下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 06 月 24 日

有色金属行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

金属材料组
分析师：吴晋恺（执业 S1130526010001） 分析师：王钦扬（执业 S1130523120001）
wujinkai@gjzq.com.cn wangqinyang@gjzq.com.cn

钽：AI 敞口最大、上涨斜率最陡

投资逻辑

钽：半导体、空天关键元素。

钽金属具有质地坚硬、熔点高、韧性好、耐腐蚀能力强及表面氧化膜介电常数大的特性。广泛应用于电子元器件、半导体材料、高温合金、硬质合金、化工防腐材料及核工业等领域。

钽供给：非洲主导供给，脆弱性持续凸显。

①储量：全球资源分布分散，储量统计透明度较低；国内钽资源分布广泛，但整体品位禀赋较低，原料长期依赖进口补充。②产量：全球钽供给重心由澳大利亚转向非洲。据 USGS，2025 年全球钽产量约 2500 金属吨，与 2024 年持平，2018-2025 年全球钽产量 CAGR 约 4.1%；刚果金/卢旺达/尼日利亚贡献全球产量的 52.3%/16.1%/15.7%，合计占 84.1%。③核心产区扰动加剧，非洲供给脆弱性凸显。刚果金东部北基伍省 Rubaya 矿区占全球钽供应 15%，2026 年 1 月发生大规模塌方事故并全面停止采矿作业，2026 年 3 月因强降雨引发塌方。钽供给向非洲地区集中的背景下，地缘政治、安全生产及供应链合规风险已成为影响全球钽供应稳定性的重要因素。

钽需求：AI 敞口大，景气度高。

2024 年全球钽消费达 2500 吨，中国/美国/其他国家占全球消费量的 39.8%/18.8%/41.4%，中国为全球最大的钽消费市场；2020-2024 年全球钽消费量 CAGR 达 14.0%；中国市场消费量 CAGR 约 12.1%。分应用形态，2024 年钽下游需求中钽电容/高温合金/半导体芯片制造/钽化学品占比为 33%/19%/17%/14%。**①钽电容：**AI 基建提速，钽电容需求高增。AI 服务器电源设计中，聚合物钽电容与 MLCC 形成互补关系。钽电容行业开启涨价周期；随着全球算力基础设施建设持续推进，聚合物钽电容在高功率、高可靠性电源系统中的应用有望进一步提升。**②钽靶材：**先进制程核心材料，AI 芯片升级驱动需求增长。据东方钽业，28nm 以下先进制程逐步由铜靶和钽靶主导。半导体制造向更高精度与更复杂互连结构演进过程中，钽靶渗透度有望持续提升。**③高温合金：**AI 电力需求高增，燃气轮机景气拉动钽需求。据中国能源网，2025 年全球燃机市场供需缺口约 30-40GW，景气度持续上行。

钽价：上涨斜率或最陡。

除 2010 年前后主要由矿山关闭导致的供给收缩驱动外，历史其余几轮涨价行情均与新兴技术发展带来的需求爆发密切相关，钽具有较高价格弹性。2026 年 2 月以来钽价快速上涨，主要受刚果金产区供应扰动及原料供应偏紧驱动，而 AI 产业链带来的钽需求增量尚未充分兑现。且钽在下游成本占比并不高、用途关键而容忍度较高，备库强度普遍不大，因此在缺口较大的情况下，钽价上涨斜率或远超过铜、钨、锡等其他金属材料。

相关标的梳理：资源与加工均为布局方向。

在供给刚性约束与需求扩张共振下，钽行业高景气周期有望延续，具备资源保障及高端产品布局优势的企业有望充分受益。相关标的：东方钽业（钽铌龙头，集团资源赋能空间大）；国泰集团（迈入钽铌第二曲线）；稀美资源（港股稀缺钽铌资产，扩产进入快车道）；新金路（钽锡钨新贵，AI 金属资源龙头）；江钨装备（国企改革典范，优质钨钽铌资产陆续注入中）。

风险提示

AI 产业发展不及预期；非洲钽矿供应恢复超预期；技术替代风险；项目建设及产能释放不及预期。

内容目录

一、钽：半导体、空天关键元素 4
二、钽供给：非洲主导供给，脆弱性持续凸显 5
2.1 供给总论：供给高度依赖非洲 5
2.2 主要矿山：主产区非洲矿山透明度偏弱 6
2.3 核心产区扰动加剧，供给脆弱性凸显 7
三、钽需求：AI 敞口大，景气度高 7
3.1 需求总论：AI 与航天需求共振，高景气度延续 7
3.2 钽电容：AI 基建提速，需求迎爆发期 7
3.3 钽靶材：连接材料基石，受益先进制程渗透率上行 9
3.4 高温合金：让高温表现更高、受益 AI 缺电下燃气轮机景气上行 10
四、钽价：上涨斜率或最陡 11
4.1 复盘历史，钽价均有极高斜率时刻 11
4.2 展望未来，钽价上涨斜率或为各类金属之最 12
五、相关标的梳理：资源与加工均为布局方向 12
5.1 东方钽业：钽铌龙头，集团资源赋能空间大 13
5.2 国泰集团：迈入钽铌第二曲线 15
5.3 稀美资源：港股稀缺钽铌资产，扩产进入快车道 16
5.4 新金路：钽锡钨新贵，AI 金属资源龙头 17
5.5 江钨装备：国企改革典范，优质钨钽铌资产陆续注入中 18
风险提示 19

图表目录

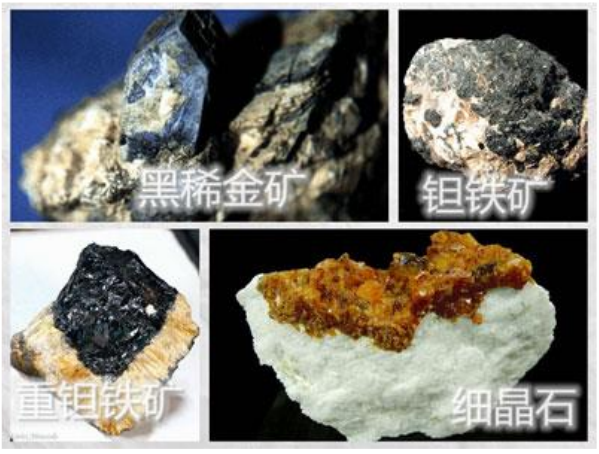
图表 1： 部分具有工业价值的钽矿物 4
图表 2： 钽产业链全景图 4
图表 3： 全球各国钽储量占比（截至 2025 年 1 月） 5
图表 4： 我国钽矿床及钽成矿带分布图 5
图表 5： 近年全球钽供给主要来自于非洲国家（金属吨） 6
图表 6： 全球主要钽矿山和钽矿项目情况 6
图表 7： 中国是全球最大钽消费国（金属吨，2024 年） 7
图表 8： 全球钽下游消费结构（2024 年） 7
图表 9： 钽电容结构示意图 8
图表 10： 三类钽电容特点比较 8

图表 11： 各类电容器优缺点及应用范围比较 8
图表 12： 低频条件下聚合物钽电容具有更低的 ESR 9
图表 13： 2025Q2 以来全球钽电容厂商持续提价 9
图表 14： 金属靶材溅射沉积形成芯片互连结构的原理图 10
图表 15： 半导体芯片行业用主要金属溅射靶材简介 10
图表 16： 单晶高温合金换代伴随钽添加量小幅提升 11
图表 17： 2008 年前钽铁矿经历两轮大涨行情 12
图表 18： 2026 年 2 月钽铁矿价格受刚果金矿区扰动大幅上行 12
图表 19： 2026 年 2 月中游钽产品价格跟涨 12
图表 20： 钽相关标的盈利预测与估值（截至 2026 年 6 月 24 日） 13
图表 21： 公司营收加速增长 13
图表 22： 公司营收规模扩张驱动净利润增长 13
图表 23： 钽铌业务是公司主要营收来源（2025 年） 14
图表 24： 钽铌业务是公司主要毛利来源（2025 年） 14
图表 25： 2024-2025 年公司钽铌产品产量快速爬坡 14
图表 26： 民爆业务承压拖累整体营收 15
图表 27： 民爆业务降本、军工新材料放量带动利润修复 15
图表 28： 民爆业务及钽铌氧化物为营收主要来源 15
图表 29： 钽铌氧化物毛利贡献相对较低 15
图表 30： 2025 年公司钽铌氧化物产品产量上行 16
图表 31： 产能释放与产品结构优化带动营收稳增 16
图表 32： 产能释放与产品结构优化带动归母净利润扩张 16
图表 33： 2025 年公司钽铌金属及制品业务收入占比提升 17
图表 34： 2025 年公司营收下行，亏损走扩 17
图表 35： 公司树脂、碱产品产量均下滑 17
图表 36： 产品结构调整拖累金环磁选 2025 年业绩表现 18
图表 37： 江硬、华茂、九冶公司 2025 年营收及净利润 19

一、钽：半导体、空天关键元素

钽是半导体、军工等高端制造领域的关键稀有金属材料。钽的熔点高达 2980℃，是仅次于钨和铼的第三难熔金属，同时兼具蒸汽压低、冷加工性能好、化学稳定性高、抗液态金属腐蚀能力强等特性，且其表面氧化膜具有较高介电常数，使其在半导体和电子工业领域具备独特应用价值。因此，钽广泛应用于电子元器件、半导体材料、高温合金、硬质合金、化工防腐材料及核工业等领域，是现代高端制造和前沿科技产业的重要基础材料。钽在地壳中的丰度仅为 2ppm，自然界中与化学性质相近的铌伴生，但作为钽矿物（即 Ta/Nb≥1）形态存在的情况较少见；主要存在于钽铁矿、铌铁矿、钶钽铁矿中，以及以伴生于锂矿、锡矿中的形态存在。

