

公司研究 | 深度报告 | 中矿资源 (002738.SZ)

中矿资源：青云万里，厚积薄发——资源龙头的进阶之路

报告要点

当前时点，公司正向国际矿业平台实现二次跨越成长，未来潜力巨大。地勘基因赋能资源扩张与成本控制。多金属布局接力共振。股权激励强化企业经营活力。预计公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 26.75、31.82、39.93 亿元，对应 PE 14X、12X、9X。

分析师及联系人



王鹤涛

SAC: S0490512070002

SFC: BQT626



赵超

SAC: S0490519030001

SFC: BUY139



王筱茜

SAC: S0490519080004

SFC: BWM115



许红远

SAC: S0490520080021



肖百桓

SAC: S0490522080001



周相君

SAC: S0490525080007

中矿资源 (002738.SZ)

2026-08-21

中矿资源：青云万里，厚积薄发——资源龙头的进阶之路

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

中矿资源：地勘血脉贯穿全周期，多金属平台加速兑现

公司长期深耕矿产资源勘查领域，凭借多年海外地质服务经验和资源评价能力，逐步完成从地勘服务企业向国际化资源开发平台的战略升级。公司前身长期从事固体矿产勘查技术服务，凭借二十余年海外勘查经验，公司积累丰富的区域地质认知、资源评价及海外项目运营能力，并于 2021 年将地勘业务由对外服务转向服务自身资源，聚焦优质矿权获取、矿山资源增储及项目开发。依托地勘基因公司精准把握新能源、AI 等产业发展趋势，通过收购、合作和自主勘查等方式，逐步构建锂、铷铯、铜、镓锗等多品种资源体系。目前公司已形成锂资源提供成长弹性、铷铯资源贡献稀缺资产、铜资源打开远景空间、镓锗业务强化战略属性的多轮驱动发展格局。立足全球资源重估和关键矿产供应链重构背景下，公司开启向国际矿业平台的跨越成长。

锂：量增降本两手抓，打造锂板块阿尔法

基于地勘优势赋能的资源增储能力，公司锂资源保障能力显著提高，依托自身领先的人才技术优势和冶炼工艺优势，公司持续加码海外资源和冶炼布局，量增弹性同成本降低共振，规划 2 年内自有资源提锂年产能达 10 万吨 LCE 以上，5 年内达 15 万吨 LCE。目前公司核心拥有两座主力锂资源矿山，津巴布韦 Bikita 矿山和加拿大 Tanco 矿山，在地勘基因优势下 Bikita 完成 4 次增储，资源量自最初 85 万吨 LCE 跃升 4 倍至 343 万吨。为响应津巴布韦当地政策变化，公司拟通过定增募投规划津巴布韦 10 万吨硫酸锂项目，完善当地全链条布局，有效降低精矿长途运输成本。基于当下锂行业确定性的供需短缺格局以及可观的价格高度，公司作为一直以来锂资源量增稳定兑现，后续弹性显著，并且成本持续改善的资源龙头，长期成长空间可期。

铷铯：全球资源龙头，产能扩张巩固地位

凭借在铷铯盐与甲酸铷市场接近垄断的地位，公司铷铯有着极强的定价权和盈利能力。公司铷铯盐的毛利率近年维持高位，2025 年高达 74.07%。考虑到下游需求的快速增长，依托自身全球高品质资源的掌控优势，公司进一步加码铷铯产能扩张。目前公司现有铷铯盐产能约 1500 吨，后续公司拟通过定增建设江西中矿新材年产 2000 吨铷铯产品项目，巩固自身龙头地位。

钽：现有资源伴生，应用前景广阔

公司体内两大优质锂资源 Bikita 锂矿和 Tanco 锂矿均伴生钽资源，同时乌干达 EL00687 锂钽钶矿加速推进系统勘查的前期工作，并且公司仍持续积极拓展新的钽资源布局。公司早于 2022 年规划津巴布韦 Bikita 锂矿 200 万 t/a 建设工程时便开始规划钽精矿生产，对应 0.03 万吨产能规模。考虑公司自身资源优势及伴生成熟矿山的配套设施优势，钽资源未来经济效益潜力可期。

铜：深耕赞比亚资源布局，增储扩产打造潜力

公司基于二十余年海外地勘经验和对非洲矿业环境的理解，持续深化赞比亚等非洲铜资源布局，计划 2 年内实现铜金属产能 5 万吨以上，5 年内 10 万吨以上。赞比亚 Kitumba 铜矿是目前铜业务核心增长点，禀赋优异，增储潜力可期。公司加速推进 Kitumba 资源开发，规划采选规模 350 万吨，冶炼产能 3.5 万吨，年均产出 3.3 万吨阴极铜和 5.5 万吨铜精矿，预计 2026Q3 完成选矿厂投产准备或试生产，2026Q4 正式投产，预计 2026Q4 完成冶炼厂投产准备或试生产，2027Q1 正式投产。在当前铜价韧性十足背景下，随 Kitumba 投产放量大幅强化公司盈利。

镓锗：战略需求扩容，供给安全重估，Tsumeb 打开成长空间

立足纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂的丰富资源，公司积极布局镓锗等战略小金属领域，加速建设年产锗 33 吨、工业镓 11 吨、锌锭 1.09 万吨项目。公司持续推进项目进度，一期火法冶炼建成并点火试生产，加速二期火法冶炼及湿法冶炼建设。稳步向上的高端制造需求叠加弹性有限的供给释放能力，镓锗价格中枢有望持续向上，且国内出口管制扩大海内外价差强化项目盈利。

落地投资：地勘赋能全球资源布局，多金属平台成长开启

预计公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 26.75/31.82/39.93 亿元，对应 PE 14X/12X/9X。

风险提示

- 1、锂及小金属价格波动风险；2、海外项目建设及达产不及预期风险；
- 3、海外经营及供应链风险；4、盈利预测不及预期。

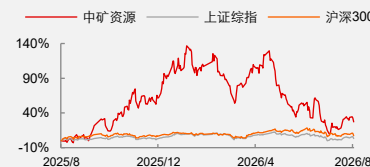
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	51.48
总股本(万股)	72,938
流通A股/B股(万股)	71,102/0
每股净资产(元)	17.68
近12月最高/最低价(元)	100.86/38.88

注：股价为 2026 年 8 月 19 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《锂价回暖业绩修复，小金属和铜放量在即——中矿资源 2025 年三季报点评》2025-11-21
- 《锂价下滑压制盈利，静待小金属和铜资源放量——中矿资源 2025 中报点评》2025-09-16
- 《锂价下滑盈利承压，静待铜及小金属资源放量——中矿资源 2024 年报暨 2025 一季报点评》2025-05-27



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

中矿资源：地勘血脉贯穿全周期，多金属平台加速兑现	6
地质勘查基因赋能，助力多金属资源布局	7
地勘起家，技术与经验优势显著	8
地勘优势介入矿权开发，资源储备丰富	9
锂：量增降本两手抓，打造锂板块阿尔法	11
地勘赋能资源增储，量增降本强化盈利	11
布局硫酸锂响应当地政策要求，实现运费降低延续降本趋势	13
需求景气延续+资本开支有限，锂行业供需短缺格局不改	13
铷铯：全球资源龙头，产能扩张巩固地位	14
关键矿产资源，需求前景广阔	14
三次并购，奠定铷铯全球龙头	15
甲酸铯细分市场一家独大，未来国内应用潜力巨大	16
毛利率维持高位，产能扩张强化盈利	17
钽：现有资源伴生，应用前景广阔	17
铜：深耕赞比亚资源布局，增储扩产打造潜力	20
镓锗：战略需求扩容，供给安全重估，Tsumeb 打开成长空间	23
投资建议：地勘赋能全球资源布局，多金属平台成长开启	24
风险提示	26

图表目录

图 1：公司地勘业务起家，陆续布局铷铯、锂、镓、锗、铜等矿产资源	6
图 2：截至 2026 年 5 月 6 日，中色矿业集团有限公司为上市公司第一大股东	7
图 3：2019 年加拿大、津巴布韦铷储量占全球比例 82%	14
图 4：2019 年津巴布韦、加拿大铯储量占全球比例 42%	14
图 5：公司在全球铷矿资源方面拥有绝对优势	16
图 6：甲酸铯生态运营系统示意图	17
图 7：公司铷铯业务毛利率常年维持高位	17
图 8：钽终端消费结构（2024 年）	18
图 9：美国将钽列入供应限制影响大的金属品种	18
图 10：2024 年全球对钽金属的消费量为 2500 吨，其中中国为 995 吨	19
图 11：聚合物钽电容相较于传统锰系钽电容性能更优，有望在 AI 领域获得应用	19
图 12：随着代次升高，高温合金的承温能力逐步提高	19
图 13：钽在新型高温合金的添加量稳中有升	19
图 14：全球钽金属分国别产量	20
图 15：澳大利亚和巴西是钽资源储量最多的国家	20
图 16：截至 2025 年赞比亚铜资源储量约 2100 万金属吨，占全球 2%	22
图 17：截至 2025 年赞比亚铜矿产量约 94 万金属吨，占全球 4%	22

图 18: 需强供弱, 支撑铜价表现	23
图 19: 近年来全球锆矿产量基本维持稳定 (吨)	24
图 20: 2024 年锆下游需求主要在红外和光纤	24
图 21: 海外镓价格高于国内	24
图 22: 海外锆价格高于国内	24
表 1: 公司推行股权激励, 业绩考核目标彰显公司发展信心	7
表 2: 7 名实控人长期深耕行业, 地勘经验丰富	8
表 3: 公司陆续完成多个海外知名地勘项目	9
表 4: 公司长期发挥地勘优势, 矿山资源储备丰富	10
表 5: 在地勘基因赋能加持下, 公司的海外矿产资源仍具备增储扩张潜力	11
表 6: 公司 Bikita 矿山自 2022 年以来完成 4 次增储, 保有资源量增加约 4 倍	11
表 7: Bikita 矿山增储后单吨碳酸锂当量估值处于行业低位	12
表 8: 截至 2025 年, 公司拥有 418 万吨/年选矿产能	12
表 9: 公司 Bikita 矿山扩展和技改项目完成, 采选产能达 400 万吨	12
表 10: 津巴布韦锂精矿销售相关税种梳理	13
表 11: 铷铯盐产品应用广泛, 公司铷铯盐产品种类齐全	15
表 12: 2022 年, 公司津巴布韦 Bikita 锂矿 200 万 t/a 建设工程规划年产 0.03 万吨钽精矿	18
表 13: 根据 2015 年可研报告, Kitumba 铜矿现金成本为 1.93 美元/磅	21
表 14: Kitumba 铜矿投资方案调整, 加快达产时间, 提高运营期年限和总产量规模	21
表 15: 公司收入和利润的敏感性分析 (单位: 亿元)	26

