1.91 亿元收购中合镍业 100% 股权，拓展镍产业链布局。中合镍业具备多年镍冶炼经验，以硫化镍精矿及低冰镍等为原料，通过侧吹熔炼生产高冰镍，提供给下游的镍精炼和动力电池。

预计伴随印尼下调镍矿采矿配额以调控供给，镍供需将逐步改善，镍价中枢有望企稳回升，公司盈利有望修复；此外，公司将继续在镍板块的矿山资源端、冶炼端寻求进一步发展的机会。

图 44: 公司镍产品产销量及单位售价/成本/毛利情况

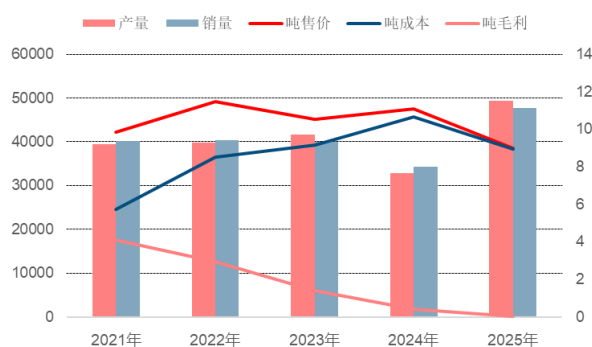
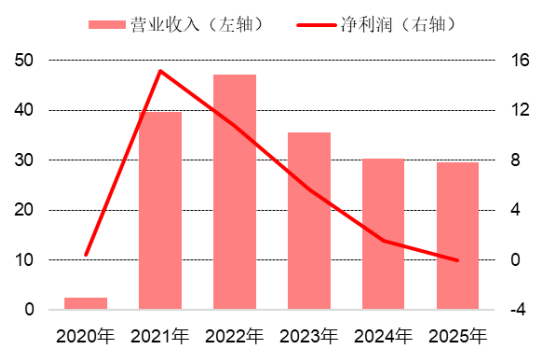


图 45: 友山镍业营收及净利润情况 (亿元)



数据来源：公司公告，中信建投证券；注：产销量单位为金属吨（左轴），单位售价/成本/毛利单位为万元/吨（右轴）

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

其他板块

锌板块：冶炼加工利润或触底回升

2019年公司非公开发行股票募集8.16亿元，其中5.2亿元作为收购四环锌锗的部分资金，其余非公开发行股份方式进行支付。最终收购了四环锌锗97.22%的股权，四环锌锗由此成为公司的全资子公司，后改名盛屯锌锗。盛屯锌锗目前年产能为30万吨锌锭、40吨高纯二氧化锗，2025年其实现满负荷生产并综合回收锗、银、铜、铟、金等有色金属，其中锗产品产量较上年同期增长37.18%，铟金属综合回收产业化取得阶段性成功。此外，公司所处四川雅安市当地水电资源丰富，周边所需生产矿料充足，具备成本优势。2025全年锌精矿加工费呈现先升后降、整体波动较大的走势，2026年以来，伴随中东局势升级，硫酸价格上涨，公司冶炼加工利润或触底回升。

图 46: 公司锌产品产销量及单位售价/成本/毛利情况

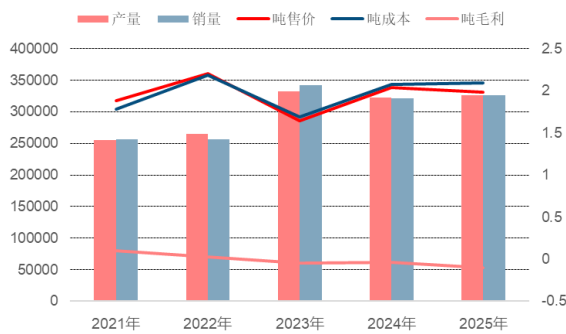


图 47: 四川盛屯锌锗



数据来源：公司公告，中信建投证券；注：产销量单位为金属吨（左轴），单位售价/成本/毛利单位为万元/吨（右轴）

表 14: 自有铅锌矿基本情况（万吨，%，年）

矿山名称	资源量	储量	品位	年处理矿石量	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
保山恒源鑫茂：李家寨	1,169.6	铅：31.2058 锌：33.9321	铅：2.67% 锌：2.90%	49.5	19.61	2034年9月24日
保山恒源鑫茂：赵寨	27.38	铅：0.53 锌：1.24	铅：1.95% 锌：4.51%	3	8.43	2030年12月21日
埃玛矿业	631.93	铅：13.93 锌：37.17	铅：1.37% 锌：3.85%	30	18.44	2044年2月2日