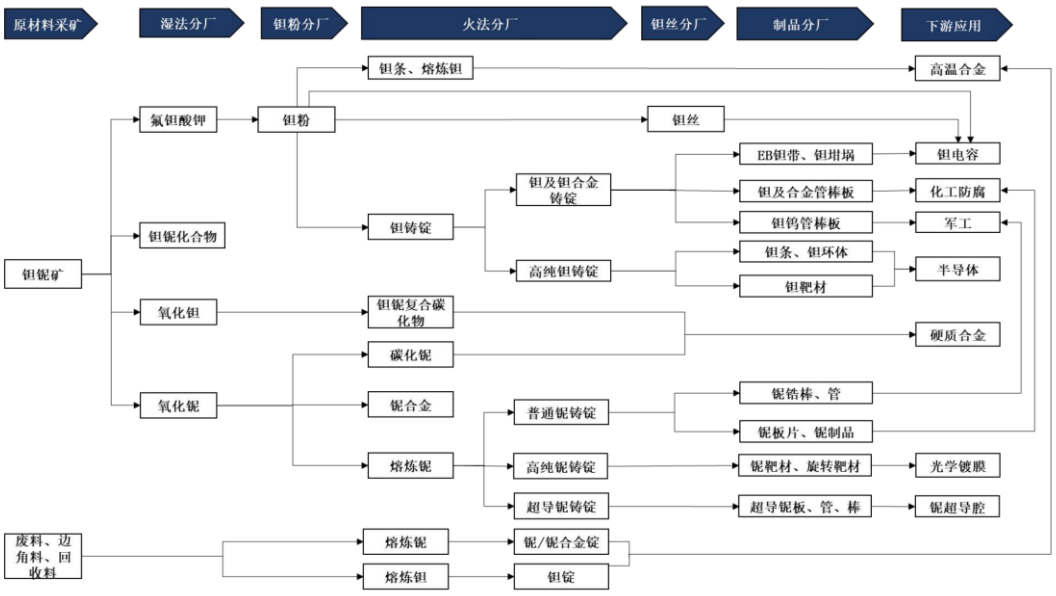
图表1：部分具有工业价值的钽矿物



来源：亚洲金属网，国金证券研究所

钽产业链主要包括资源开采、冶炼分离、金属加工及终端应用等环节，其中冶炼分离环节以湿法工艺为主，金属加工环节主要采用还原、烧结、熔炼等火法工艺。上游资源端经选矿形成钽精矿后，通过氢氟酸分解、溶剂萃取的湿法工艺实现钽精矿中的钽铌分离，形成氟钽酸钾和氧化钽等产品。其中，氟钽酸钾则是生产钽粉的中间品，而氧化钽则可进一步用于制备高纯钽金属、碳化钽及钽铌碳化物等产品。在火法加工环节，氟钽酸钾经钠还原工艺可制得钽粉；钽粉经压制、烧结等工艺可用于生产钽电容阳极材料，或经电子束熔炼制备钽锭后，进一步加工成钽板、钽丝及钽靶材等钽制品。氧化钽则可用于生产钽铌碳化物，最终应用于硬质合金等领域。

图表2：钽产业链全景图



来源：东方钽业 2025 年定增募集说明书，国金证券研究所

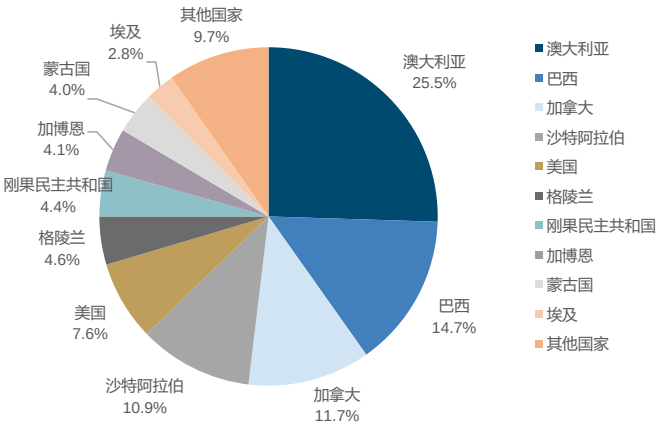
二、钽供给：非洲主导供给，脆弱性持续凸显

2.1 供给总论：供给高度依赖非洲

资源分布分散，储量统计透明度较低。由于非洲手工开采矿区资源勘察与统计不足，同时钽广泛以锂矿、锡矿伴生形式存在，能较好反映全球储量的统计数据尚未形成。据 USGS，钽资源储量主要分布于澳大利亚、巴西、加拿大和中国等国家，2025 年中国/澳大利亚/巴西钽储量分别约为 24/12/4 万金属吨。澳大利亚钽资源以锂辉石与锡矿伴生为主，GreenBushes、Pilgangoora 等典型锂矿通过露天开采与选矿流程回收伴生钽；非洲地区小型残积风化型钽矿数量多但勘查程度差，储量透明度低，以手工开采形式为主；美国已探明钽资源量约 5.5 万金属吨，但多数在 2025 年的钽价下资源经济性有限。根据 S&P Global 统计，截至 2025 年 1 月，澳大利亚/巴西/加拿大/沙特阿拉伯/美国钽储量占全球储量的 25.5%/14.7%/11.7%/10.9%；这一统计可能低估了中国等国家的实际钽储量。

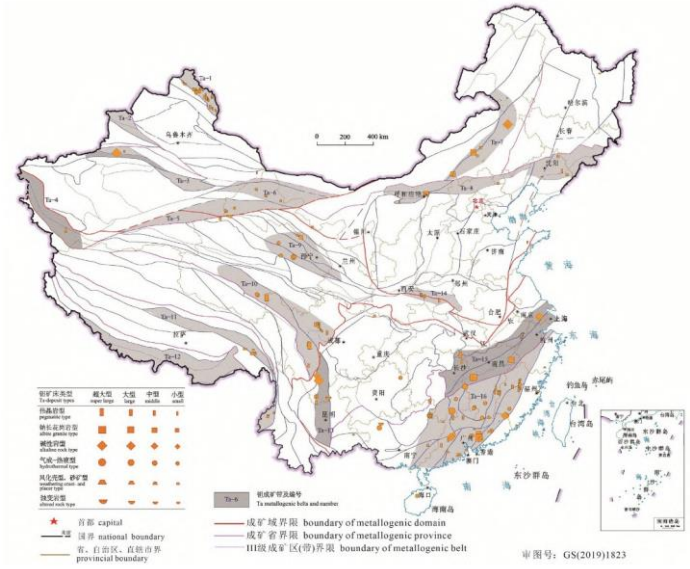
国内钽资源分布广泛，但整体品位禀赋较低。我国钽产地分布广泛，资源量分布相对集中，江西、四川、新疆和内蒙古合计占全国钽查明资源量的约 80%。我国钽矿主要以低品位硬岩矿为主，平均品位 0.01%左右；全国钽矿区中氧化钽平均品位超过 0.02%（富钽矿）的矿区数不足 1%，且均为小型矿区。相较于澳大利亚约 0.03%的平均品位，我国钽矿整体品位偏低、开采成本相对较高。缺乏高品位、易开采的大型独立矿床的背景下，我国钽原料长期依赖进口补充。

图表3：全球各国钽储量占比（截至 2025 年 1 月）



来源：S&P Global Market Intelligence，国金证券研究所

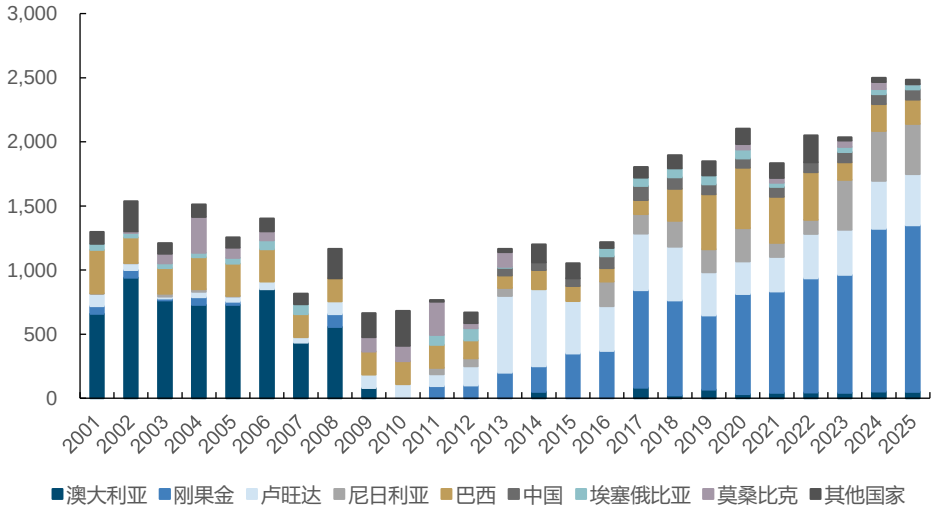
图表4：我国钽矿床及钽成矿带分布图



来源：《中国钽矿资源特征和勘查开发利用现状》（丁建华等，2025），国金证券研究所

产量方面，全球钽供给重心由澳大利亚转向非洲。据 USGS，2025 年全球钽产量约 2500 金属吨，与 2024 年持平，2018-2025 年全球钽产量 CAGR 约 4.1%；其中，非洲国家是近年全球钽供给的主要贡献国，刚果金/卢旺达/尼日利亚产量分别达 1300/400/390 金属吨，占全球产量的 52.3%/16.1%/15.7%，合计贡献全球 84.1%的钽供给。2000-2008 年，澳大利亚与巴西曾主导全球钽供应，两国合计贡献全球近 80%钽精矿产量，澳大利亚供给占比超过 50%。2008 年金融危机后，钽价低迷导致澳大利亚钽矿陆续关停，2010-2013 年原生钽矿供应一度归零，2017 年后部分矿山复产，但产量远未能恢复到历史高位水平。与此同时，凭借丰富的钶钽铁矿资源以及以手工和小规模采矿为主的供给体系，刚果金、卢旺达等非洲大湖地区国家以及尼日利亚等实现产量快速增长，推动全球钽供给重心逐步向非洲转移。

图表5：近年全球钽供给主要来自于非洲国家（金属吨）



来源：USGS，国金证券研究所

2.2 主要矿山：主产区非洲矿山透明度偏弱

全球钽资源主要分布于澳大利亚、巴西和非洲等地区。澳大利亚拥有全球披露最完善的钽资源，其中 Greenbushes 矿品位较高；Wodgina 矿和 Pilgangoora 矿资源规模居前，且均为锂矿伴生资源，钽供给受锂矿开发节奏影响。巴西方面，Mibra 和 Pitinga 是全球重要钽矿项目，其中 Pitinga 为大型锡钽铌多金属矿山，钽储量位居全球前列。加拿大 Tanco 由中矿资源持有，钽品位较高。

非洲地区钽资源丰富，是全球重要钽供给来源。刚果金 Rubaya 矿区长期为全球重要钶钽铁矿产区，Manono 矿资源量较高但钽品位相对较低；卢旺达 Gatumba 矿区和埃塞俄比亚 Kenticha 矿亦具备较大开发潜力。由于非洲地区大量钽供给来自手工和小规模采矿，且部分矿区受地缘政治和矿权变动影响较大，部分矿山的资源量、储量、品位等信息披露有限。