中矿资源：地勘血脉贯穿全周期，多金属平台加速兑现

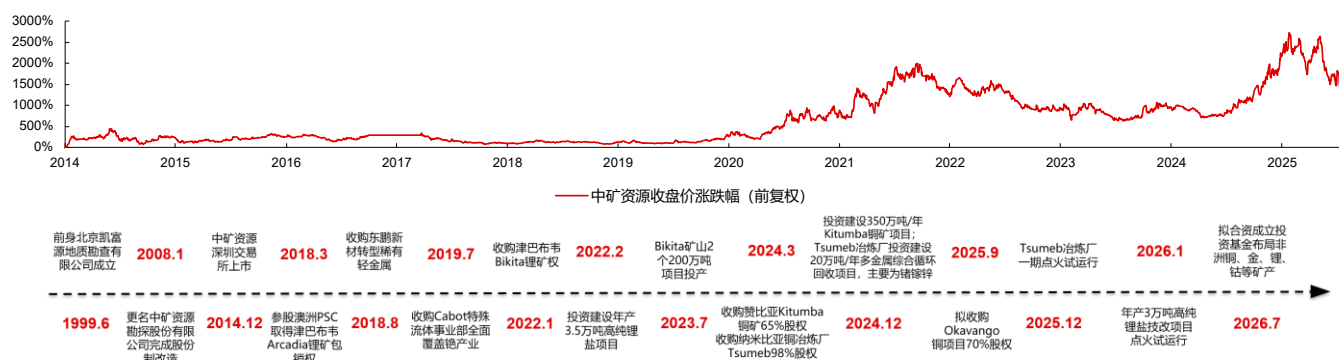
中矿资源长期深耕矿产资源勘查领域，凭借多年海外地质服务经验和资源评价能力，逐步完成从地勘服务企业向国际化资源开发平台的战略升级。公司前身长期从事固体矿产勘查技术服务，在全球多个资源富集区域开展地质勘查工作，积累了丰富的海外资源获取经验、区域地质认知以及矿山开发能力。不同于传统资源企业依赖资本驱动获取矿权，公司依托自身地勘优势，在资源发现、价值判断和项目筛选方面具备天然优势，逐步形成“地勘找矿—资源获取—开发运营—产业延伸”的成长模式。

依托地勘基因，公司精准把握新能源、AI 等产业发展趋势，持续完善全球资源版图。公司围绕战略金属资源展开前瞻布局，通过收购、合作和自主勘查等方式，逐步构建覆盖锂、铷铯、铜、镓锗等多品种资源体系。其中，锂资源方面，公司通过布局津巴布韦 Bikita 锂矿、加拿大 Tanco 锂铯矿等，形成全球化锂资源供应体系；铷铯资源方面，公司依托 Tanco 项目打造全球领先的铷榴石资源平台；铜资源方面，公司拓展赞比亚 Kitumba 铜矿布局，切入规模化大宗金属领域；镓锗方面，公司通过 Tsumeb 冶炼资产实现战略金属综合回收，推动资源价值进一步释放。

经过多年积累，公司已由单一地勘服务企业成长为具备全球资源配置能力的综合矿业平台。一方面，公司依托自身地勘能力持续推进资源增储，提高核心项目生命周期，降低前期收购对价；另一方面，通过矿山开发、冶炼加工及循环回收等环节延伸产业价值链，实现资源价值最大化。目前，公司已形成锂资源提供成长弹性、铷铯资源贡献稀缺资产、铜资源打开远景空间、镓锗业务强化战略属性的多轮驱动发展格局。

站在全球资源重估和关键矿产供应链重构背景下，公司有望向国际矿业平台实现二次跨越成长。凭借多年海外项目经验、成熟地勘能力以及持续扩张的资源储备，公司有望持续获取全球优质矿产资源，并复制 Bikita、Tanco、Kitumba 等项目成功经验，推动资源规模和产业价值持续提升，成长为具备全球竞争力的综合资源龙头。

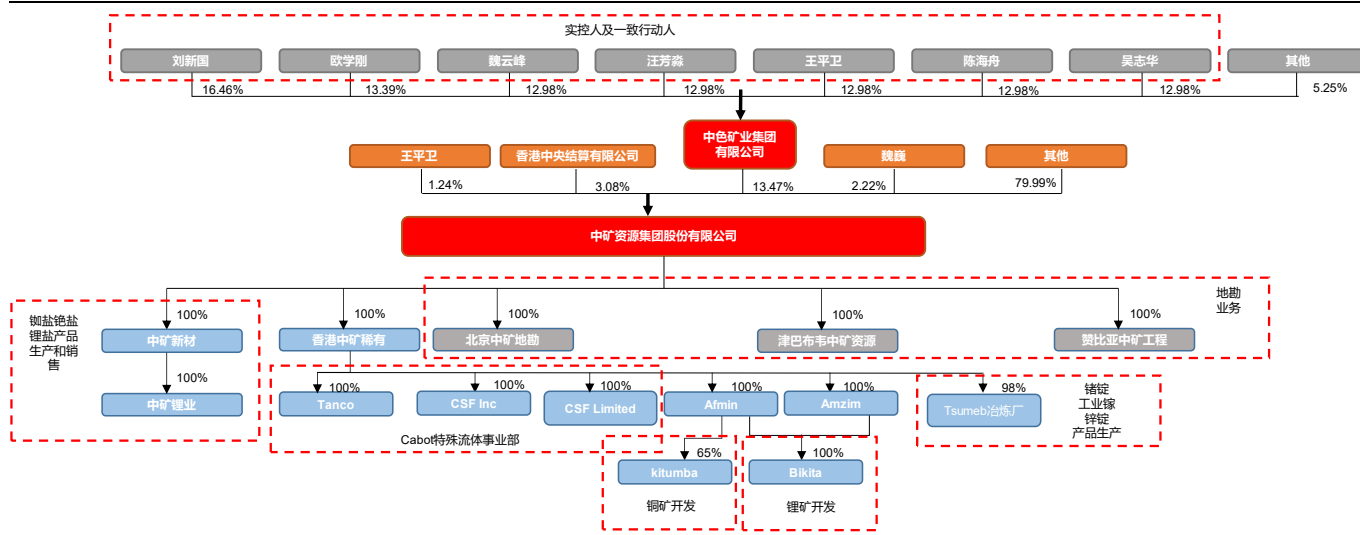
图 1: 公司地勘业务起家, 陆续布局铯铷、锂、镓、锗、铜等矿产资源



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

民企机制灵活，股权结构稳定，创业团队共同控制保障战略延续。截至 2026 年 5 月 6 日，中色矿业集团为公司第一大股东，持股比例 13.47%；王平卫、刘新国、欧学钢、陈海舟、魏云峰、吴志华、汪芳淼七人为共同实际控制人，合计持有中色矿业 94.75% 股权，其中王平卫任中矿资源董事长和总裁。

图 2: 截至 2026 年 5 月 6 日, 中色矿业集团有限公司为上市公司第一大股东



资料来源：Wind，长江证券研究所

继 2015、2020 年两次实施股权激励所带来的显著成效，公司于 2026 年再度实施股权激励，绑定核心团队利益，助力加速迈向资源龙头。本次股权激励对象包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员及其他董事会认为应激励的员工，共计 197 人。其中，股票期权的首次授予行权价格为 59.80 元/股，限制性股票首次授予价格为 29.90 元/股。

表 1：公司推行股权激励，业绩考核目标彰显公司发展信心

情形	解除限售安排	考核区间	业绩考核目标
若预留的股票期权/限制性股票于公司 2026 年第三季度报告披露之前（含披露日）授予	第一个行权/解除限售期	2026 年	公司 2026 年归母净利润不低于 25 亿元
	第二个行权/解除限售期	2026 年-2027 年	公司 2026 年和 2027 年两年累计归母净利润不低于 55 亿元
	第三个行权/解除限售期	2026 年-2028 年	公司 2026 年、2027 年以及 2028 年三年累计归母净利润不低于 90 亿元
若预留的股票期权/限制性股票于公司 2026 年第三季度报告披露之后（含披露日）授予	第一个行权/解除限售期	2027 年	公司 2027 年归母净利润不低于 30 亿元
	第二个行权/解除限售期	2027 年-2028 年	公司 2027 年和 2028 年两年累计归母净利润不低于 65 亿元

资料来源：公司公告，长江证券研究所

地质勘查基因赋能，助力多金属资源布局

基于核心团队长期深耕矿业产业链的经验积淀，地质勘查技术服务已成公司核心能力，并以此公司逐步形成“资源勘探-矿权投资-金属开发”的布局模式。凭借二十余年海外



矿产勘查经验，公司积累了丰富的区域地质认知、资源评价及海外项目运营能力，并于 2021 年开始将地勘业务由对外服务逐步转向服务自身资源战略，2024 年全部转化完成，进而聚焦优质矿权获取、矿山资源增储及项目开发。依托对全球矿业周期、资源供需格局及海外矿业环境的深刻理解，公司将地勘优势持续转化为资源获取优势，包括赋能 Bikita 锂矿、Tanco 铯铷矿、Kitumba 铜矿等核心项目开发，实现由地勘服务商向全球化多金属资源平台的持续升级。

地勘起家，技术与经验优势显著

公司与国家有色系统渊源颇深，管理层经验丰富，团队产业背景深厚。公司前身为北京凯富源地质勘查有限公司，1999 年主要由中色矿业出资成立，持股比例为 80%。中色矿业于 1998 年成立，由原中国有色金属工业总公司（简称“有色总公司”）独资设立，有色总公司曾拥有各省级有色公司，如新疆有色（旗下有新疆锂盐厂）、江西稀有稀土（旗下有江西钨业）等。有色总公司地质勘查总局撤销，公司董事长王平卫先生也由湖南省有色地质勘查局调任至有色总公司地质勘查总局，负责组建凯富源公司（中矿资源前身），接收机关分流人员。公司管理层均扎根地勘一线多年，董事长、总裁王平卫先生曾任湖南有色地质 217 队副大队长、湖南有色地质勘查局局长助理等职；中色矿业董事长刘新国先生曾任中国有色地质总局计划处副处长、海外开发处处长等职。**公司管理层均长期深耕行业，拥有丰富地勘经验，产业背景打造地勘硬实力。**