资料来源：公司公告，中信建投证券；注：保山恒源鑫茂2025年9月取得省发改委采矿工程项目核准批复

镍钴新材料及深加工板块

在上控资源及初级冶炼的基础上（如印尼镍铁/低冰镍、刚果（金）粗制氢氧化钴、国内中合镍业高冰镍），公司向下游拓展镍盐（贵州项目）/钴盐（科立鑫），形成上下游产业链协同优势；

科立鑫：深加工及材料板块核心业务，以消费电子前驱体三氧化二钴为主要产品。公司于 2018 年以总对价约 12 亿元收购了科立鑫，其以粗制氢氧化钴为主要原料，核心产品为消费电子前驱体（三氧化二钴），年产能 5000 金属吨。

贵州新材料项目：2021 年 9 月，公司宣布在贵州省黔南州福泉市投资建设年产 30 万吨电池级硫酸镍、30 万吨电池级磷酸铁及 1 万金属吨电池级钴产品新能源材料项目，总投资金额约 62 亿元。一期项目 15 万吨硫酸镍产线于 2023 年末投料试生产，截至 2025 年 12 月底，贵州一期项目完成产能爬坡，实现满负荷生产，贵州二期项目建设积极推进。

国内矿山板块

除华金矿业（金矿）、埃玛矿业（铅锌矿）、保山恒源鑫茂（铅锌矿）之外，公司在国内还拥有银鑫矿业、鑫盛矿业、风驰矿业、大理三鑫等铜矿项目；目前公司正努力推进国内矿山权证的办理，保证建设有序进行。

表 15:自有铜多金属矿基本情况（万吨，%，年）

矿山名称	资源量	储量	品位	年处理矿石量	资源剩余可开 采年限	许可证/采矿权有效期
银鑫矿业（铜、钨、锡）	2240.2	铜：14.71	铜：0.66%	72	22.3	2042 年 12 月 13 日
		锡：2.85	锡：0.144%			
		钨：3.22	钨：0.127%			
鑫盛矿业（铜）	328.35	1.6142	铜：0.49%	16	12	2031 年 3 月 16 日
风驰矿业（锡、铜）	64.8	锡：0.2488	锡：0.38%	6	10	2030 年 8 月 5 日
		铜：0.3367	铜：0.52%			
大理三鑫（铜）	262.17	5.7487	铜：2.19%	16.5	14	2028 年 7 月 25 日

资料来源：公司公告，中信建投证券

盈利预测

我们预计 2026-2028 年公司铜销量分别为 23/23/23 万吨，铜价格分别为 10/10.5/11 万元/吨，预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 367 亿元、404 亿元和 435 亿元，归母净利分别为 36.50 亿元、52.61 亿元和 68.75 亿元。

表 16：公司主营业绩预测简表（百万元）

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
铜产品	收入	10485	14071	19336	20303	21270
	成本	6791	10007	12569	12588	12337
	毛利	3694	4064	6768	7715	8933
其他	收入	15246	15932	17351	20076	22242
	成本	13922	14258	15333	16552	17350
	毛利	1324	1674	2017	3524	4892
营业收入		25730	30003	36687	40379	43512
营业成本		20713	24265	27902	29140	29687
归母净利润		2005	1961	3650	5261	6875

数据来源：公司公告，中信建投

投资评价和建议

预计公司 2026-2028 年归母净利分别为 36.50 亿元、52.61 亿元和 68.75 亿元，对应当前股价 PE 分别为 12.34、8.56 和 6.55 倍，考虑到公司在铜、黄金行业地位和较高的成长性，给予公司“买入”评级。

风险分析

1、铜、钴、镍、黄金等金属价格波动的风险；铜、钴、镍、黄金等金属品种的价格波动及供需关系变化将对公司的盈利能力产生重要影响。

2、海外经营的风险；近年来公司在海外布局的项目逐步落地并持续经营，随着海外拓展的步伐不断加快，公司可能面临由于文化差异、法律体系差异、劳资矛盾、沟通障碍以及海外业务管理等因素带来的风险。