图表6：全球主要钽矿山和钽矿项目情况

矿山	国家	所有方	矿石量/储量	品位（ppm Ta205）
Greenbushes	澳大利亚	Tianqi Lithium Energy Australia /Albemarle Corporation	矿石量：0.135 亿吨	590
Wodgina	澳大利亚	Mineral Resources/Albemarle	矿石量：0.85 亿吨	320
Pilgangoora	澳大利亚	Pilbara Minerals	储量:5.44 万吨 Ta205	122
Bald Hill	澳大利亚	Mineral Resources	储量：1808 吨 Ta205	160
Mibra	巴西	Advanced Metallurgical Group	矿石量：0.203 亿吨	339
Pitinga	巴西	中国有色矿业集团	储量：4.9 万吨 Ta205	260
Tanco	加拿大	中矿资源	储量:0.21 万吨 Ta205	600
Bikita	津巴布韦	中矿资源	储量:0.38 万吨 Ta205	186
Rubaya	刚果金	M23 运动	/	/
Manono	刚果金	紫金矿业/Cominiere	矿石量：4 亿吨	34
Gatumba	卢旺达	多家私营矿企	/	/
Kenticha	埃塞俄比亚	EMDSC	储量:0.24 万吨 Ta205	200

来源：《全球钽铌矿产资源开发利用现状及趋势》（曹飞等，2019），USGS，Newtimes，Reuters，Australian Mining，铁合金在线，亚洲金属网，各公司官网，中矿资源 2025 年报，中国有色金属工业协会钽铌分会，国金证券研究所

2.3 核心产区扰动加剧，供给脆弱性凸显

非洲供给扰动频发，地缘、安全生产风险持续抬升。刚果金东部北基伍省 Rubaya 矿区单体产量约占全球钽供应的 15%，是全球最重要的钽矿产区之一。2024 年 4 月 M23 武装组织控制 Rubaya 矿区后向当地征收矿产开采税；2025 年 11 月，刚果金政府将该钶钽矿区重新划定为“红色区域”，限制当地采矿及矿产交易活动；2026 年 1 月，Rubaya 矿区发生大规模塌方事故并全面停止采矿作业，造成超过 300 人遇难和 100 多人失踪；2026 年 3 月，该矿区因强降雨引发塌方，造成 200 多人遇难，两次事故对当地手工采矿活动产生明显冲击。钽供给向非洲地区集中的背景下，地缘政治、安全生产及供应链合规风险已成为影响全球钽供应稳定性的重要因素。

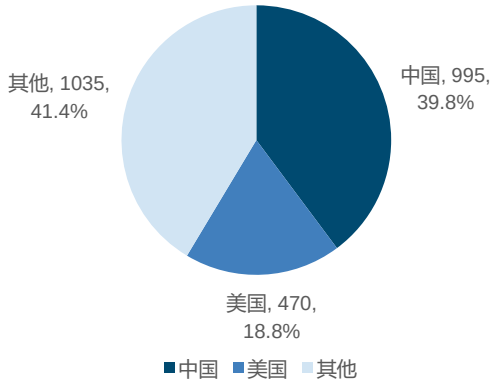
三、钽需求：AI 敞口大，景气度高

3.1 需求总论：AI 与航天需求共振，高景气度延续

AI 基础设施建设及航天需求驱动钽需求持续增长。据东方钽业，2024 年全球钽消费达 2500 吨，其中中国/美国/其他国家钽消费量分别为 995/470/1035 金属吨，占全球消费量的 39.8%/18.8%/41.4%，中国为全球最大的钽消费市场；据安泰科，2024 年前五大钽消费国家为中国、美国、日本、德国和英国。2020-2024 年全球钽消费量保持较快增长，年均消费量超 2000 吨，CAGR 达 14.0%；其中中国市场消费量 CAGR 约 12.1%。

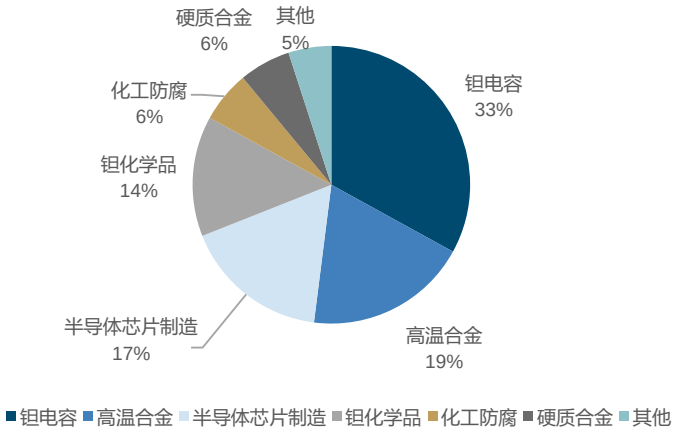
分应用形态看，钽下游需求主要集中于钽电容、高温合金和半导体领域。2024 年钽下游需求中钽电容/高温合金/半导体芯片制造/钽化学品占比为 33%/19%/17%/14%。其中，钽电容及半导体领域需求受 AI 基础设施建设拉动显著增长。随着 AI 服务器功率密度持续提升以及数据中心规模不断扩张，对低等效串联电阻（ESR）、高容量及优异温度稳定性的电容需求增加，推动钽电容用量持续增长；与此同时，先进逻辑芯片、存储芯片等高端半导体需求快速提升，钽作为重要的互连阻挡层材料，其靶材需求亦随之增长。钽高温合金则主要应用于航空发动机和燃气轮机的涡轮叶片等关键热端部件，随着航空航天及能源领域需求扩张，相关消费保持增长。

图表7：中国是全球最大钽消费国（金属吨，2024 年）



来源：东方钽业 2025 年定增募集说明书，国金证券研究所

图表8：全球钽下游消费结构（2024 年）

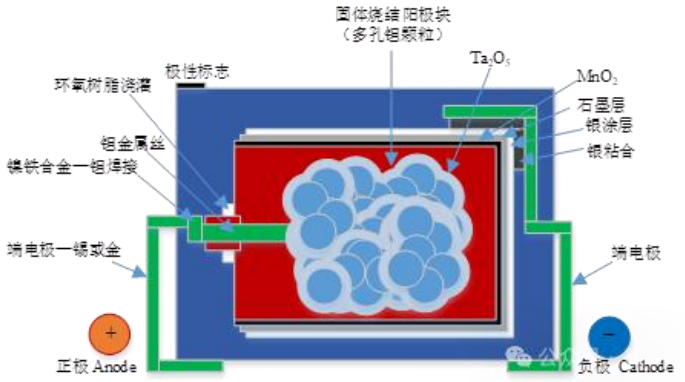


来源：东方钽业 2025 年定增募集说明书，国金证券研究所

3.2 钽电容：AI 基建提速，需求迎爆发期

钽电容是以金属钽作为阳极材料的电容，其工艺将钽粉进行高温烧结，利用其表面生成的 Ta2O5 氧化膜作为介质层，钽粉和钽丝分别用于钽电解电容器阳极制造及其引出；阴极材料则采用固态二氧化锰、液体电解质或者导电聚合物（Polymer）等材料。根据阴极材料不同，钽电容可以分类为二氧化锰钽电容、聚合物钽电容和湿钽电容三类。

图表9：钽电容结构示意图



来源：硬十公众号，国金证券研究所

图表10：三类钽电容特点比较

	二氧化锰钽电容	聚合物钽电容	湿钽电容
阴极材料	二氧化锰（MnO_2）	导电聚合物	液体电解质
ESR（等效串联电阻）	中等	较低	较高
性能特点	高频性能一般，比电容高，温度稳定性和可靠性较高	高频性能和纹波电流性能更好；泄露电流较高	容量密度高、泄漏电流低；成本高
主要应用领域	工业、军工、汽车电子、国防（可靠性要求较高）	通讯、消费电子、AI服务器（高性能电源场景）	空间卫星应用，航空电子系统（不计成本、可靠性要求极高）

来源：Digikey，顺络电子，贸泽电子，国金证券研究所整理

需求结构看，2003 年之前电容器用钽曾占全球钽消费的 60%以上。此后，随着多层陶瓷电容器(MLCC)和铝电解电容器等在部分钽电容应用领域实现替代，钽电容器逐步集中于难以替代的场景，整体需求保持稳定。受半导体靶材、高温合金、防腐化工等领域需求快速增长带动，近年电容器用钽占全球钽消费量的比重逐步下降至约 33%，对应消费量约 825 吨，但仍是钽最大的单一应用领域。

相较于其他电容器，钽电容兼具高体积电容密度、低漏电流、长寿命和高可靠性等优势，能够在较小体积下提供较大的电容量，并保持良好的温度稳定性和长期工作可靠性。

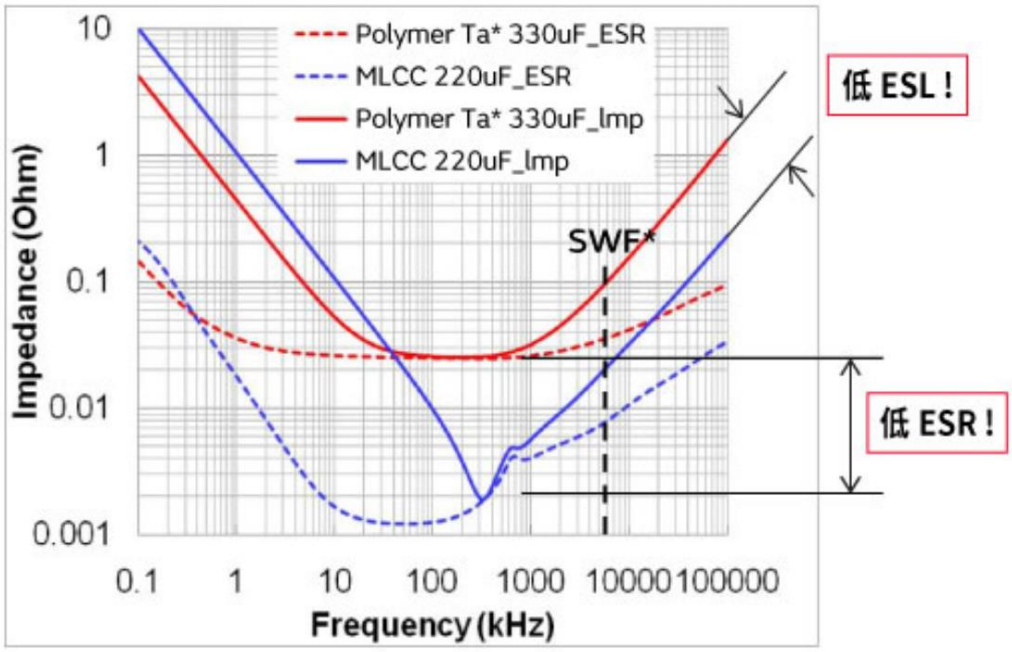
图表11：各类电容器优缺点及应用范围比较

名称	优点	缺点	主要应用范围
钽电容器	适宜贮存、寿命长、体积小容量大、漏电流小、可靠性高	钽为资源性材料，生产量小，单价较高；有极性	可适用于储能、滤波等电路，大量用于高可靠电子设备
铝电容器	电容量大、成本低、电压范围大	易受温度影响、高频特性差、等效串联电阻大、漏电流和介质损耗较大、有极性	适用于大容量、中低频率电路
陶瓷电容器	体积小、介质损耗小、相对价格较低、高频特性好、电压范围大	电容量小、受震动会引起容量变化、易碎	高频旁路，噪声旁路，电源滤波，振荡电路
薄膜电容器	损耗低、阻抗低、耐压能力强，高频特性好	耐热能力差，体积大难以小型化	滤波器，积分、振荡、定时、储能电路

来源：宏达电子，国金证券研究所

AI 服务器电源设计中，聚合物钽电容与 MLCC 形成互补关系。AI 服务器依赖大量 GPU 及 AI 加速卡运行，功率负载变化快，对电源完整性（PI）和信号完整性（SI）要求极高，需要电容器快速响应瞬时电流变化并维持供电稳定。聚合物钽电容器具备低 ESR、高纹波电流承载能力、优异的高频性能和温度稳定性等特点，能够快速响应 AI 芯片高动态负载下的瞬时电流需求，降低电压波动并提升供电稳定性。同时，其长寿命、高可靠性以及开路失效模式，更适合数据中心长期连续运行环境，因此广泛应用于 AI 服务器主板 VRM 输出、GPU/TPU 电源模块及 HBM 内存电源区域等。具体应用中，MLCC 主要负责 MHz 至 GHz 频段的高频解耦，具有响应速度快的优势，但单体电容较小；聚合物钽电容则主要承担 kHz 至 MHz 频段的储能和中低频解耦功能，兼具大容量和低 ESR 特性。实际设计中通常将多个低 ESL 的 MLCC 与高容量聚合物钽电容并联使用，构建覆盖 kHz 至 GHz 频段的宽频去耦网络，从而满足 AI 服务器对高稳定性供电的要求。

图表12：低频条件下聚合物钽电容具有更低的 ESR



来源：村田制作所，国金证券研究所

AI 算力需求爆发，钽电容行业开启涨价周期。2025 年基美（KEMET）两次上调钽电容价格，第二轮涨幅达 20%-30%，其全球钽电容市场份额超 40%；松下（Panasonic）随后对 30-40 款钽电容产品提价 15%-30%，其全球市场份额约 10%。头部厂商接连提价，反映上游钽原料供应偏紧与下游需求快速增长的双重驱动，行业供需格局持续改善。展望后续，随着全球算力基础设施建设持续推进，聚合物钽电容在高功率、高可靠性电源系统中的应用有望进一步提升，钽电容需求持续景气，有望带动全球钽消费进一步增长。

图表13：2025Q2 以来全球钽电容厂商持续提价

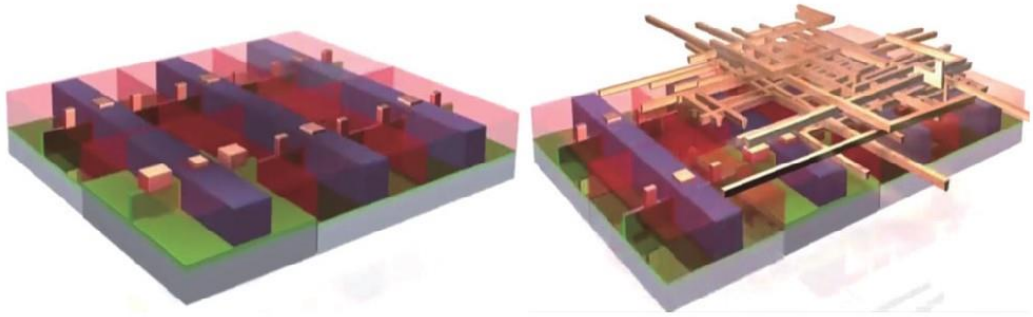
厂商	产品类型	涨价幅度	生效时间
松下	30-40 款钽电容产品	15%-30%	2026 年 2 月 1 日
国巨旗下基美	低压中小型钽电容	10%-15%	2025 年 6 月 1 日
	高端钽电容（T520，T521，T530 系列）	20%-30%	2025 年 11 月 1 日
	聚合物钽电容（T523 系列）	未披露，预计两位数	2026 年 4 月 1 日

来源：ICNET，国金证券研究所

3.3 钽靶材：连接材料基石，受益先进制程渗透率上行

靶材是半导体 PVD（物理气相沉积）工艺的核心原材料。在沉积过程中，通过离子轰击将靶材原子沉积至晶圆表面，从而形成导电层、阻挡层等功能薄膜，因此靶材是构建芯片内部互连结构的重要基础材料。靶材广泛应用于半导体与集成电路、显示面板、光伏设备、光学镀膜、功能玻璃及数据存储等高端制造领域，在半导体领域的应用主要集中于晶圆制造和先进封装两大关键环节。按材料体系划分，溅射靶材可分为纯金属靶材、合金靶材及陶瓷靶材等。

图表14：金属靶材溅射沉积形成芯片互连结构的原理图



半导体芯片上的微型晶体管（溅射前）　　微型晶体管之间形成的金属导线（溅射后）

来源：《半导体芯片行业用金属溅射靶材市场分析》（张卫刚等，2018），国金证券研究所

钽靶材是以高纯度钽金属制备的溅射靶材，具有高纯度、微观结构均匀、高密度等特性，适用于对薄膜质量要求较高的高端制造领域，包括半导体芯片制造、光学镀膜及电子器件等。钽金属在高真空环境下性能稳定且不易氧化，是制备高性能功能薄膜的重要基础材料。在半导体芯片制造中，钽靶材凭借高熔点、优异的热稳定性及良好的导电性能，并且与硅、铜体系具有惰性兼容性，广泛用于先进制程铜互连结构中的阻挡层制备，可有效抑制铜原子向硅基底的扩散。

图表15：半导体芯片行业用主要金属溅射靶材简介

材料	应用形式	应用场景及说明
铜靶	导电层	高纯铜材料因其电阻很低，对芯片集成度的提高非常有效，因此在先进制程中被大量用作布线材料。
钽靶	阻挡层	高纯钽靶主要用在高端半导体芯片上，常与铜靶配合使用。
铝靶	导电层	高纯铝靶在制作半导体芯片导电层方面应用甚广，但因其响应速度方面的原因，而在先进制程中很少应用。
钛靶	阻挡层	高纯钛靶主要用在传统制程技术节点上，常与铝靶配合使用。
镍铂合金靶	接触层	可与芯片表面的硅层生成一层薄膜，起到接触作用。
钴靶	接触层	可与芯片表面的硅层生成一层薄膜，起到接触作用。
钨钛合金靶	接触层	钨钛合金，由于其电子迁移率低等优点，可作为接触层材料用在芯片的门电路中。
钨靶		主要用于半导体芯片存储器领域。

来源：半导体芯片行业用金属溅射靶材市场分析（张卫刚等，2018），国金证券研究所

据东方钽业，随着半导体工艺节点持续演进，28nm 及以上成熟制程主要以铝靶和钛靶为主，而 28nm 以下先进制程则逐步由铜靶和钽靶主导。IC Insights 预计，2025 年先进制程晶圆占比将由 2022 年的 39%提升至 52%，成熟制程占比下降至 48%，反映出半导体制造向更高精度与更复杂互连结构演进的长期趋势。在此过程中，钽靶在先进制程中的渗透度有望持续提升。《钽铌行业步入上升周期》预测，到 2030 年全球半导体芯片制造领域钽消费量将超 709 吨，2024-2030 年期间 CAGR 约 8.9%。随着 AI 算力需求驱动芯片架构复杂化、互连层数增加，钽靶材在先进制程中的应用重要性进一步提升，其应用及市场需求有望持续提升。

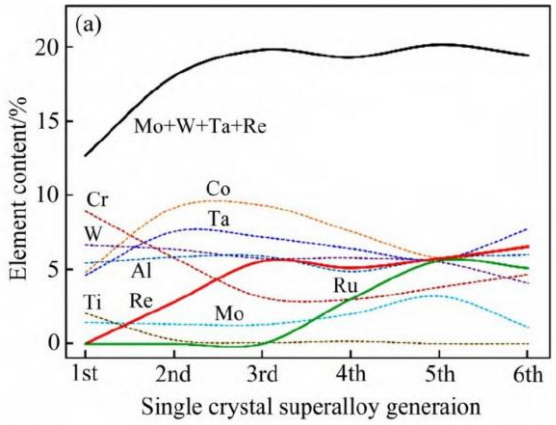
3.4 高温合金：让高温表现更高、受益 AI 缺电下燃气轮机景气上行

高温合金又称超合金，是指能在 600℃以上高温及一定应力作用下长期工作的金属材料；具有较高的高温强度、抗氧化和抗腐蚀性能，并兼具良好的疲劳性能、断裂韧性等综合性能。高温合金主要分为铁基、镍基、钴基三类，其中铁基高温合金通常适用于 750–780℃以下工况；在更高温度环境中，通常采用镍基及难熔金属基合金。镍基高温合金在高温合金体系中占据重要地位，广泛应用于航空发动机及工业燃气轮机的热端部件制造。

高温合金是钽的第二大消费领域。2024 年全球高温合金领域钽消费量约 475 吨，占全球总消费的 19%。钽铌在高温合金中的加入可显著提升材料的高温强度、抗蠕变性能与抗氧化能力，从而支撑其在航空发动机、电力设备、舰船燃气轮机、汽车涡轮增压器及能源开

采等高温场景中的应用。相较含铌体系，含钽高温合金通常具备更优的高温性能，可承受更高温度及更大应力载荷。钽基耐热合金主要包括 Ta-W 及 Ta-Nb 两大体系，其中 Ta-W-Hf 合金在约 1650℃及以上仍可保持较高的高温强度与蠕变抗力，同时兼具较好的低温塑性与加工性能，适用于超音速飞行器、固体推进火箭及导弹等高端装备的耐热结构件及调节控制部件。

图表16：单晶高温合金换代伴随钽添加量小幅提升



来源：《航空发动机用单晶高温合金成分设计研究进展》（张龙飞等，2022），国金证券研究所

高温合金在发电领域的应用主要集中在燃气发电和核电两个方面。在燃气发电中，涡轮叶片、涡轮盘、燃烧室等关键部件均采用高温合金制造，以应对高温高压的工作环境。在核电领域，高温合金则主要应用于燃料元件包壳管、燃料元件定位架以及高温气体炉热交换器等需要承受核燃料高温的部件中。据中国电力企业联合会估计，每万千瓦核电装机对应的高温合金用量约 30 吨。

AI 电力需求增长推动燃气轮机新增装机，对钽需求形成拉动。据中国能源网报道，在 AI 算力扩张、煤电替代及电网灵活性改造等因素驱动下，2025 年全球燃机市场供需缺口约 30-40GW，行业订单积压已接近过去 2-3 年全球产量总和，景气度持续上行。根据中国电力企业联合会数据，新增燃气发电装机年增速约 5.7%，且每万千瓦装机对应约 6 吨高温合金需求。随着 AI 用电需求持续上行，燃气轮机在电力系统中的调峰与稳定作用重要性提升，将进一步带动相关材料需求释放。《钽铌行业步入上升周期》预计，到 2030 年全球高温合金用钽消费量有望达到 674 吨，对应 2024-2030 年 CAGR 约 6.0%。AI 用电需求上行与燃气轮机装机扩张的共同驱动下，高温合金用钽需求有望延续增长。

四、钽价：上涨斜率或最陡

4.1 复盘历史，钽价均有极高斜率时刻

对 1970 年代以来的钽铁矿价格进行复盘，历史上钽铁矿价格历经四轮主要上涨行情。除 2010 年前后主要由矿山关闭导致的供给收缩驱动外，其余几轮行情均与新兴技术发展带来的需求爆发密切相关，体现出钽在供需紧平衡格局下较高的价格弹性。

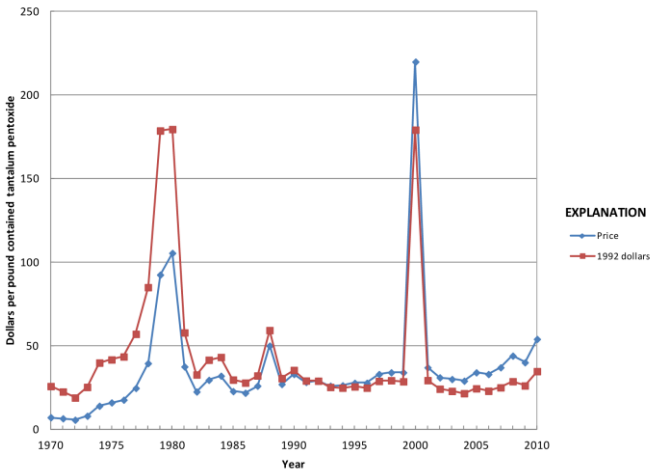
1979-1980 年：家电普及驱动需求增长。 家用电器等终端市场快速发展带动钽需求提升，市场对未来增长预期乐观。供应偏紧背景下，产业链出现恐慌性采购和库存消耗，加工企业竞相争夺原料资源，推动钽价大幅上涨。随后，钽替代材料应用扩大以及回收体系发展，市场供需逐步缓解，价格显著回落。

2000-2001 年：互联网产业繁荣带动消费电子产品需求激增，钽电容需求快速增长。过于乐观的需求预期导致供应短缺加剧和产业链囤货行为，推动钽价创出历史高位。随着互联网泡沫破裂、终端需求回落，钽价大幅调整。

2010 年：澳大利亚、加拿大和莫桑比克等国部分矿山关闭，全球钽供给收缩；与此同时，金融危机后经济复苏带动需求回暖，叠加库存消耗以及市场对冲突矿物法规出台的预期，钽铁矿价格再次快速上涨。此后，非洲大湖区手工和小规模采矿快速发展并逐渐成为全球钽供应主体，供给约束缓解，钽价震荡下行。

2026 年 2 月：刚果金 Rubaya 矿区发生大规模塌方事故，影响约 15%的全球供给。事件引发市场对原料供应稳定性的担忧，供给端扰动推动钽铁矿价格快速上涨。

图表17：2008 年前钽铁矿经历两轮大涨行情



来源：USGS，国金证券研究所

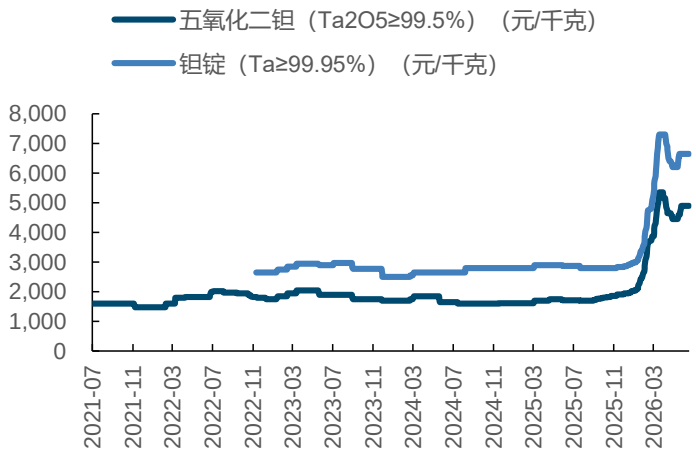
图表18：2026 年 2 月钽铁矿价格受刚果金矿区扰动大幅上行



来源：iFind，国金证券研究所

2026 年 2 月钽铁矿价格大幅上行后，中游钽产品价格亦跟涨。3 月下旬五氧化二钽/钽锭国内价格分别上行至 5350/7300 元/千克。截至 2026 年 6 月 18 日，五氧化二钽/钽锭价格分别回落至 4900/6650 元/千克，较高点回落 8.4%/8.9%。

图表19：2026 年 2 月中游钽产品价格跟涨



来源：SMM，国金证券研究所

2026 年 2 月以来钽价快速上涨，主要受刚果金产区供应扰动及原料供应偏紧驱动，而 AI 产业链带来的钽需求增量尚未充分兑现。展望后续，全球钽资源供给集中度高、供给扰动频发，而 AI 服务器、先进半导体制造发展有望持续拉动钽电容、钽靶材等领域需求增长。供给约束仍存、需求逐步放量的背景下，钽市场有望由供给驱动转向供需共振，推动钽价中枢进一步上移。

4.2 展望未来，钽价上涨斜率或为各类金属之最

我们前文已分析，钽在高容量密度、低 ESR、宽温度范围、高可靠性和长寿命之间取得了其他电容难以同时达到的平衡。在 AI 服务器 VRM、军工电子和航天电子等极端场景下，它往往不是最佳选择之一，而是唯一可行选择之一。且需求弹性不仅局限于量增、更有单耗提升。

更加脆弱的供给、更高的需求弹性、更小的盘子、更加成本不敏感的下游，我们认为在 AI 浪潮下，钽价上涨斜率或为各金属品种最陡。

五、相关标的梳理：资源与加工均为布局方向

全球钽资源供给集中于非洲高风险产区，供给扰动频发；与此同时，AI 服务器、半导体等新兴需求快速增长，推动钽消费景气度持续提升。在供给刚性约束与需求扩张共振下，钽

行业高景气周期有望延续，具备资源保障及高端产品布局优势的企业有望充分受益。相关标的：东方钽业（国内钽铌龙头，新增产能持续释放）；国泰集团（钽铌氧化物业务快速放量）；稀美资源（火法产能扩张，高端化布局深化）；新金路（栗木钽铌锡矿稳步推进）；江钨装备（推进钨钽铌资产整合，打造有色金属产业平台）。

图表20：钽相关标的盈利预测与估值（截至 2026 年 6 月 24 日）

公司简称	股票代码	股价（元/股）	EPS					PE				
			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
东方钽业	000962.SZ	76.38	0.42	0.51	0.81	1.05	1.31	32.4	64.6	94.1	72.9	58.3
国泰集团	603977.SH	13.81	0.29	0.41	0.59	0.75	0.95	44.5	34.2	23.5	18.4	14.5
稀美资源	9936.HK	16.35	0.35	0.48	0.92	1.14	1.43	8.2	12.9	16.8	13.6	10.8
新金路	000510.SZ	24.53	-0.10	-0.36	0.01	0.64	0.90	-37.3	-32.6	3671.3	38.6	27.4
江钨装备	600397.SH	25.51	-0.28	-0.29	0.08	0.09	0.10	-15.3	-25.8	336.7	283.8	247.6

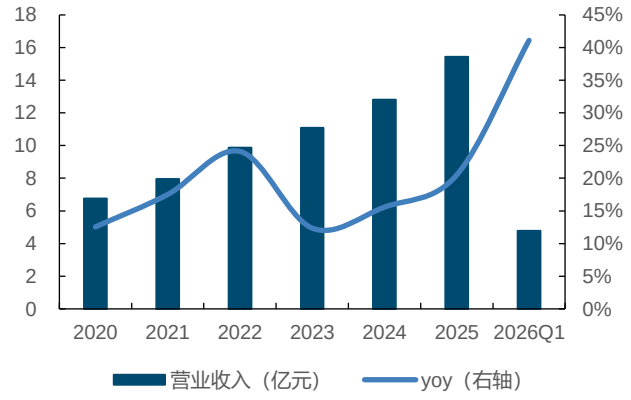
来源：iFind，国金证券研究所 注：基准日期为 2026 年 6 月 24 日，盈利预测来自 iFind 机构一致预期；稀美资源股价单位为港元，其余单位为人民币元。

5.1 东方钽业：钽铌龙头，集团资源赋能空间大

国内钽铌行业的绝对龙头。公司主要从事钽、铌及其合金等产品的研发、生产与销售，产品广泛应用于电子通信、航空航天、冶金、石油化工、新能源等领域。据公司 2025 年定增募集说明书，公司高温合金添加用钽材/铌材国内市占率分别约为 20%/15%；电容器级钽粉国内市占率约 50%，全球市占率约 20%；超高纯钽粉/电容器用钽丝全球市占率超 25%/50%；粒子加速器用超导铌材/铌超导腔国内市占率约 80%/40%，市场地位较高。凭借领先的技术实力和产品竞争力，公司已与美国、中国台湾、日本、韩国等地区主要钽电容制造商建立长期稳定的合作关系。