表 2：7 名实控人长期深耕行业，地勘经验丰富

姓名	年龄	职务	学历	工作经历
王平卫	66	董事长、总裁	博士研究生，教授级高级工程师	毕业于中南大学地质工程专业；1982 年至 1990 年，任湖南有色地质 217 队工程师、副大队长；1990 年至 1998 年，任中南市政工程总公司副总经理；1998 年至 1999 年，任湖南有色地勘局局长助理；2000 年 1 月至今，任公司总裁、董事
刘新国	64	中色矿业集团有限公司董事长	大学本科，高级工程师	1984 年至 1991 年，在中国有色金属工业总公司地质勘查总局工作；1991 年至 1998 年，先后任中国有色金属工业总公司地质勘查总局计划处副处长、企业处处长、海外处处长；自 1998 年起，在中色矿业任职，2013 年至今，任中色矿业董事长
欧学钢	55	董事	大学本科，高级会计师	毕业于北京大学电气工程学院会计学院；1990 年至 1997 年，在湖南有色地质勘查局财务处工作；1999 年至 2008 年，任中色矿业财务部副经理；2003 年 12 月至今，任本公司董事
汪芳淼	61	董事	大学本科，高级统计师	1989 年至 1998 年，中国有色金属工业总公司历任地质勘查总局计划处、企业发展处干部、副处长、处长；1998 年至 2008 年，任中色矿业财务部经理、财务负责人；2008 年至 2011 年，任中色矿业监事会主席；2011 年 4 月至今，任中色矿业副总经理
魏云峰	65	董事	大学专科，会计师	1984 年至 1994 年，中国有色金属工业总公司地质勘查总局计划处从事财务管理工作；1994 年至 2001 年，任中国有色金属工业总公司地质勘查总局财务处副处长、财务处处长；2001 年 3 月至今，历任中色矿业资产监审部经理、监事会主席、副总经理
吴志华	64	董事	大学本科，高级经济师	毕业于中南大学文学院中文系；1983 年至 1984 年，在湖南地质勘探 238 队工作；1985 年至 1998 年，在湖南省有色地质勘查局历任办公室秘书、主任；1998 年至 2007 年，任中色矿业董事会秘书、办公室主任；2011 年至今，任中色矿业总经理助理、董事、副总经理
陈海舟	50	董事	大学本科	1982 年至 1995 年，历任浙江冶金地质勘探公司历任科长、浙江有色地质勘查局局长；1995 年至 2001 年，浙江省有色金属地质勘查局历任副局长、党委书记；2001 年至 2011 年，任中色矿业总经理助理、副总经理；2011 年 4 月至今，任中色矿业董事、副总经理

资料来源：Wind，长江证券研究所

从事海外地质勘查业务二十余年，地勘技术优势显著。公司自 1999 年成立以来，一直从事于固体矿产勘查技术服务，至今已有二十余年。公司掌握地、物、化、遥、钻等行业通用技术和前沿技术并拥有 16 项技术专利，可提供 37mm 至 3,000mm 所有口径的钻探服务，已完成了千米以上深孔钻探与复杂地层的取芯钻探，获得中国有色金属地质找矿壹等奖、中国有色金属工业科学技术贰等奖等。

依托精湛的矿产勘查技术优势，完成多个海内外地勘项目。公司业务遍布非洲、东南亚、中亚、南欧等二十余个国家和地区，承担了中国有色赞比亚谦比希铜矿、中冶集团和江西铜业阿富汗艾娜克铜矿、紫金矿业刚果（金）卡莫阿铜矿等多个项目的地勘工作，在境外固体矿产勘查领域有明显的先发优势和经验优势。公司在海内外拥有参控股子公司 20 多家，为公司的矿权开发奠定了良好的基础。

表 3：公司陆续完成多个海外知名地勘项目

客户	项目名称	项目所在地	项目意义
中国有色	谦比希铜矿	赞比亚	中国有色行业第一个“走出去”的成功典范
	巴松红土型铝土矿	老挝	超大红土型铝土矿项目
中冶集团	巴基斯坦杜达铅锌矿、山达克铜矿	巴基斯坦	杜达铅锌矿是目前巴基斯坦境内唯一一座地下金属矿山
	瑞木镍钴矿	巴布亚新几内亚	
中冶集团和江西铜业	阿富汗艾娜克超大型铜矿项目	阿富汗	世界级探明未开发的超大型铜矿项目
中辉集团	谦比希铜矿	赞比亚	创造赞比亚最深地质孔记录（1475 米）
紫金矿业	卡莫阿铜矿	刚果（金）	-
北方工业	韦铂钯矿	津巴布韦	世界超大型铂钯矿
	科米卡铜钴矿	刚果（金）	-

资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

地勘优势介入矿权开发，资源储备丰富

地勘资源向内部倾斜，使技术能力开始直接服务资源扩张与成本控制。随着铯铷与锂电业务成为公司主要收入与利润来源，2021 年公司将地勘业务由对外提供服务转为对内协助，主要职能是保障现有矿山的生产以及获取锂、铯、铷的优质矿产资源，其次是为海外客户提供地勘技术服务。与同样布局稀有轻金属、锂业务的同业公司相比，公司凭借地勘技术优势，探矿无需第三方介入，一方面节约了时间与费用成本，助力公司快速获取新的矿产资源；另一方面，资源储量评估结果也更为可靠，降低矿山项目投资风险。

复盘锂和铯铷两大业务发展历程，公司布局思路明确，均率先收购冶炼端成熟产线，再后续凭借地勘优势持续发掘优质资源。

- **冶炼端：**收购铯铷盐龙头企业东鹏新材，新增布局锂盐、铯铷盐业务。2018 年 8 月，公司以 18 亿元的对价收购东鹏新材 100% 的股权，布局冶炼业务，增加了锂盐、铯铷盐产品的生产、加工、贸易业务。东鹏新材是国内电池级氟化锂的主要供

应商，也是铯铷盐细分市场的龙头，市占率已达 75%，客户资源遍布全球，与森田化工、美国杜邦、德国巴斯夫、日本岩谷等知名公司有稳定的合作关系。

- **资源端：**地勘优势赋能发掘优质资源，多次增储提高资源量。2019 年，公司通过收购 Cabot 公司特殊流体事业部 100% 股权，取得全球规模最大的锂铯钽矿床之一 Tanco 的矿权，拥有丰富的铯榴石和锂辉石资源。2022 年，公司以 1.8 亿美元收购 Bikita 矿山，Bikita 是成熟且在产的优质矿山，随后持续开展资源勘查，截至 2026 年 4 月，Bikita 累计探获锂矿石资源量约 1.41 亿吨，折合 LCE 约 343 万吨，相较收购时资源规模实现大幅提升，充分验证公司“低成本获取资源+持续勘查增储”的资源开发模式。

充分发挥固体矿产勘查业务优势，公司积极布局矿权投资与矿山开发。在新资源的并购过程中，公司依托多年地勘经验及技术优势，有效提高公司并购效率并降低并购成本，为公司矿权开发业务的长期稳定可持续发展奠定了坚实的基础。截至 2025 年末，公司及子公司拥有各类矿业权 71 处，其中包括采矿权 11 处、探矿权 46 处及地表租约 14 处，资源分布覆盖加拿大、津巴布韦、赞比亚、纳米比亚等多个国家，涉及锂、铯、铷、铜、钽、镓、锗、锌等多种战略金属。

公司加大资源勘探预算，寻求多金属品种共振。公司制定了 2026 年度海外矿产资源勘探预算方案，拟以预算 8042.91 万元的自有资金投资于自有矿权项目勘查增储及拟收购矿权的风险勘查，旨在低成本增储并提升资源价值转化效率，进而支撑长期资源储备与产能扩张，增强核心金属（锂、铜、铯、钽）供应保障能力。

表 4：公司长期发挥地勘优势，矿山资源储备丰富

矿山名称	地区	资源类型	矿石量	平均品位
Bikita 矿区	津巴布韦	锂	14143.47 万吨	0.98% (Li ₂ O)
Tanco 矿区	加拿大曼尼托巴省	铯	44.74 万吨	5.9% (Cs ₂ O)
		锂	1066.4 万吨	1.32% (Li ₂ O)
		钽	357.6 万吨	0.06% (Ta ₂ O ₅)
		铜	2937.85 万吨	0.71%
卡森帕铜铁金矿	赞比亚西北省	金	6.46 金属吨	-
		铁	420 百万吨	41.2% (TFe)
Kitumba 铜矿	赞比亚	铜	2790 万吨	2.2%
Tsumeb	纳米比亚	镓	409.62 金属吨	139.16 克/吨
		锗	745.38 金属吨	253.51 克/吨
		锌	209458.72 金属吨	7.12%
EL00687 锂铯钽矿	乌干达	锂、铯、钽	-	-
卡布韦西 Sebembere 锌矿	赞比亚	锌	-	-

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 5：在地勘基因赋能加持下，公司的海外矿产资源仍具备增储扩张潜力

矿山	详情
Bikita 锂铯钽矿	Bikita 矿山伟晶岩体向西延至矿权边界未封边，向西部仍有较好的找矿增储前景
Tanco 锂铯钽矿	41.76 km ² 探矿权区域尚未系统勘查，2026 年将启动 Clover 及 ML-04 区块地表勘查
卡森帕铜铁金矿	部分矿化点未验证，2026 年将系统开展地质研究与工程验证
Kitumba 铜矿	2025 年，公司对该项目矿权范围内的 H 靶区和 K 靶区进行找矿勘查，在 H 靶区发现了 3 个铜矿体，合计提交铜矿资源矿石量 864 万吨，铜平均品位 0.69%，铜金属量 6.00 万吨。2026 年将深化 H/K 靶区勘查并开展全矿区地质普查
EL00687 锂铯钽矿	持有 70%权益，探矿权面积 15.45 km ² ，尚未系统勘查，2026 年拟开展两个普查区找矿工作。
卡布韦西 Sebembere 锌矿	100%权益，属层控型矿床，前期 15 钻孔中 12 孔见矿，2026 年将验证历史矿化并布孔扩大资源量

资料来源：公司公告，长江证券研究所

锂：量增降本两手抓，打造锂板块阿尔法

基于地勘优势赋能的资源增储能力，公司锂资源保障能力显著提高，依托自身领先的人才技术优势和冶炼工艺优势，公司持续加码海外资源和冶炼布局，量增弹性同成本降低共振，规划 2 年内自有资源提锂年产能达 10 万吨 LCE 以上，5 年内达 15 万吨 LCE。目前公司核心拥有两座主力锂资源矿山，津巴布韦 Bikita 矿山和加拿大 Tanco 矿山，在地勘基因优势下 Bikita 完成 4 次增储，资源量自最初 85 万吨 LCE 跃升 4 倍至 343 万吨。为响应津巴布韦当地政策变化，公司拟通过定增募投规划津巴布韦 10 万吨硫酸锂项目，完善当地全链条布局，有效降低精矿长途运输成本。基于当下锂行业确定性的供需短缺格局以及可观的价格高度，公司作为一直以来资源量增稳定兑现，后续弹性显著，并且成本持续改善的资源龙头，成长空间可期。

地勘赋能资源增储，量增降本强化盈利

地勘赋能优势加持下，Bikita 矿山资源完成 4 次增储，锂资源储备增加约 4 倍至 343 万吨 LCE。Bikita 矿山自 2022 年收购以来，连续完成了 4 次增储工作，锂矿产保有资源量由 0.29 亿吨增长至 1.41 亿吨，碳酸锂当量(LCE)由 84.96 万吨增长至 343.41 万吨，保有资源量增长约 4 倍。按 2022 年收购对价 1.80 亿美元测算，经 4 次增储后，公司单吨碳酸锂当量估值低于行业中枢，收购对价优势显著。同时，公司也积极布局储备资源，2023 年 5 月参股非洲安哥拉 Namibe 锂矿项目并拟后续实现控股，锂矿储藏潜力巨大；持有乌干达 EL00687 锂铯钽矿 70%权益，探矿权面积 15.45 km²，尚未系统勘查，2026 年拟开展两个普查区找矿工作。依托强劲的地勘技术以及经验优势，公司未来仍将持续强化锂版图资源布局，规划 2 年内自有资源提锂年产能达 10 万吨 LCE 以上，5 年内达 15 万吨 LCE，巩固资源龙头地位。

表 6：公司 Bikita 矿山自 2022 年以来完成 4 次增储，保有资源量增加约 4 倍

公告时间	类别	保有锂矿产资源量（万吨）	Li ₂ O 金属含量（万吨）	Li ₂ CO ₃ 当量（万吨）
2022 年 2 月	收购	2941.4	34.4	84.96
2022 年 10 月	增储	5451.5	63.18	156.05

2023 年 4 月	增储	6541.93	74.4	183.78
2024 年 1 月	增储	11335.17	116.79	288.47
2026 年 4 月	增储	14143.47	139.03	343.41

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 7：Bikita 矿山增储后单吨碳酸锂当量估值处于行业低位

公告时间	收购方	地点	收购矿山	收购股权	收购价格（亿美元）	资源量（万吨）	Li2O 金属含量（万吨）	Li2O 品位	Li2CO3 当量（万吨）	单吨碳酸锂当量估值（美元/吨）
2026 年 4 月	中矿资源	津巴布韦	Bikita	增储	1.80	14143	139.0	0.98%	343.4	52.4
2022 年 2 月	中矿资源	津巴布韦	Bikita	100%	1.80	2941	34.4	1.17%	85.0	211.9
2024 年 5 月	赣锋锂业	马里	Goulamina	40%	3.43	21100	289.0	1.37%	713.8	120.0
2023 年 1 月	海南矿业	马里	Bougouni	51%	1.18	2131	23.7	1.11%	58.5	394.7
2021 年 11 月	盛新锂能	津巴布韦	萨比星锂钽矿	51%	0.77	668	8.8	1.98%	21.9	686.5
2021 年 12 月	华友钴业	津巴布韦	Arcadia	100%	4.22	7270	77.0	1.06%	190.0	222.1

资料来源：公司公告，长江证券研究所

津巴布韦 Bikita 锂矿是公司最核心的资源保障以及锂业务利润来源。目前 Bikita 锂矿拥有 200 万吨/年的锂辉石项目和 200 万吨/年透锂长石选矿生产线，分别年产约 30 万吨锂辉石精矿和 30 万吨化学级透锂长石精矿。在规模化稳定生产的基础上，公司通过能源结构改善持续降本，通过 132KV 输变电项目和发电量 2100 万度/年的光伏发电项目代替早期的柴油发电，大幅降低用电成本。同时，伴随津巴布韦的货币体系逐步稳定，汇兑损益的波动也明显改善。

加拿大 Tanco 锂矿是公司中期资源增量的核心补充。目前 Tanco 锂矿拥有 18 万吨/年处理能力的锂辉石采选系统，采用地下开采方式，公司正积极推进 Tanco 矿山地下转露天开采工作，以提升资源综合利用效率及集约化开发水平。

表 8：截至 2025 年，公司拥有 418 万吨/年选矿产能

项目	股权	资源量	当前产能	产能规划
加拿大 Tanco	100%	15.57 万吨 LCE,品位 3.303%; 10.21 万吨 LCE, 品位 1.888%	18 万吨原矿处理能力	规划 100 万吨选厂建设
津巴布韦 Bikita	100%	西区 151.92 万吨 LCE, 品位 1.09%; 东区 136.55 万吨 LCE, 品位 0.97%	200 万吨透锂长石+200 万吨锂辉石原矿处理能力	随矿山资源增储具备进一步扩产潜力

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 9：公司 Bikita 矿山扩展和技改项目完成，采选产能达 400 万吨

建造形式	采选年产能（万吨）	产品	精矿产能（万吨）	详情
------	-----------	----	----------	----

原有	原选厂	70	原有透锂长石精矿	9	并入改扩建 200 万吨项目中
扩建	200 万吨改扩建	200	透锂长石精矿	30	已于 2023 年 7 月投产，11 月达产
新建	200 万吨新建	200	锂辉石精矿	30	已于 2023 年 7 月投产，11 月达产

资料来源：公司公告，长江证券研究所

布局硫酸锂响应当地政策要求，实现运费降低延续降本趋势

目前公司锂盐端已形成柔性产能矩阵，技改强化回收率和成本竞争力。伴随 3 万吨锂盐产线的技改工作于 2025 年末完成，2026 年 1 月 2 日点火投料试生产，公司目前拥有 3 万吨和 3.5 万吨的两条碳酸锂/氢氧化锂柔性产线，以及 0.6 万吨氟化锂产能，合计 7.1 万吨锂盐年产能。

为响应津巴布韦的政策要求并进一步完善成本优势，公司规划于津巴布韦布局 10 万吨硫酸锂项目。2026 年 2 月，考虑当地存在非法原矿出口乱象并寻求延伸锂电产业链的本土布局，津巴布韦政府要求立即暂停当地所有锂精矿及原矿出口。尽管后续于 2026 年 5 月对公司等六家规模化锂企业采用配额制恢复出口，但明确要求以 2027 年前建成硫酸锂或碳酸锂设施为核心约束。因此，公司为保障当地资源开采以及国内后端加工的稳定性，拟通过定增募投于津巴布韦建设 10 万吨硫酸锂项目，总投资约 19.66 亿元，拟使用募集资金 16 亿元，建设期 15 个月，旨在以 Bikita 锂矿为资源依托，以 3% 的更低入选品位就地转化高附加值锂盐产品，完善当地“矿山开采—选矿—冶炼加工”全链条布局，有效降低精矿长途运输成本。

表 10：津巴布韦锂精矿销售相关税种梳理

税种	税率	基准
增值税	10%	销售收入（锂精矿需要缴纳，硫酸锂不需要）
资源税	7%	销售收入
附加税	2%	销售收入
MMCZ 佣金	0.875%	销售收入
转账交易税	2%	转账/支付金额
强制结汇	30%	销售收入

资料来源：津巴布韦政府，长江证券研究所

需求景气延续+资本开支有限，锂行业供需短缺格局不改

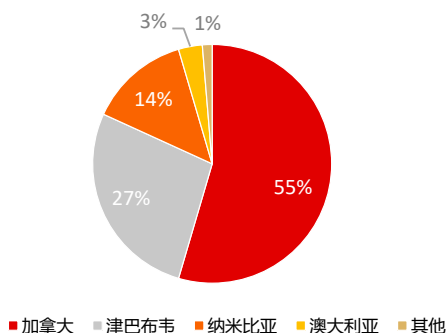
基于确定性的需求趋势以及偏弱的供给释放弹性，锂行业供需短缺趋势有望延续，伴随逐步迎来需求旺季，锂电排产稳步向好，锂价有望打开新一轮上涨周期。

- **需求端：储能需求景气延续，动力需求稳步增长，固态电池产业化进程加速，强化需求景气预期。**中长期视角，能源安全维度下储能需求持续性较强，海外新兴市场的需求不断超预期，国内经过一年半的高增后也仍有增长空间，并且 AI 储能的增量拉动积极，美国并网政策落地、企业订单进展推进将持续验证，同时国内商用车电动化趋势加速，海外新能源车市场渗透率快速提升，动力需求稳固攀升。短期视角，伴随需求旺季的逐步来临，排产数据强劲验证行业景气事实，叠加当下产业链库存偏低背景下，补库更有望强化锂盐直接采购需求。
- **供给端：供给扰动可能增加+资本开支有限，实际供给弹性或低预期。**一方面，地缘政治摩擦不断叠加全球资源保护主义抬头背景下，供给扰动频发；另一方面，上一轮 2023-2025 年下跌周期形成的“疤痕”效应，叠加本轮海外资源开发不确定加剧和国内《新矿产资源法》于 2025 年 7 月 1 日实施后的矿证审批难度、复杂度提高，导致锂企资本开支意愿较差，尽管自 2025 年下半年以来锂价中枢持续走强，但实际催生的新增资本开支极为有限，未来供给增量弹性较弱。

铷铯：全球资源龙头，产能扩张巩固地位

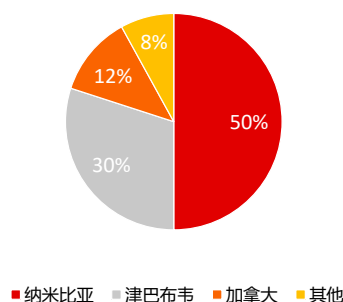
全球铷铯资源稀少且分布集中，公司具有较高的资源和冶炼技术壁垒。铷和铯均为稀有金属，铷主要来源于独立矿物铷榴石，铯无单独工业矿物，常分散在锂云母、铷榴石和盐矿层之中。全球铷资源高度稀缺，主要集中在澳大利亚、加拿大、中国和纳米比亚。铷比锂和铯的地球丰度高，但由于不存在富铷矿物，提取难度较大，铷主要作为铷和锂的加工副产品进行综合回收。现阶段铷榴石仍是生产铷盐的主要原料，但全球仅有津巴布韦 Bikita 矿区、加拿大 Tanco 矿区和澳大利亚 Sinclair 矿区具备经济开采性的铷榴石矿。因此，拥有 Bikita、Tanco 两大高品质铷矿资源的公司核心竞争力明显。