3、项目建设进度及收并购不及预期的风险。

4、原材料价格上升风险。

5、铜产量不及预期的风险；公司在刚果（金）铜冶炼厂采用 SX-EW 方法，原材料包含硫酸，可能面临中东硫磺断供风险。

6、盈利预测不及预期风险；我们预计公司 2026-2028 年归母净利分别为 36.50 亿元、52.61 亿元和 68.75 亿元，我们作出此盈利预测主要是基于（1）对黄金、铜价的持续看好；（2）公司黄金、铜矿产量如期增长。若铜价较我们假设值下降 1 万元/吨，或将造成 2026 年公司毛利较我们预测下降 5 亿元。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	17,476.42	22,456.39	21,909.77	29,892.86	39,310.37
现金	5,571.38	8,061.96	4,975.97	11,880.04	20,569.35
应收票据及应收账款合计	1,054.07	1,432.73	1,966.13	2,163.99	2,331.88
其他应收款	302.64	283.38	476.64	524.60	565.30
预付账款	1,057.66	1,188.98	1,464.86	1,612.27	1,737.35
存货	7,892.21	10,215.50	10,364.84	10,824.85	11,027.83
其他流动资产	1,598.46	1,273.84	2,661.34	2,887.11	3,078.67
非流动资产	20,052.09	20,657.52	16,917.74	13,121.97	9,357.65
长期投资	414.32	301.26	258.15	215.04	171.93
固定资产	12,185.73	11,962.76	9,579.40	7,140.07	4,644.75
无形资产	3,679.09	3,535.16	2,673.91	1,812.67	951.42
其他非流动资产	3,772.95	4,858.34	4,406.27	3,954.20	3,589.55
资产总计	37,528.51	43,113.91	38,827.51	43,014.83	48,668.03
流动负债	15,812.98	18,675.49	12,136.01	12,715.02	13,016.78
短期借款	6,601.38	8,465.77	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	3,696.07	4,494.46	5,480.23	5,723.45	5,830.77
其他流动负债	5,515.53	5,715.26	6,655.78	6,991.57	7,186.00
非流动负债	4,817.20	6,692.65	4,996.16	3,438.01	2,038.22
长期借款	2,906.01	4,739.88	3,043.39	1,485.24	85.45
其他非流动负债	1,911.19	1,952.77	1,952.77	1,952.77	1,952.77
负债合计	20,630.18	25,368.15	17,132.17	16,153.04	15,055.00
少数股东权益	1,424.66	1,265.22	2,294.73	3,778.57	5,717.57
股本	3,090.61	3,090.61	3,090.61	3,090.61	3,090.61
资本公积	8,681.91	8,681.91	8,681.91	8,681.91	8,681.91
留存收益	3,701.15	4,708.03	7,628.09	11,310.71	16,122.95
归属母公司股东权益	15,473.67	16,480.55	19,400.61	23,083.23	27,895.47
负债和股东权益	37,528.51	43,113.91	38,827.51	43,014.83	48,668.03

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,777.22	2,605.06	8,206.88	10,171.34	12,183.33
净利润	2,262.73	1,981.00	4,679.59	6,744.72	8,813.62
折旧摊销	1,514.05	1,607.23	3,696.67	3,752.65	3,721.21
财务费用	547.70	717.41	350.06	80.32	-18.70
投资损失	25.51	266.32	112.86	112.86	112.86
营运资金变动	-1,880.98	-2,597.93	-613.10	-500.00	-426.45
其他经营现金流	308.21	631.02	-19.21	-19.21	-19.21
投资活动现金流	-1,440.25	-2,909.84	-50.54	-50.54	-50.54
资本支出	1,485.71	2,121.20	0.00	0.00	0.00
长期投资	-102.28	-731.84	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,823.68	-4,299.19	-50.54	-50.54	-50.54
筹资活动现金流	-1,723.38	1,380.36	-11,242.34	-3,216.73	-3,443.48
短期借款	-274.66	1,864.39	-8,465.77	0.00	0.00
长期借款	-1,229.68	1,833.87	-1,696.49	-1,558.15	-1,399.79
其他筹资现金流	-219.04	-2,317.89	-1,080.08	-1,658.58	-2,043.69
现金净增加额	-369.22	1,038.07	-3,086.00	6,904.07	8,689.31