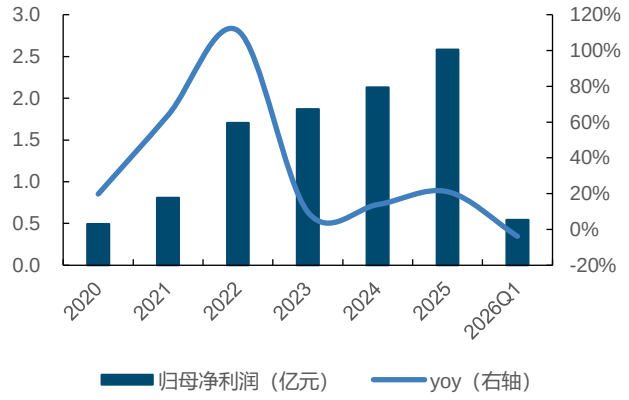
2025 年公司实现营业收入 15.43 亿元，同比+20.5%；归母净利润 2.58 亿元，同比+21.1%。公司业绩增长主要受益于钽铌产品产销规模持续扩张，同时公司积极优化产品结构，高附加值产品销售占比提升，推动收入与盈利水平同步增长。2020-2025 年公司营业收入 CAGR 达 17.9%。1Q2026 公司实现营业收入 4.77 亿元，同比+41.1%；归母净利润 0.54 亿元，同比-3.8%，收入端延续较快增长，但受利息支出增加及汇率波动影响，财务费用率同比上升 2.4pcts 至 1.33%，导致 1Q2026 公司净利润小幅回落。

图表21：公司营收加速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

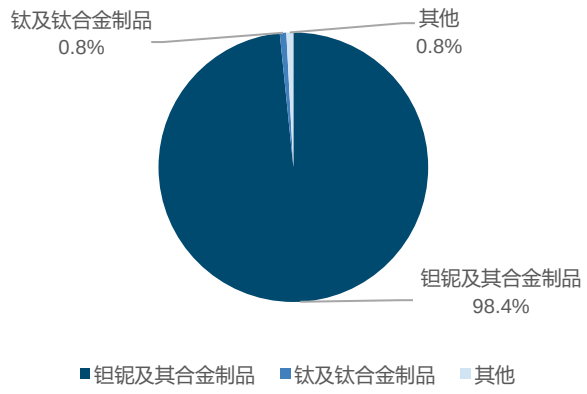
图表22：公司营收规模扩张驱动净利润增长



来源：公司公告，国金证券研究所

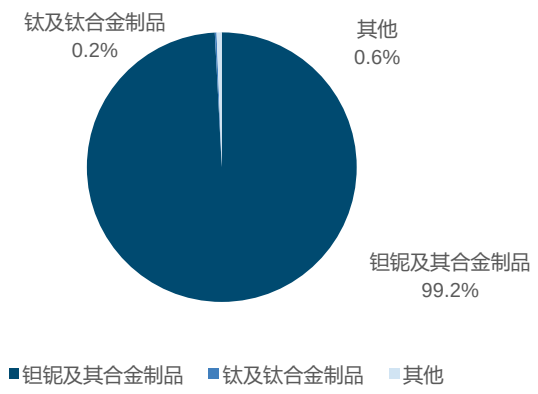
业务结构看，公司营业收入和毛利主要来自钽铌及其合金业务，2025 年，钽铌及其合金/钛及钛合金/其他业务分别贡献营业收入的 98.4%/0.8%/0.8%，分别贡献公司毛利的 99.2%/0.2%/0.6%，钽铌及其合金业务占据绝对主导地位，公司业绩与钽行业景气度关联度较高。

图表23：钽铌业务是公司主要营收来源（2025 年）



来源：公司 2025 年报，国金证券研究所

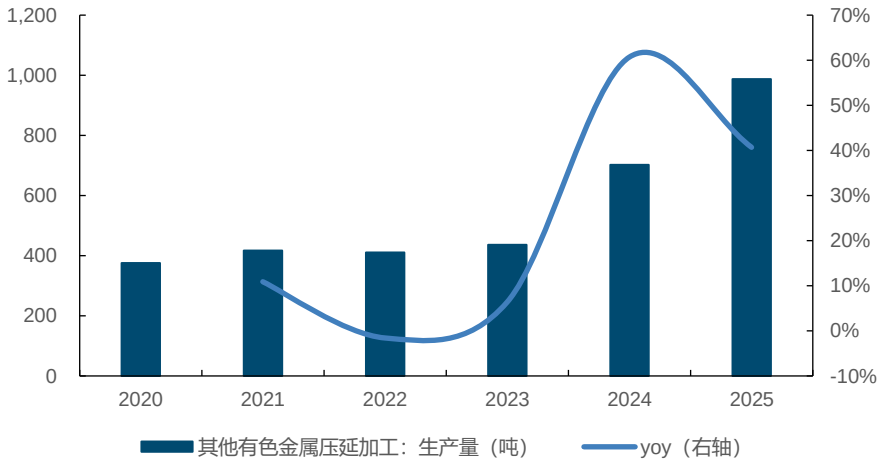
图表24：钽铌业务是公司主要毛利来源（2025 年）



来源：公司 2025 年报，国金证券研究所

产能释放带动产销规模快速上行。2025 年公司其他有色金属压延加工产量 987.45 吨，同比+40.7%；销量 949.13 吨，同比+35.0%。产销两旺主要受新增产能逐步释放带动。2024 年钽铌板带制品、年产 100 支铌超导腔生产线技术改造两个重点投资项目建成投产；2025 年新增年产 400 支超导腔智能生产线建设项目完成主要设备安装调试，火法冶金熔铸产品生产线进入试生产阶段。

图表25：2024-2025 年公司钽铌产品产量快速爬坡



来源：公司年报，国金证券研究所

新项目加速推进，产能有望再上新台阶。公司新一轮募投项目建设进展顺利，其中，钽铌火法冶金熔炼产品生产线建设项目将新增年产能熔炼铌 860 吨和熔炼钽 80 吨，以及自用中间品铌及铌合金条 74 吨和钽及钽合金条（棒）240 吨，项目建设期 28 个月，目前正在进行部分设备安装；钽铌高端制品生产线建设项目拟新建产能钽铌板带制品 145 吨/年，项目建设期 24 个月，目前同样正在进行设备安装；钽铌湿法冶金数字化工厂建设项目将新建产能氟钽酸钾 1100 吨/年、五氧化二铌 1700 吨/年、高纯五氧化二铌 150 吨/年、高纯五氧化二钽 50 吨/年和钽铌氧化物 209.5 吨/年，项目建设期 27 个月，亦处于加速推进阶段。钽行业景气度上行背景下，新增产能的逐步释放有望进一步提升市场份额和盈利弹性。

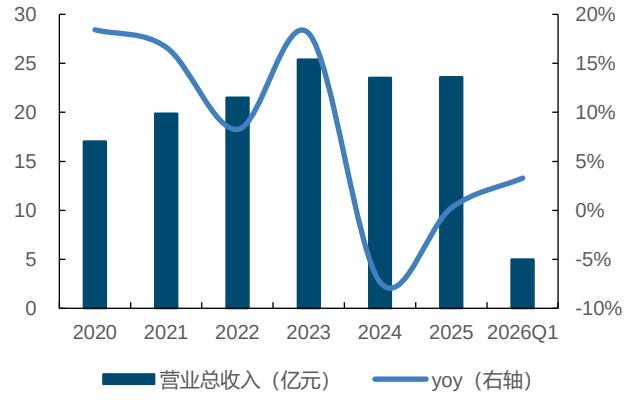
与关联方签订采购合同，原料供应安全可靠。2025 年 4 月，公司与实际控制人控制的子公司塔博卡矿业公司（Mineracao Taboca S.A.）签订关联交易采购合同，约定采购约 3000 吨铁钽铌合金，以提单签发日前三个月亚洲金属网（Asian Metal）与阿格斯网（Argus）铌矿平均价的算术平均值为基础，协商确定当月结算价格。2026 年公司将延续上述关联交易，合同金额预计约 7.28 亿元。该采购合同的签订，有效保障了公司核心原料的供应安全与成本可控，为生产经营的稳定性提供了有力支撑。

5.2 国泰集团：迈入钽铌第二曲线

民爆主业优势稳固，钽铌材料业务成长迅速。公司已形成民爆一体化、军工新材料、轨交自动化及信息化"两主一培育"的产业布局，各业务板块协同发展。民爆业务方面，公司是国内产品体系最完善的民爆企业之一，也是江西省唯一的民爆生产企业，拥有工业炸药18.8万吨/年、工业雷管3,027万发/年（其中电子雷管2,727万发/年）的生产许可，是全国少数同时具备民爆生产、高等级矿山总承包、危货运输及高等级营业性爆破许可"四证合一"的民爆集团。同时，公司在尼日利亚建成1.2万吨/年炸药生产线，持续推进海外市场布局。军工新材料板块，公司已形成钽铌氧化物、钨基材料、固体火箭发动机三大业务线，其中高纯度钽铌氧化物产品已研制成功并推向市场，小型固体火箭发动机助推器加速扩产。轨交信息化业务则在轨道交通领域持续完善综合化产品体系，同时在数字化领域依托稳定的区域销售网络，实现了营收与毛利的正向增长。

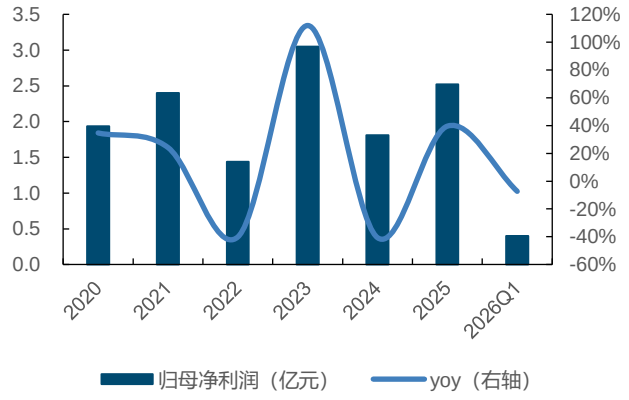
2025年公司实现营业收入23.61亿元，同比+0.3%；实现归母净利润2.52亿元，同比+39.6%。其中，民爆/军工新材料/轨交自动化及信息化业务营业收入分别同比-6.0%/+46.4%/+22.6%。民爆业务收入有所下滑，但军工新材料业务快速放量叠加轨交自动化及信息化业务增长，与民爆板块对营业收入的负面影响基本相抵。归母净利润大幅回升主要受益于民爆业务降本增效成效显现，以及军工新材料业务规模扩张带来的盈利提升。1Q2026公司实现营业收入4.99亿元，同比+3.3%；归母净利润0.40亿元，同比-7.3%。

图表26：民爆业务承压拖累整体营收



来源：公司公告，国金证券研究所

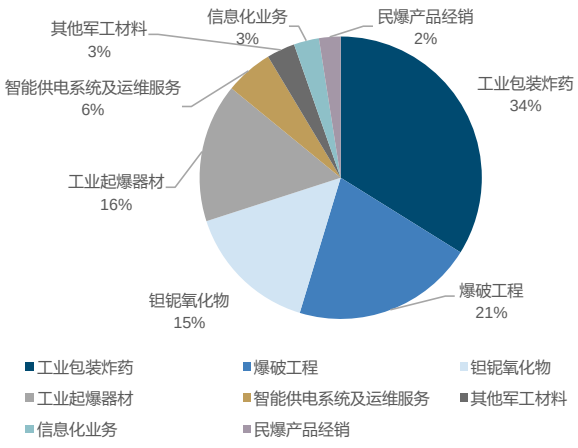
图表27：民爆业务降本、军工新材料放量带动利润修复



来源：公司公告，国金证券研究所

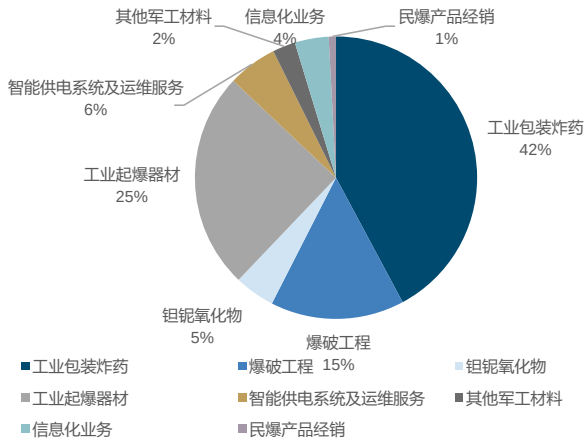
业务结构看，工业包装炸药/爆破工程/钽铌氧化物/工业起爆器材/智能供电系统及运维服务/其他军工材料/信息化业务/民爆产品经销分别贡献2025年公司营业收入的33.9%/20.8%/15.3%/15.9%/5.5%/3.2%/2.9%/2.5%，贡献毛利的42.2%/15.3%/4.6%/24.9%/5.6%/2.6%/3.9%/0.8%。2025年钽铌氧化物业务毛利率为11.30%，低于公司其他核心业务板块，因此尽管收入规模占比较高，对公司整体毛利的贡献相对有限。

图表28：民爆业务及钽铌氧化物为营收主要来源



来源：公司2025年报，国金证券研究所

图表29：钽铌氧化物毛利贡献相对较低

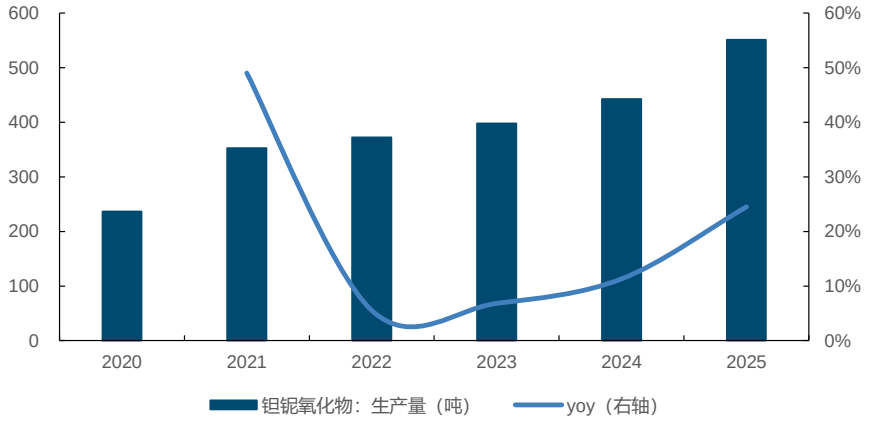


来源：公司2025年报，国金证券研究所

钽铌产能规模持续扩大，原料保障能力显著增强。公司依托全资子公司三石有色及控股子公司拓泓新材开展钽铌氧化物业务，目前已形成约 1,500 吨/年的钽铌氧化物产能，生产基地布局于宜春和新余两地。作为公司重点打造的钽铌新厂，三石有色生产线能够覆盖多规格、高附加值产品。2025 年三石有色矿石采购量约 1,500 吨，同比增长约 280%；新增供应商数量同比增长约 180%，原料供应体系进一步完善，为产能释放和业务扩张提供有力支撑。

项目达产带动钽铌氧化物产量快速增长。2025 年公司钽铌氧化物生产量 551.06 吨，同比+24.5%；销量 444.75 吨，同比-2.25%。产量显著提升主要受全资子公司三石有色 700 吨钽铌稀有金属冶炼项目达产释放产能带动，公司钽铌氧化物生产能力进一步增强。

图表30：2025 年公司钽铌氧化物产品产量上行



来源：公司年报，国金证券研究所

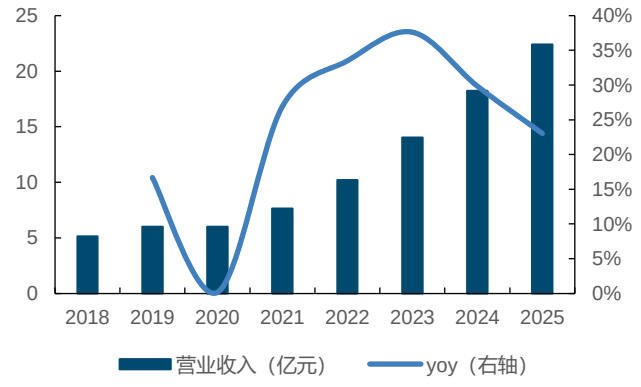
钽铌产品有望高端终端应用延伸。2025 年末，据公司披露，三石有色已提炼出高纯氢氧化铌实验品，并计划持续推进高纯钽铌氧化物的达产达标。公司认为相关产品经过下游加工后，终端产品有望进入超导腔、光模块等高端应用领域。截至 2026 年 4 月，三石有色高纯氧化铌已实现批量合格生产，并开始面向客户开展试制与推广。

5.3 稀美资源：港股稀缺钽铌资产，扩产进入快车道

国内领先的钽铌冶金产品制造商，业务覆盖钽铌湿法化合物、钽铌金属及其制品、贸易产品及加工服务等。公司核心运营主体为稀美资源（广东），在雷州、英德、耒阳、兴义等地布局湿法冶炼及火法冶炼生产基地。公司主要产品包括氧化钽、氧化铌、氟钽酸钾、钽铌金属及合金制品等，下游应用覆盖电子、汽车、航空航天、国防、医疗及超合金等领域。

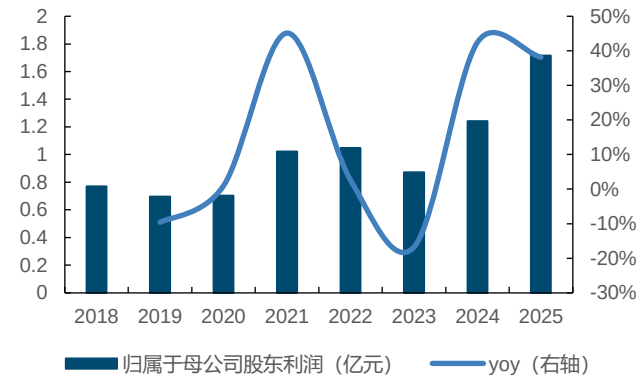
2025 年公司实现营业收入 22.42 亿元，同比+23.0%；归母净利润 1.72 亿元，同比+38.2%。2018-2025 年，公司营业收入由 5.15 亿元提升至 22.42 亿元，CAGR 约 23.4%；归母净利润由 0.77 亿元提升至 1.72 亿元，CAGR 约 12.1%。火法冶金项目的产能释放与公司产品结构的优化升级是驱动业绩增长的核心动力。

图表31：产能释放与产品结构优化带动营收稳增



来源：公司年报，国金证券研究所

图表32：产能释放与产品结构优化带动归母净利润扩张

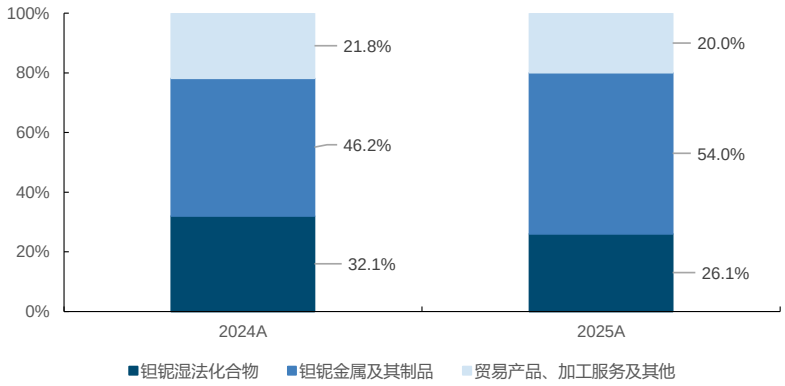


来源：公司年报，国金证券研究所

业务结构方面，2025 年公司钽铌湿法化合物/钽铌金属及其制品/贸易产品、加工服务及

其他分别实现收入 5.84/12.10/4.48 亿元，占比分别为 26.1%/54.0%/20.0%。其中，钽铌金属及其制品收入同比+43.8%，为公司收入增长的核心驱动，收入占比同比+7.8pcts 至 54.0%。公司正由从湿法冶炼环节向火法冶炼及深加工环节延伸。

图表33：2025 年公司钽铌金属及制品业务收入占比提升



来源：公司 2025 年报，国金证券研究所

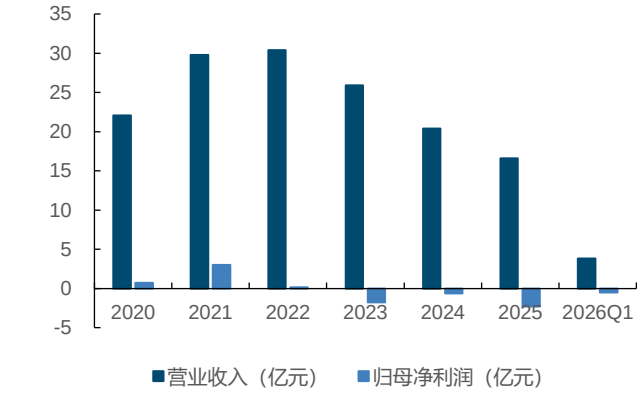
项目方面，雷州高性能钽铌氧化物项目是公司当前最核心的新增产能，规划年产 3,000 吨高性能钽铌氧化物，定位于强化公司在钽铌氧化物环节的规模和产品竞争力。该项目采用湿法冶炼工艺，核心产品为钽、铌氧化物加工品，并配套副产品回收，有助于提升资源综合利用效率。截至 2025 年报，公司已完成绝大部分设备安装调试，正积极推进投产。项目在 2026 年计划释放 1,500 吨产能，2027 年目标达到 3,000 吨满产。

金属制品端，贵州、贵阳及英德基地带动公司向高附加值金属材料延伸。稀美贵州为公司主要火法冶炼基地，规划产能 1,500 吨/年，产品包括钽铌粉末、熔炼钽铌、铌铁/铌镍二元合金及高纯钽铌锭材等，若完全达产，公司预计其火法产能有望位居全球前三。稀美贵阳高端金属新材料项目建成后预计年产 1,100 吨钽铌金属高端制品，主要承接公司钽铌金属及其制品业务放量趋势。英德基地则规划 200 吨/年电容级钽粉项目，补强高端粉体环节。

5.4 新金路：钽锡钨新贵，AI 金属资源龙头

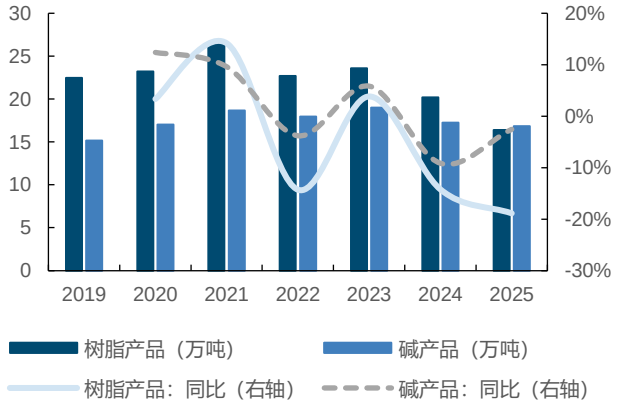
主业为氯碱化工，正通过布局矿产资源寻求产业转型。当前国内氯碱行业已进入以总量控制与结构调整为主导的深度调整阶段，2025 年 PVC 与烧碱市场延续供给偏宽松、需求恢复相对缓慢的格局，行业竞争持续加剧，公司相关业务经营持续承压。2025 年公司实现营业收入 16.60 亿元，同比-18.5%；归母净利润-2.30 亿元，亏损走扩。1Q2026 公司营业收入 3.83 亿元，同比+3.3%，归母净利润-0.51 亿元。公司主要产品产量亦持续下滑，2025 年树脂产品、碱产品产量分别为 16.40 万吨、16.83 万吨，同比-18.9%、-2.5%。

图表34：2025 年公司营收下行，亏损走扩



来源：公司公告，国金证券研究所

图表35：公司树脂、碱产品产量均下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

2023 年 3 月，公司通过破产和解取得栗木矿业控股权，切入有色金属资源领域。截至 2025 年报，集团合计间接持有栗木矿业 85%股权。栗木矿业名下拥有栗木钽铌锡多金属矿采矿

下载日志已记录，仅供内部参考

权，设计产能为 60 万吨/年。2025 年 12 月公司公告，拟投资实施采矿、选矿、冶炼项目一期，总投资 4.96 亿元。其中，60 万吨年采矿改造工程项目为升级改造项目，项目建设期 2 年；150 万吨/年选矿项目为新建项目，项目一期建设期为 1 年，计划达产后年产 4275 吨锡精矿、600 吨钨精矿；钽铌（钨、锡）资源冶炼综合利用技改项目为搬迁技术改造项目，计划达产后年产氟钽酸钾 500 吨，氧化钽 50 吨，氧化铌 200 吨，项目建设期 1 年。

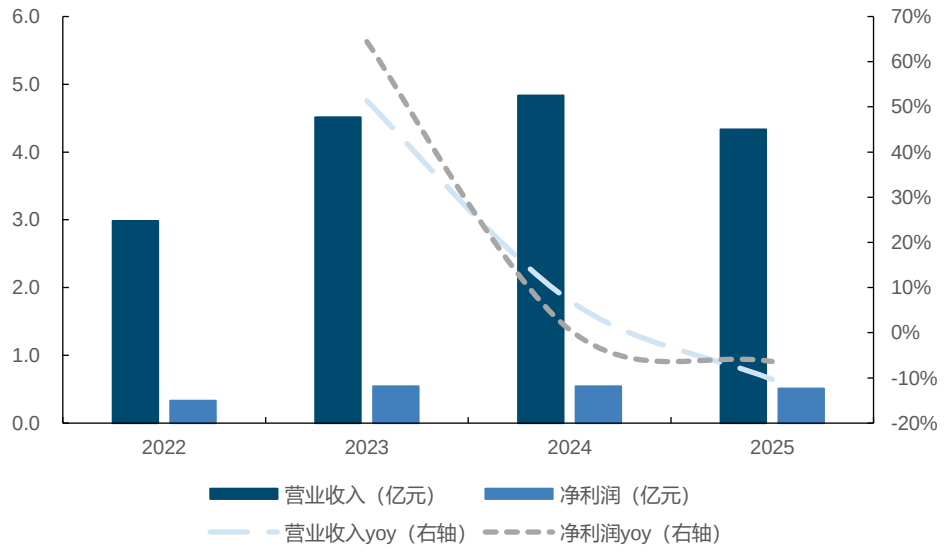
2026 年 1 月 17 日，公司公告栗木矿业复工。据公司公告，截至 2026 年 6 月，上述投资建设项目及资源增储工作均按计划有序推进，其中采矿项目目前正在进行井下皮带斜井施工，井下各系统建设正处于施工图设计完善阶段，主要设备采购工作暂未启动；选矿项目目前正在完善施工图设计，进行基础设施施工，并按计划推进设备采购工作；冶炼项目前正在进行主体工程改造及主要公辅工程的施工，并推进设备采购前的调研工作。相关项目建成投产后，有望为公司打开第二增长曲线。

5.5 江钨装备：国企改革典范，优质钨钽铌资产陆续注入中

资产重组完成后，公司顺利实现战略转型。公司原为安源煤业，2025 年通过实施重大资产置换，置入金环磁选 57%股权并置出煤炭采选相关资产，主营业务由煤炭采选、经营及流通业务转型为磁选装备的研发、生产与销售。金环磁选是国内磁选装备领域的重要企业，产品涵盖电磁、永磁及离心重选三大系列，广泛应用于铁矿、有色金属矿、非金属矿等矿产资源开发及综合利用回收。

2025 年金环磁选实现营业收入 4.33 亿元，同比-10.4%；净利润 0.51 亿元，同比-6.4%。营收及利润的阶段性下降主要因磁选装备产品结构向大型化调整，致使设备台套数量相应减少所致。

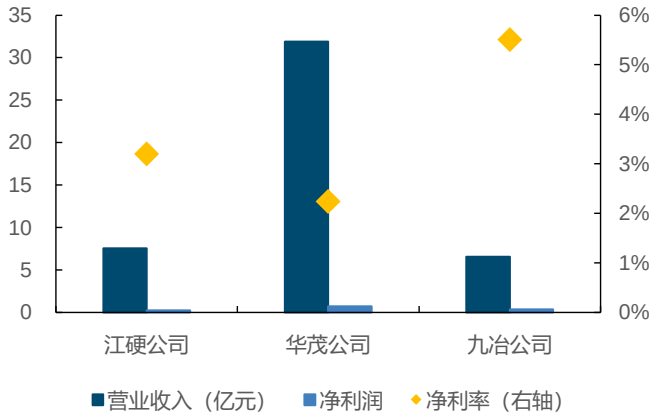
图表36：产品结构调整拖累金环磁选 2025 年业绩表现



来源：安源煤业重大资产置换暨关联交易报告书（草案）（修订稿），公司 2025 年报，国金证券研究所

2026 年 2 月公司发布定增公告，拟收购控股股东江钨控股持有的江硬、华茂、九冶三家公司 100%股权，将控股股东持有的钨制品及钽铌制品领域优秀资产注入上市公司，实现上市公司对钨和钽铌产业链的资源整合，提升上市公司资产质量与盈利能力。其中，江硬公司主要从事高性能硬质合金研发、生产与销售，具备数控刀片、硬质合金棒材等深加工产品的大规模生产能力；2025 年实现营业收入 7.55 亿元，净利润 0.24 亿元。华茂公司主要从事钨材料研发、生产与销售，主要产品包括氧化钨、偏钨酸铵、钨粉、碳化钨粉等；2025 年实现营业收入 31.90 亿元，净利润 0.71 亿元。九冶公司为钽铌制品生产企业，目前已经形成钽铌氧化物、碳化物及合金制品等系列产品；2025 年实现营业收入 6.54 亿元，净利润 0.36 亿元。截至 2026 年 6 月定增预案修订稿，本次交易对价暂定为 19.07 亿元。若交易顺利完成，公司将实现从磁选装备向有色金属材料产业链的纵向拓展，增强产业协同和抗周期能力，有望打造集选矿装备、钨材料及钽铌材料于一体的综合性有色金属产业平台。

图表37：江硬、华茂、九冶公司2025年营收及净利润



来源：江钨装备2026年定增预案（修订稿），国金证券研究所

风险提示

AI产业发展不及预期。AI服务器及数据中心需求是本轮钽需求增长的重要驱动力。若全球AI资本开支放缓、算力基础设施建设低于预期，或终端应用落地进度不及预期，可能导致钽电容等下游需求增长放缓，从而影响行业景气度。

非洲钽矿供应恢复超预期。当前全球钽资源供给高度依赖非洲地区，若刚果金等主要产区供应扰动缓解，或新增项目投产超预期，全球钽矿供给增量或高于预期，对钽价形成压制。

技术替代风险。若MLCC等替代产品技术进步超预期，在部分应用场景中对钽电容形成替代，可能导致钽电容市场份额下降，进而影响钽需求增长空间。

项目建设及产能释放不及预期。若钽冶炼及深加工项目建设、客户认证或市场开拓进度低于预期，新增产能释放节奏或慢于预期，进而影响相关企业业绩兑现。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究