图 3：2019 年加拿大、津巴布韦铷储量占全球比例 82%



资料来源：USGS，长江证券研究所

图 4：2019 年津巴布韦、加拿大铯储量占全球比例 42%



资料来源：USGS，长江证券研究所

关键矿产资源，需求前景广阔

铷和铯具备卓越的光电性能、化学活性强，是红外技术应用的优质材料，是航天航空、国防军工、信息技术等领域不可或缺的原材料之一。随着新能源、新材料、新一代信息技术等新兴产业的快速崛起，铷日益受到世界各国的重视，已被美国列为关键矿种、日本列为战略性矿产、加拿大列为关键矿产。近年来，我国高度重视关键矿产资源安全保障与新材料产业高质量发展，持续出台多项顶层规划政策，明确提出要强化稀有战略矿

产勘探开发、完善产业链自主可控体系、加快高端新材料国产化替代进程，进一步打开铷铯的成长空间。

表 11：铷铯盐产品应用广泛，公司铷铯盐产品种类齐全

产品分类	产品	用途
基础铷盐	碳酸铷	制备其它铷盐的基础的原料，应用于催化剂、特种光学玻璃、石油催化助剂、分析试剂、医药等领域
	硫酸铷	与金属钒或五氧化二钒一起作为二氧化硫氧化的催化剂
	氢氧化铷	一般用于制取各种铷盐产品基础原料，同时应用于有机试剂、医药中间体、玻璃行业及陶瓷行业等领域
	氟铝酸铷	主要用作钎剂，用于铜铝焊接，玻璃陶瓷工业等领域
	氟化铷	用于制含氟异氰酸酯、催化剂、焊剂生产等领域
高附加值铷盐	碘化铷	用于红外线光谱仪棱镜、X 射线荧光屏、特种点光源添加剂、特殊光学玻璃等领域
	溴化铷	用于分析试剂、X 射线荧光屏、分光计的棱镜等领域
	甲酸铷	多用于高温高压油气钻井行业，作为钻井液、完井液使用
铷盐	碳酸铷	制取金属铷和各种铷盐的原料，也可用于特种玻璃的生产、微型高能电池、晶体闪烁计数器等领域
	硝酸铷	制备其它铷盐的原料和含铷单晶，应用于磁流体发电、催化剂、特种陶瓷、导弹推进器等领域

资料来源：公司公告，长江证券研究所

三次并购，奠定铷铯全球龙头

公司在铷铯盐及其产品的深加工领域处于全球领先地位。铷铯盐行业集中度很高，仅有少数企业有能力大规模生产，具备较强市场定价权，能够保持较高盈利水平。公司拥有全球最完善的铷产业链，具备铷榴石开采、加工、精细化工产品的生产能力，拥有世界主要高品质铷资源（加拿大 Tanco 矿山，津巴布韦 Bikita 矿山）、全球两大生产基地（加拿大温尼伯、中国江西省新余市）和甲酸铷回收基地（英国阿伯丁、挪威卑尔根）。公司成为当今全球铷铯霸主，主要由三次并购成长而来：

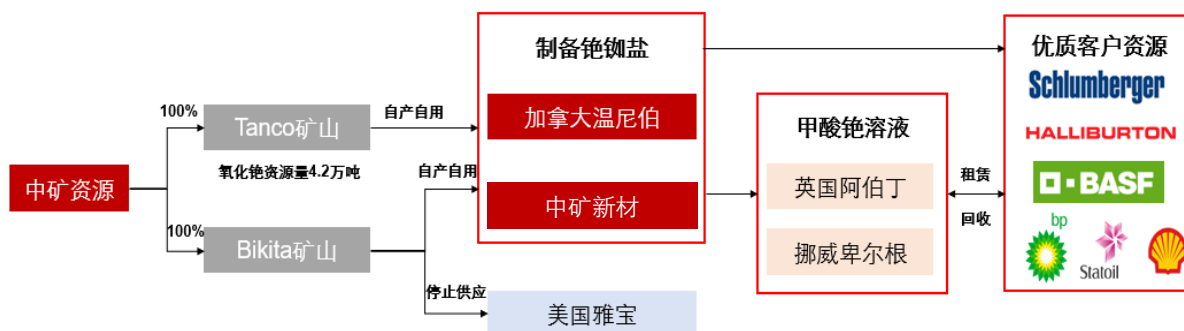
- **2018 年收购东鹏新材后，公司成为国内最大的铷铯盐生产商和供应商。**公司的铷铯盐业务产品种类齐全，基础铷盐（硫酸铷、碳酸铷、氢氧化铷等）和高附加值的高端铷盐（碘化铷、氟铝酸铷、甲酸铷等）兼具。东鹏新材经过长期技术积累，在铷铯盐相关领域取得数十项专利技术，也是硫酸铷、甲酸铷等十余个产品的国家行业标准制定者，同时还拥有我国唯一一家省级铷铯资源研究中心。
- **2019 年公司通过收购 Cabot 公司的特殊流体事业部，取得了大量铷资源储备，继续巩固其在铷盐方面的领先优势。**Cabot 特殊流体事业部旗下的 Tanco 矿山拥有世

界最大铯榴石储量，且是在产的唯一以铯榴石为主的矿山：截至 2025 年末，Tanco 矿山保有铯榴石储量 44.74 万吨，Cs₂O 平均品位 5.91%，Cs₂O 金属量 2.64 万吨。此外，矿区内拥有铯尾矿矿石量 356 万吨，Cs₂O 金属量 2.66 万吨，Tanco 矿山合计保有 Cs₂O 金属量 5.3 万吨。此次收购使得公司得以控制稀缺的铯矿资源，完成了“铯资源开发+铯盐生产与研发+销售与服务+铯资源回收”铯盐全产业链布局，进一步巩固了公司铯盐业务全球领先的地位。

- 2022 年公司收购东鹏新材铯盐原材料供应商 Bikita 公司 100% 股权，铯榴石资源丰富。Bikita 矿山锂矿床矿石类型为共生有铯榴石的透锂长石和锂辉石型矿石，矿区内仍分布多条尚未系统勘查开发的 LCT 型伟晶岩体，具备良好的资源增储潜力与后续拓展空间。至此公司拥有全球三大铯榴石矿床的其中两个，奠定了绝对的铯矿资源优势，成为全球钾铯业务全球龙头。

公司的钾铯盐业务遍布全球，拥有众多优质客户资源，包括中国上海奕瑞影像等，美国赢创等，德国巴斯夫等，日本三菱等，韩国 LG 化学等。

图 5：公司在全球铯矿资源方面拥有绝对优势



资料来源：公司公告，长江证券研究所

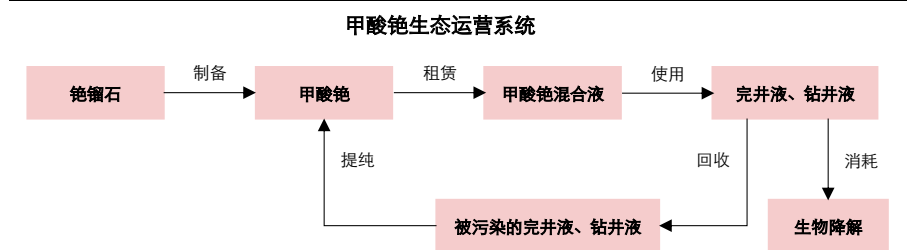
甲酸铯细分市场一家独大，未来国内应用潜力巨大

甲酸铯在单一铯盐产品中下游需求占比最大，主要用于石油天然气行业，在高温高压油气井的钻井和完井作业中作为钻井液、完井液使用。与溴化锌等传统钻井液和完井液相比，甲酸铯能大幅度提高产油率和钻进效率、减小摩擦系数、降低卡钻风险，同时不易引起金属腐蚀，且生态环保，具有广阔的应用前景。甲酸铯在欧洲、中东、北非、东南亚、南美等地区应用广泛。其中，欧洲北海地区的深海油气钻探环保甚至要求必须使用甲酸铯作为钻井液和完井液。由于成本、工艺等原因，甲酸铯目前在国内油气领域应用较少。在“3060”碳达峰碳中和新目标下，国内油气行业绿色转型加快，甲酸铯在国内的应用前景可观。

公司是全球最大的甲酸铯生产商和供应商，商业模式高效、环保，优质客户资源遍布全球。公司甲酸铯业务采用生产、租赁+技术服务、回收和提纯的生态产业链模式，甲酸铯钻井液和完井液的回收再利用率可达 80% 以上，且回收后的基液性能不发生变化，有效利用铯资源的同时降低了运营成本。公司业务遍及全球，为众多知名的油服企业和世界级石油公司提供甲酸铯产品和技术服务，如斯伦贝榭、哈里伯顿、英国石油、壳牌、

挪威国家石油公司等。公司也在积极布局国内甲酸铯市场，提前储备甲酸铯产品，以备在需求增长时及时投放。

图 6：甲酸铯生态运营系统示意图

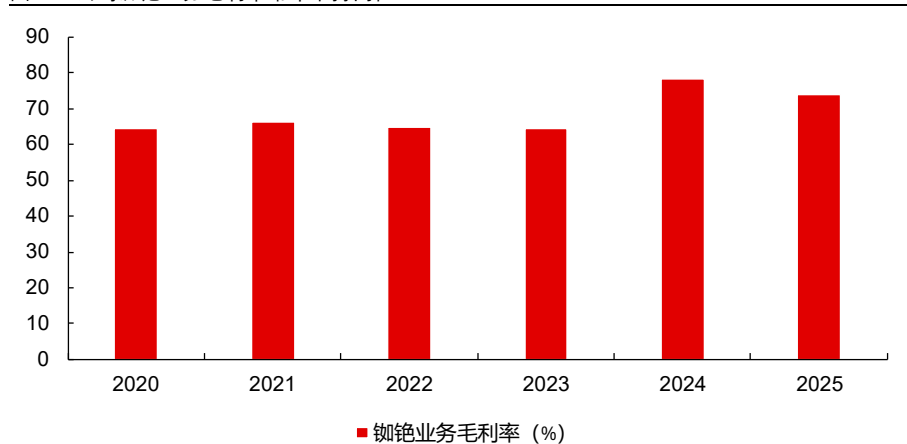


资料来源：公司公告，长江证券研究所

毛利率维持高位，产能扩张强化盈利

凭借在铯铷盐与甲酸铯市场接近垄断的地位，公司铯铷有着极强的定价权和盈利能力。公司铯铷盐的毛利率近年维持高位，2025 年高达 74.07%。考虑到下游需求的快速增长，依托自身全球高品质资源的掌控优势，公司进一步加码铯铷产能扩张。目前公司现有铯铷盐产能约 1500 吨/年，后续公司拟通过定增募投建设江西中矿新材年产 2000 吨铯铷产品项目，总投资 6.95 亿元，拟使用募集资金 4.5 亿元，分两期建设，其中一期工程预计 2027 年底建设完成，二期工程预计 2029 年初启动建设，并于 2029 年底建设完成。伴随新增 2000 吨铯铷项目的加速推进以及后续落地投产，公司在全球铯铷盐行业的龙头地位有望大幅巩固。

图 7：公司铯铷业务毛利率常年维持高位



资料来源：Wind，长江证券研究所

钽：现有资源伴生，应用前景广阔

优质资源基础是公司未来拓展钽业务的核心依仗。公司目前两大优质锂资源 Bikita 锂矿和 Tanco 锂矿均伴生钽资源，截至 2025 年末，Bikita 锂矿的 SQI6 矿体伴生钽矿产 Ta₂O₅ 金属量 840 万磅，Ta₂O₅ 平均品位 186ppm；Tanco 锂矿保有钽矿石储量 357.6

万吨, Ta₂O₅ 平均品位 600ppm, Ta₂O₅ 金属量 2145.6 吨。除此之外, 乌干达 EL00687 锂铌钽矿加速推进系统勘查的前期工作, 并且公司仍持续积极拓展新的钽资源布局。公司早于 2022 年规划津巴布韦 Bikita 锂矿 200 万 t/a 建设工程时便开始规划钽精矿生产, 对应 0.03 万吨产能规模。考虑到公司自身的资源优势以及伴生成熟矿山的配套设施优势, 公司钽资源开发速度以及未来经济效益潜力可期。

表 12: 2022 年, 公司津巴布韦 Bikita 锂矿 200 万 t/a 建设工程规划年产 0.03 万吨钽精矿

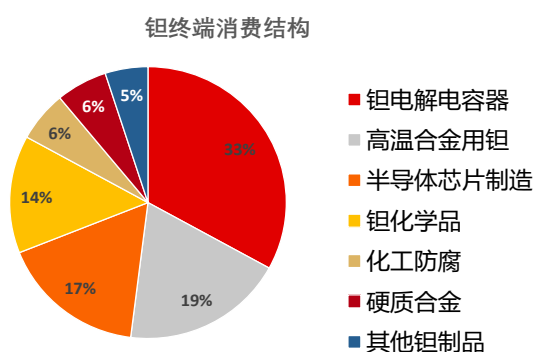
资源项目	锂辉石精矿产能	锂云母精矿产能	钽精矿产能
Bikita 锂矿 200 万 t/a 建设工程	30 万	9 万	0.03 万

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

本轮钽供需缺口的形成来自需求侧和供给侧的双向驱动:

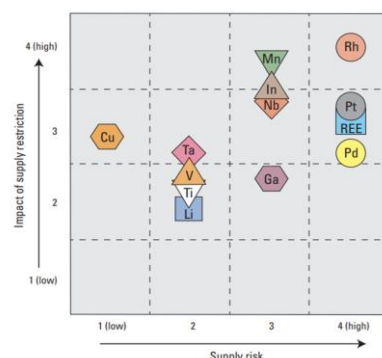
- 需求侧:** 钽最主要下游是电容器, 常用于军工电子、航空航天等高端领域。相较于 MLCC, 钽电容量值高, 储存电荷的能力强; 相较于铝电解电容器, 钽在极端条件下的可靠性更好。不过, 高昂的价格也掣肘其应用空间, 钽电容市场份额仅 8%。当前, 人工智能带来颠覆式革新, AI 芯片基于高功耗, 易升温的特点, 对电容材料的要求也水涨船高。英伟达 GB200 大量采用**聚合物钽电容**, 当前已供不应求, 龙头涨价 30%-45%, 映射 AI 需求的旺盛。其次, 高温合金是钽第二大消费领域, 在军工、航空航天, 燃气与核力发电终端景气的同时, 新型高温合金对钽的单耗稳中有升, 二次加持钽需求。**考虑终端景气上行, 预测“十五五”期间钽需求 CAGR 进一步上修至 15%以上。**

图 8: 钽终端消费结构 (2024 年)



资料来源: 《钽钨行业步入上升周期》郭宁等, 东方钽业公告, 长江证券研究所

图 9: 美国将钽列入供应限制影响大的金属品种



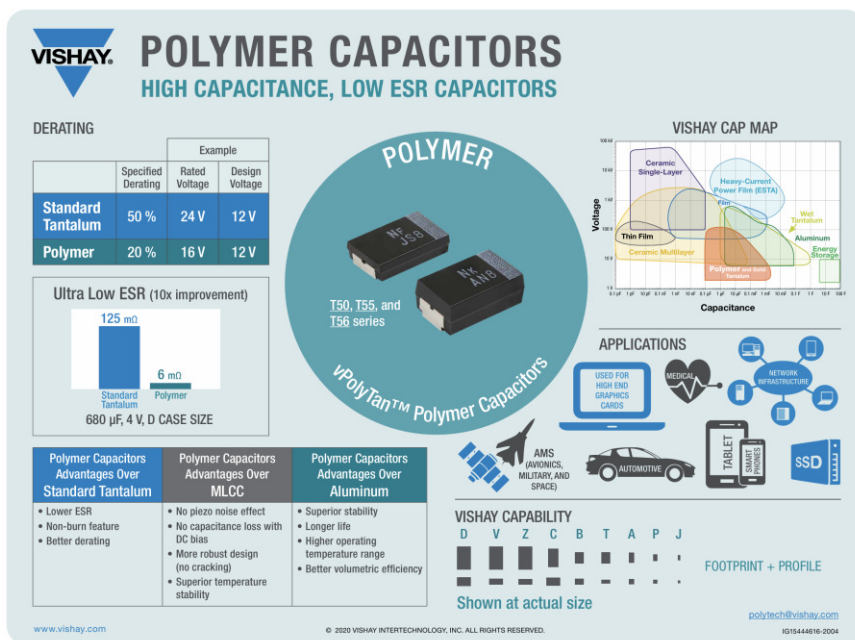
资料来源: USGS, 中国金属矿业经济研究院, 长江证券研究所

图 10: 2024 年全球对钽金属的消费量为 2500 吨，其中中国为 995 吨

主要国家	2024 年
中国	995
美国	470
其他	1,035
全球合计	2,500

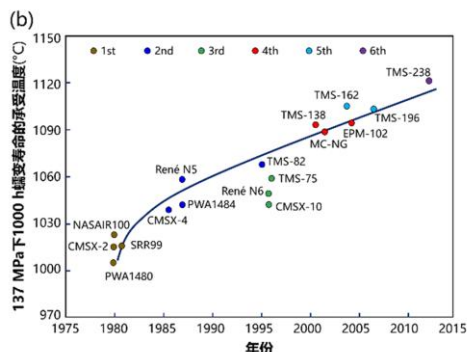
资料来源：东方钽业公告，长江证券研究所

图 11: 聚合物钽电容相较传统锰系钽电容性能更优，有望在 AI 领域获得应用



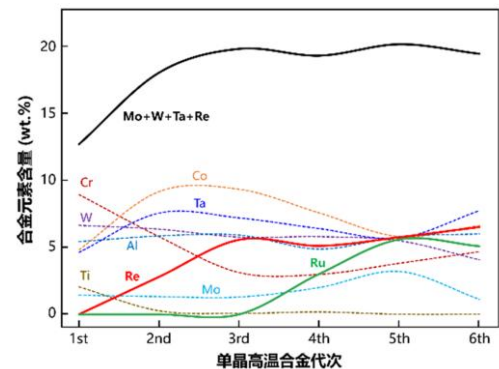
资料来源：Vishay，长江证券研究所

图 12: 随着代次升高，高温合金的承温能力逐步提高



资料来源：《航空发动机用单晶高温合金成分设计研究进展》张龙飞等，长江证券研究所

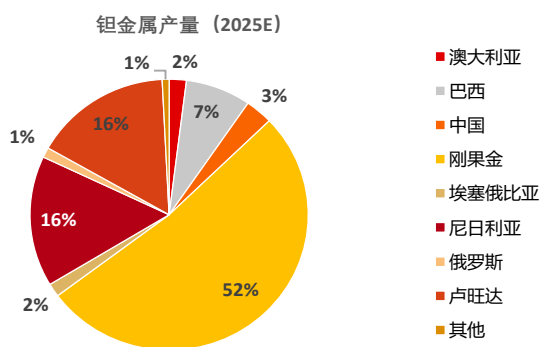
图 13: 钽在新型高温合金的添加量稳中有升



资料来源：《航空发动机用单晶高温合金成分设计研究进展》张龙飞等，长江证券研究所

- 2) **供给侧**：全球约 70%钽矿由非洲生产，刚果金一国占据全球 52%的钽供应，供给高度集中。而且，非洲钽矿基建条件较差，以手抓矿为主，当地战乱冲突频繁，加剧供应链风险。1 月 30 日，位于刚果金东部的**钽钶矿区**发生大规模塌方事故。当地已暂时停止手工采矿，至今未有复产迹象，意味着全球 15%的钽矿供给停产。同时，其余非洲钽矿供应也风险重重，供需缺口延续刚性。

图 14：全球钽金属分国别产量



资料来源：USGS，长江证券研究所

图 15：澳大利亚和巴西是钽资源储量最多的国家



资料来源：亚洲金属网，长江证券研究所

铜：深耕赞比亚资源布局，增储扩产打造潜力

长期深耕赞比亚铜资源市场，海外经验积淀赋能 Kitumba 铜矿开发与区域资源拓展。铜作为能源转型、电网建设和制造业升级的重要基础金属，长期受益于全球资源供给约束，公司基于二十余年海外地勘服务经验和对非洲矿业环境的深刻理解，持续深化赞比亚等非洲铜资源布局。早在 Kitumba 铜矿之前，公司已参与赞比亚多个大型铜矿项目地质勘查工作，并布局卡森帕铜铁金矿、卡布韦铜矿以及卡马提克铁矿和孔布瓦稀土矿等多处资源资产，在当地积累丰富的区域地质认知、矿权开发经验以及政府、社区和产业链资源。长期扎根非洲市场形成的资源理解与运营能力，有望帮助公司降低海外铜矿开发的不确定性，并为未来持续获取优质铜资源奠定基础。

Kitumba 铜矿禀赋优异，是目前公司铜业务的核心增长点。2024 年，公司全资子公司 Afmin 以 5850 万美元收购赞比亚 Kitumba 铜矿 65%权益，正式切入规模化铜资源开发领域。截至 2025 年报，Kitumba 铜矿主采区累计探获的保有铜矿资源量为 2790 万吨，铜金属量 61.40 万吨，铜平均品位 2.20%，兼具资源丰富和高品位双重优势。

依托地勘优势，公司有望复制锂、铯铷业务发展路径，实现“资源获取+持续增储+矿山开发”闭环。通过自主地勘，公司能够在资源获取阶段提升项目筛选效率，在开发阶段持续优化资源边界并降低投资风险。Kitumba 项目目前具备不俗增储潜力，矿区内存在 Kakozhi、Mushingashi 和 Mutoya 等数处重力和磁异常与激电异常及土壤地球化学异常区，已有工作表明异常区发育有相同类型的 IOCG 型铜矿化，具有良好的成矿潜力与找矿远景。目前公司已围绕 H/K 等重点靶区开展进一步勘查，并计划在上述两靶区继续深化勘查，同时委托专业机构对矿权范围内其他地段开展全面的地质普查工作。其中 H 靶区新发现 3 个铜矿体，新增提交铜矿资源矿石量 864 万吨，铜平均品位 0.69%，铜金属量 6 万吨，验证了公司地勘能力向资源增量转化的能力。

公司拟通过定增募投方式加速推进 Kitumba 铜矿资源开发，提高投资额加快达产时间的同时提高运营期限和总产量规模。Kitumba 项目已于 2025 年 3 月正式启动采矿工程与选矿厂工程建设，尾矿库工程和取水工程也分别于 2025 年 11 月、12 月启动建设，目前正按计划稳步推进建设。基于优化资源配置、提升总产量并加快达产进度的考量，公司决定调整投资方案，项目计划投资额由 56291.5 万美元上调至 61015.53 万美元，其中建设投资由 50634.84 万美元增至 53360.73 万美元，增幅主要源于基建剥离开支增加。为更高效利用矿产资源，产品方案由原单一阴极铜调整为阴极铜与铜精矿并产，冶炼产能由 6 万吨/年下调至 3.5 万吨/年，年均产出由 4.96 万吨阴极铜调整为 3.3 万吨阴极铜和 5.5 万吨铜精矿。运营期由 11 年延长至 15 年，运营期内总铜金属产量由 49.52 万吨提升至 57.02 万吨。Kitumba 项目的总投资额 41.61 亿元，拟使用募集资金 17 亿元，其余部分由公司自筹解决。目前本项目的设备采购、土建施工、设备管道安装等工作正在按计划稳步推进，预计于 2026 年三季度完成选矿厂投产准备或试生产，2026 年四季度正式投产，预计于 2026 年四季度完成冶炼厂投产准备或试生产，2027 年一季度正式投产。

表 13：根据 2015 年可研报告，Kitumba 铜矿现金成本为 1.93 美元/磅

指标	数据/单位
铜平均产量	3.7 万吨/年
矿山寿命	13 年
税后内部收益率	0.15
税后净现值	1.64 亿美元
资本开支	4.33 亿美元
追加资本开支	1.2 亿美元
C1 成本	1.60 美元/磅
总现金成本	1.93 美元/磅

资料来源：INTREPID MINES LIMITED，长江证券研究所（注：按铜 3.11 美元/磅测算）

表 14：Kitumba 铜矿投资方案调整，加快达产时间，提高运营期限和总产量规模

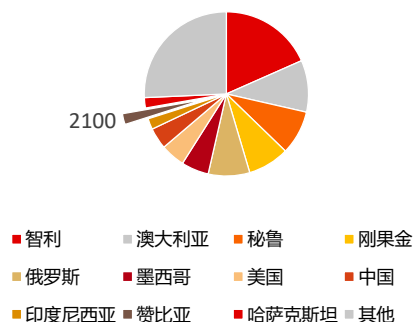
指标	调整前	调整后	投产时间
投资额（美元）	56291.5	61015.53	预计于 2026 年三季度完成选矿厂投产准备或试生产，2026 年四季度正式投产； 预计于 2026 年四季度完成冶炼厂投产准备或试生产，2027 年一季度正式投产
产品方案	采选：350 万吨矿石量/年 冶炼：6 万吨铜/年 年均产出：4.96 万吨阴极铜	采选：350 万吨矿石量/年 冶炼：3.5 万吨铜/年 年均产出：3.3 万吨阴极铜和 5.5 万吨铜精矿	
运营期（年）	11	15	
运营期总产量（铜金属吨）	49.52	57.02	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

立足赞比亚铜资源禀赋，公司有望进一步拓展非洲优质铜矿资源布局，计划 2 年内实现铜金属产能 5 万吨/年以上，5 年内实现铜金属产能 10 万吨/年以上。赞比亚作为全球重要铜资源供应地，拥有成熟的铜矿产业基础和丰富的未开发资源，公司凭借长期海外项目运营经验、区域资源认知以及自主勘查能力，围绕 Kitumba 项目形成铜资源开发平台，

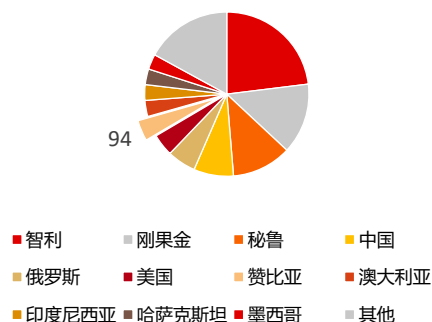
并进一步寻找当地乃至非洲其他优质铜矿项目，实现从单一矿山开发向区域资源布局升级。

图 16：截至 2025 年赞比亚铜资源储量约 2100 万金属吨，占全球 2%



资料来源：USGS，长江证券研究所

图 17：截至 2025 年赞比亚铜矿产量约 94 万金属吨，占全球 4%

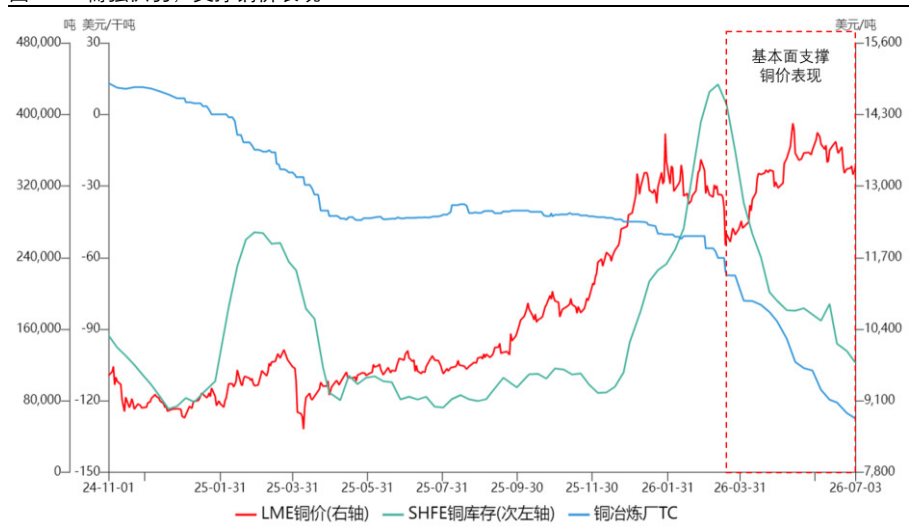


资料来源：USGS，长江证券研究所

铜价支撑的核心看点，于需求端，在于 AI 投资对于新增需求的拉动。粗略估算每 GW 功率 AI 算力中心耗铜量超 4 万吨，产业年新增需求超 30 万吨，为铜行业贡献超 1% 需求增量（作为对比，过去半世纪，铜行业年均需求增速约 2.5%），考虑到 AI 产业的飞速发展，AI 耗铜需求将持续抬升，对铜需求拉动可媲美 2020 年后的新能源产业。

于供给端，行业边际成本支撑和激励价格大幅抬升。全球铜矿行业资源禀赋弱化、资本开支效率下降与项目开发难度上升已是行业整体困境，铜矿供给约束和成本上移成为铜价中枢的重要支撑。根据我们测算，全行业最新 90% 完全成本分位数已高达约 9500 美元，尾部企业在 13000 美元/吨的铜价下同样难以取得足额匹配维持性资本开支的利润。铜价需在足够高的位置持续足够长时间，才能有效支撑行业实现足额资本开支，缓解资源劣化与项目开发难度上升带来的供给约束。短期而言，刚果（金）KK 铜矿和印尼 Grasberg 铜矿 2026 年 Q2 进一步下修产量指引，第一量子巴拿马铜矿虽预计 2026H2 复产但仍存不确定性且复产爬坡需要时间，预计 2026H2 铜矿供给刚性格局延续。

图 18：需强供弱，支撑铜价表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

镓锗：战略需求扩容，供给安全重估，Tsumeb 打开成长空间

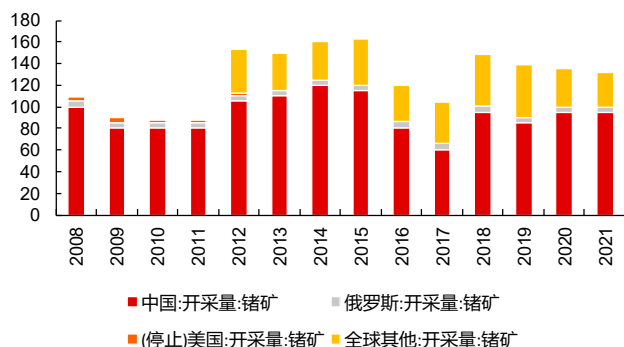
基于海外冶炼资产和资源综合回收能力，公司积极布局镓锗等战略小金属领域，依托 Tsumeb 项目盘活存量资源，实现由传统铜冶炼向多金属循环回收平台升级。镓锗作为关键战略金属，广泛应用于半导体、光通信、红外光学及国防航天等高价值领域，受益于 AI 算力、5G/6G 通信和先进制造发展，长期需求具备较强成长性。公司于 2024 年 8 月通过收购纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂 98% 股权，布局镓、锗等战略金属综合回收业务。截至 2025 年末，Tsumeb 冶炼厂保有的（探明+控制）类别资源量共计 294.02 万吨矿石量，其中锗金属含量 745.38 吨，平均品位 253.51 克/吨；镓金属含量 409.16 吨，平均品位 139.16 克/吨；锌金属含量 209,344.38 吨，平均品位 7.12%，为后续资源价值释放提供基础。

依托 Tsumeb 现有基础设施和综合回收能力，有望降低项目建设周期。相较新建矿山项目，Tsumeb 无需经历长期资源开发周期，而是利用已有冶炼体系和历史物料开展综合回收，具备较强资源转化效率。公司于 2024 年底启动投资建设 20 万吨/年多金属综合循环回收项目，设计产能为锗锭 33 吨/年、工业镓 11 吨/年、锌锭 1.09 万吨/年。2025 年 12 月 15 日，一期火法冶炼工艺工程已经建设完毕并成功点火试生产运营。公司持续推进一期生产运营，并加速推进项目二期火法冶炼工程及湿法冶炼工程建设，后续随产能爬坡和回收率提升，盈利能力指日可待。

AI、半导体等高端制造和战略产业发展推动镓锗需求增长，供给高度集中支撑价格中枢。镓主要应用于 GaN、GaAs 等化合物半导体，其中 GaN 凭借高频、高压、高温性能，在数据中心电源、通信基站及功率器件领域渗透率持续提升；锗则受益于光纤通信、红外光学、卫星太阳能电池等应用扩张。**当前时点，AI 与半导体需求驱动打开镓锗新的需求增长空间。**除此之外，镓锗供给弹性极其有限，一方面，镓锗极少以独立矿床形式存在，90% 以上生产依赖于其他主金属的冶炼过程；另一方面，镓锗供给格局高度集中，中国占全球原生镓产量和高纯锗供应量的绝大比重。**因此，基于稳步向上的高端制造需**

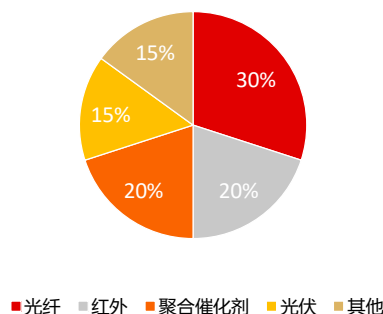
求叠加弹性有限的供给释放能力，镓锗价格中枢有望持续向上，并且在当前资源保护主义抬头背景下，国内对镓锗金属的出口管制也导致海内外价差扩大，截至 2026 年 7 月欧洲镓价约为中国国内价格的 5 倍，锗价约为 3 倍，后续随公司纳米比亚 Tsumeb 项目镓锗投产放量，有望明显受益海内外价差进而放大盈利。

图 19：近年来全球锗矿产量基本维持稳定（吨）



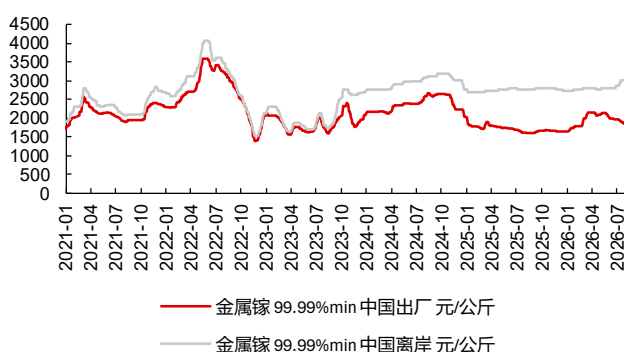
资料来源：USGS，长江证券研究所（注：美国开采量数据于 2013 年停止披露）

图 20：2024 年锗下游需求主要在红外和光纤



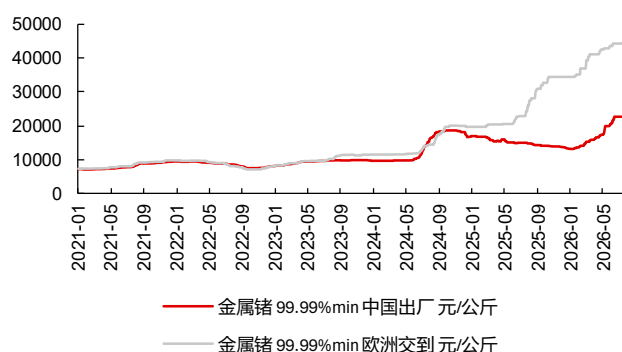
资料来源：亚洲金属网，长江证券研究所

图 21：海外镓价格高于国内



资料来源：亚洲金属网，长江证券研究所

图 22：海外锗价格高于国内



资料来源：亚洲金属网，长江证券研究所

投资建议：地勘赋能全球资源布局，多金属平台成长开启

当前时点，公司正向国际矿业平台实现二次跨越成长，未来潜力巨大。

- **地勘基因赋能资源扩张与成本控制：**公司将海外地质勘查的长期经验贯穿内部资源开发始终，助力公司快速获取新的矿产资源的同时，降低矿山项目投资风险，并持续增储摊薄资源获取成本。
- **多金属布局接力共振：**目前公司的核心利润来源为铷铯和锂业务，铷铯作为全球资源龙头，长期毛利率维持高位；锂业务持续加码资源布局并推进硫酸锂建设，规划 2 年内自有资源提锂年产能达 10 万吨 LCE 以上，5 年内达 15 万吨 LCE。后续随赞比亚 Kitumba 铜矿投产放量以及纳米比亚 Tsumeb 项目贡献镓锗产出，多金属协同布局有望大幅强化公司盈利。

- **股权激励强化企业经营活力：**继 2020 年首次实施股权激励所带来的显著成效，公司于 2026 年再度实施股权激励，绑定核心团队利益，助力加速迈向资源龙头，业绩设定彰显公司发展信心。
- 我们预计公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 26.75、31.82、39.93 亿元，对应 PE 14X、12X、9X。

风险提示

- 1、锂及小金属价格波动风险。锂盐、铯铷及镓锗产品价格受供需、库存与政策预期影响，若价格持续下行，可能压缩公司盈利与现金流。
- 2、海外项目建设及达产不及预期风险。Kitumba、Tsumeb 及 Tanco 项目可能受审批、建设组织、资本开支和产线爬坡影响，实际投产节奏与经营贡献存在不确定性。
- 3、海外经营及供应链风险。公司项目分布于津巴布韦、赞比亚、纳米比亚、加拿大等地区，需关注资源国政策、汇率、能源、物流及社区关系变化。
- 4、盈利预测不及预期。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息作了一系列假设。我们预计伴随 Bikita 锂矿的扩产、锂价的上涨，以及铜和镓锗业务贡献收入利润，公司 2026~2028 年营收 101.3、118.47、145.8 亿元，增速 54.8%、17.0%、23.1%；毛利率对应 41.8%、39.6%、39.4%，归母净利润 26.75、31.82、39.93 亿元，增速 484.5%、18.9%、25.5%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们预期、估值结果偏高等。悲观假设下，若项目投产进度不及预期，或锂价上涨幅度不及预期，则公司未来收入/业绩可能会有所下滑，假设极端悲观情况下，2026~2028 年公司营业收入同比增速分别为 31.8%、21.8%、36.8%；毛利率对应 31.6%、31.9%、38.5%，则对应测算归母净利润 14.75、21、38 亿元，增速 222.4%、42.3%、81.0%。

表 15：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

指标	基准情形			悲观情形		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入	101.3	118.47	145.8	86.24	105.07	143.75
——yoy	54.8%	17.0%	23.1%	31.8%	21.8%	36.8%
毛利率	41.8%	39.6%	39.4%	31.6%	31.9%	38.5%
归母净利润	26.75	31.82	39.93	14.75	21	38
——yoy	484.5%	18.9%	25.5%	222.4%	42.3%	81%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6545	10130	11847	14580	货币资金	5032	5277	9065	10079
营业成本	4879	5897	7158	8842	交易性金融资产	100	100	100	100
毛利	1666	4233	4689	5738	应收账款	428	1463	793	1950
%营业收入	25%	42%	40%	39%	存货	1922	3583	2932	5071
营业税金及附加	191	312	359	445	预付账款	61	161	166	202
%营业收入	3%	3%	3%	3%	其他流动资产	721	740	889	932
销售费用	37	63	71	89	流动资产合计	8264	11324	13945	18333
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	60	78	96	117
管理费用	537	203	237	292	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	8%	2%	2%	2%	固定资产合计	3362	3831	4201	4509
研发费用	102	122	156	186	无形资产	2299	2428	2545	2625
%营业收入	2%	1%	1%	1%	商誉	1227	1227	1227	1227
财务费用	104	308	255	196	递延所得税资产	104	104	104	104
%营业收入	2%	3%	2%	1%	其他非流动资产	2889	2953	3000	3070
加: 资产减值损失	-23	0	0	0	资产总计	18204	21944	25117	29984
信用减值损失	34	0	0	0	短期贷款	1138	1155	1144	1085
公允价值变动收益	-35	0	0	0	应付款项	348	626	560	898
投资收益	33	-150	59	73	预收账款	0	0	0	0
营业利润	739	3151	3751	4706	应付职工薪酬	148	286	313	381
%营业收入	11%	31%	32%	32%	应交税费	180	312	356	435
营业外收支	-23	0	0	0	其他流动负债	1044	1541	1532	1972
利润总额	716	3151	3751	4706	流动负债合计	2858	3921	3905	4772
%营业收入	11%	31%	32%	32%	长期借款	1674	1674	1674	1674
所得税费用	257	473	563	706	应付债券	0	0	0	0
净利润	459	2678	3188	4000	递延所得税负债	697	697	697	697
归属于母公司所有者的净利润	458	2675	3182	3993	其他非流动负债	487	487	487	487
少数股东损益	2	3	6	7	负债合计	5716	6778	6763	7630
EPS (元)	0.63	3.67	4.36	5.47	归属于母公司所有者权益	12181	14856	18038	22031
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	307	310	316	323
	2025A	2026E	2027E	2028E	股东权益	12488	15166	18354	22354
经营活动现金流净额	1602	1636	4906	2126	负债及股东权益	18204	21944	25117	29984
取得投资收益收回现金	44	-150	59	73	基本指标				
长期股权投资	-36	-18	-18	-21		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-1060	-1107	-1013	-974	每股收益	0.63	3.67	4.36	5.47
其他	309	0	0	0	每股经营现金流	2.22	2.24	6.73	2.91
投资活动现金流净额	-743	-1275	-972	-922	市盈率	123.84	14.04	11.80	9.40
债券融资	0	0	0	0	市净率	4.65	2.53	2.08	1.70
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	40.70	8.74	7.15	5.72
银行贷款增加 (减少)	985	17	-12	-58	总资产收益率	2.5%	12.2%	12.7%	13.3%
筹资成本	-454	-134	-134	-132	净资产收益率	3.8%	18.0%	17.6%	18.1%
其他	-15	0	0	0	净利率	7.0%	26.4%	26.9%	27.4%
筹资活动现金流净额	515	-117	-146	-190	资产负债率	31.4%	30.9%	26.9%	25.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	1375	245	3788	1014	总资产周转率	0.37	0.50	0.50	0.53

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。