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	25,730.46	30,002.68	36,686.92	40,378.88	43,511.52
营业成本	20,712.73	24,264.97	27,901.79	29,140.12	29,686.54
营业税金及附加	784.71	859.54	1,100.61	1,211.37	1,305.35
销售费用	32.89	35.49	44.02	48.45	52.21
管理费用	902.28	985.17	1,284.04	1,413.26	1,522.90
研发费用	54.14	52.76	73.37	80.76	87.02
财务费用	547.70	717.41	350.06	80.32	-18.70
资产减值损失	-314.63	-157.84	-183.43	-201.89	-217.56
信用减值损失	-112.88	-90.08	-110.06	-121.14	-130.53
其他收益	40.67	34.71	34.33	34.33	34.33
公允价值变动收益	184.75	-249.58	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-25.51	-266.32	-112.86	-112.86	-112.86
资产处置收益	0.41	8.18	2.88	2.88	2.88
营业利润	2,468.82	2,366.41	5,563.88	8,005.92	10,452.44
营业外收入	4.31	4.91	4.33	4.33	4.33
营业外支出	47.95	28.76	34.51	34.51	34.51
利润总额	2,425.18	2,342.56	5,533.70	7,975.74	10,422.26
所得税	162.45	361.57	854.11	1,231.03	1,608.64
净利润	2,262.73	1,981.00	4,679.59	6,744.72	8,813.62
少数股东损益	257.33	19.58	1,029.51	1,483.84	1,939.00
归属母公司净利润	2,005.39	1,961.42	3,650.08	5,260.88	6,874.63
EBITDA	4,486.93	4,667.21	9,580.43	11,808.72	14,124.78
EPS (元)	0.65	0.63	1.18	1.70	2.22

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	5.21	16.60	22.28	10.06	7.76
营业利润(%)	294.25	-4.15	135.12	43.89	30.56
归属于母公司净利润(%)	657.63	-2.19	86.09	44.13	30.67
获利能力					
毛利率(%)	19.50	19.12	23.95	27.83	31.77
净利率(%)	7.79	6.54	9.95	13.03	15.80
ROE(%)	12.96	11.90	18.81	22.79	24.64
ROIC(%)	10.92	13.81	19.53	29.53	43.61
偿债能力					
资产负债率(%)	54.97	58.84	44.12	37.55	30.93
净负债比率(%)	23.29	28.99	-8.91	-38.70	-60.94
流动比率	1.11	1.20	1.81	2.35	3.02
速动比率	0.46	0.55	0.65	1.18	1.83
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.70	0.94	0.94	0.89
应收账款周转率	31.15	24.85	22.07	22.07	22.07
应付账款周转率	7.58	7.74	7.72	7.72	7.72
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.63	1.18	1.70	2.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.84	2.66	3.29	3.94
每股净资产(最新摊薄)	5.01	5.33	6.28	7.47	9.03
估值比率					
P/E	22.45	22.96	12.34	8.56	6.55
P/B	2.91	2.73	2.32	1.95	1.61
EV/EBITDA	5.03	12.00	5.09	3.57	2.43

分析师介绍

王介超

金属新材料首席分析师，中南大学硕士，高级工程师，一级建造师，咨询师，曾主编 GB/T18916.31，拥有《一种利用红土镍矿生产含镍铁水的方法》等多项专利，擅长金属新材料及建筑材料产业研究，上榜新财富最佳分析师，新浪财经金麒麟钢铁有色最佳分析师，wind 金牌分析师，水晶球钢铁行业第二名，上证报材料行业最佳分析师等。

覃静

金属新材料联席首席分析师，中南大学有色冶金硕士，2010-2022 年从事大宗商品期货研究和策略，曾获“上期所优秀产业服务团队”、“上期所优秀分析师”。2022 年加入中信建投证券研究发展部金属新材料团队，负责工业金属行业研究，擅长价格判断和标的挖掘，上榜新财富最佳分析师，新浪财经金麒麟钢铁有色最佳分析师，wind 金牌分析师，水晶球钢铁行业第二名，上证报材料行业最佳分析师等。

邵三才

金属和金属新材料行业分析师，上海财经大学投资学学士/硕士，2022 年加入中信建投证券研究发展部，2023/2024 年新财富上榜团队成员，2023/2024 年金麒麟上榜团队成员，2023/2024 年上海证券报最佳分析师上榜团队成员，2024 年水晶球上榜团队成员，2023/2024 年 Wind “金牌分析师” 上榜团队成员，2024 年 21 世纪金牌分析师上榜团队成员。

汪明宇

金属和金属新材料行业分析师，清华大学金融硕士，覆盖黑色产业链上下游，2024 年新财富、水晶球、金麒麟奖团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk