仅供内部参考，请勿外传

锌矿约束强化，副产品铟锗带动锌企价值重估

有色金属

证券研究报告/行业专题报告

2026 年 09 月 25 日

评级：　增持（维持）

分析师：刘洋

执业证书编号：S0740526030002

Email：liuyang07@zts.com.cn

分析师：陈琪玮

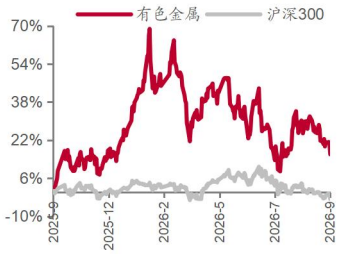
执业证书编号：S0740526040004

Email：chenqw@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	146
行业总市值(亿元)	52,184.85
行业流通市值(亿元)	46,031.33

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价（元）	EPS					PE					评级
		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
驰宏锌锗	9.26	0.25	0.20	0.55	0.69	0.82	36.47	45.35	16.75	13.49	11.30	买入

备注：货币单位为标的原始币种，股价截止 2026 年 9 月 24 日。

报告摘要

- **锌需求：能源转型带来新增量。**锌凭借优异防腐、合金化性能广泛应用于工业领域，据 ILZSG，全球锌的初始应用中，镀锌需求占比 60%，从锌终端需求上看，建筑、交通、基建占比分别为 50%、20%、15%。IZA《到 2030 年锌在能源转型中的作用》测算，光伏、风电、储能将给锌带来需求增量，其中太阳能领域锌使用份额五年内提升 43%，风能领域锌整体需求五年实现翻倍，储能板块锌需求增幅更是达到七倍，预计到 2030 年，电池、风能以及太阳能领域对锌的需求或将达到 66 万吨。
- **锌供给与价格：矿端约束凸显，价格中枢维持高位。**全球锌矿资源、产量地域集中度显著，澳大利亚、中国储量合计占全球半数以上，中国锌矿产量全球占比超 30%，稳居全球第一供给主体。国内锌矿开采强度显著高于全球平均水平，储采比偏低，2025 年 USGS 测算全球锌静态储采比 18.46 年，中国仅 14.63 年。长期资源保障能力偏弱。据 SMM，26H1，17 家海外矿企锌产量同比下降 8.9%，预计 2026 年海外矿山产量下降，拖累全球锌矿产量同比增速低于 1%，2026、2027 年新投产矿山 20、50 万吨，2026 年年底投产为主，实际增量释放在 2027 年，预计供需紧张 2027 年有所缓解。2026 年以来，锌供给紧张主导价格维持高位。负锌精矿冶炼加工费反应锌矿供应紧张，产业库存偏低，锌价超预期上涨。
- **冶炼盈利：铟、锗、硫酸副产品重构盈利体系，提升锌企业战略价值。**2026 年以来锌冶炼业务副产品收益占企业综合收益比重已超 80%，成为冶炼企业盈利核心支柱。其中硫酸收益有效对冲冶炼主业亏损，筑牢行业盈利底部；伴生稀散金属弹性凸显，铟受益 AI 光通信带动磷化铟需求高增、全球战略收储加持，铟价格中枢持续上移；锗依托出口管制政策与光纤等高端下游需求增长，锗价格上涨。战略金属铟、锗提升企业战略价值。
- **投资建议：锌供给约束支撑价格，副产品铟锗带来价值重估。**我们预计 2026 年锌供给紧张支撑价格高位，能源转型打开锌长期增量空间，叠加铟、锗等战略小金属的伴生，锌矿企业估值有待提升，**关注驰宏锌锗、金徽股份。**
- **风险提示：**锌下游需求不及预期风险。副产品价格大幅波动风险。再生锌供给超预期风险。研报信息更新不及时风险。

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1.锌需求：能源转型带来新增量 3
（1）锌材料属性与消费格局 3
（2）镀锌：锌需求的核心支柱与景气观测抓手 3
（3）能源转型带来锌中长期需求增量 4
2.锌供给与价格：矿端约束凸显，价格中枢维持高位 4
（1）全球锌矿资源格局：中国为第一大产地，全球储采比偏低 4
（2）锌矿供给：短期产量下降，中长期增量释放存在多重制约 5
（3）价格：供给紧张主导锌价维持高位 9
3.锌冶炼：铟、锗、硫酸副产品重构盈利体系，提升企业战略价值 9
锌矿企业：关注驰宏锌锗、金徽股份 11
4.投资建议：锌供给约束支撑价格，副产品铟锗带来价值重估 12
风险提示 13
锌下游需求不及预期风险 13
副产品价格大幅波动风险 13
再生锌供给超预期风险 13
研报信息更新不及时风险 13

图表目录

图表 1：全球锌初始应用领域占比 3
图表 2：全球锌终端应用领域占比 3
图表 3：精炼锌的月度消费量 3
图表 4：中国镀锌板销量:当月值（万吨） 4
图表 5：中国镀锌板卷周度表观消费量（万吨） 4
图表 6：2025 年各国锌储量（万吨） 5
图表 7：2025 年各国锌矿产量（万吨） 5
图表 8：锌储量情况（万吨） 5
图表 9：全球分国家锌矿产量（万吨） 5
图表 10：26H1 海外矿企锌产量不完全统计（单位：万吨） 6
图表 11：全球锌矿减量项目不完全统计（单位：万吨） 7
图表 12：2026 年以后，全球锌矿增量项目不完全统计 7
图表 13：中国锌精矿加工费（单位：元/吨） 8
图表 14：精炼锌产量（单位：千吨） 8
图表 15：中国镀锌板产量 8
图表 16：中国镀锌板卷产量当周值（万吨） 8
图表 17：中国镀锌板企业开工率及产能利用率（单位：%） 8
图表 18：锌价格走势 9
图表 19：锌冶炼厂副产品收益占比 9
图表 20：中国硫酸产量当月值（万吨） 10
图表 21：中国硫酸现货价（元/吨） 10
图表 22：中国精铟均价（元/千克） 10
图表 23：2025 年铟产量（吨） 10
图表 24：2024 年各国锗产量情况（吨） 11
图表 25：2024 年各国锗产量占比 11
图表 26：中国锗锭价格（元/千克） 11

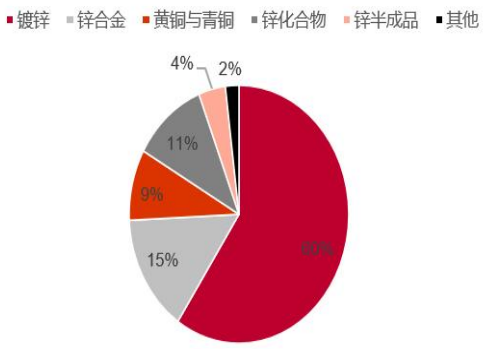
仅供内部参考，请勿外传

1.锌需求：能源转型带来新增量

（1）锌材料属性与消费格局

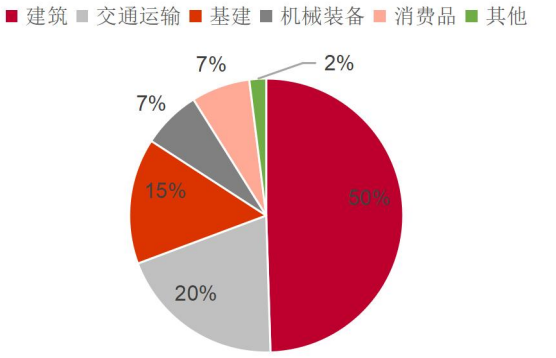
- **锌独特的理化性能是其多领域工业应用的底层支撑。**据亚洲金属网，锌是一种基础工业金属，锌在常温下表面会生成一层薄而致密的碱式碳酸锌膜，可阻止进一步被氧化，防腐优势显著；同时锌合金化适配性极强，能与多种有色金属制成合金，其中最主要的是与铜、锡、铅等组成的黄铜，与铝、镁、铜等组成压铸合金等。依托稳定优良的加工与化学特性，锌及其合金主要用于钢铁、冶金、机械、电气、化工、轻工、军事和医药等领域，行业需求与宏观相关性强。
- **锌终端需求集中于建筑、交通、基建三大板块，中国是全球精炼锌核心消费主体。据** ILZSG，全球锌的初始应用中，镀锌需求占比 60%，从锌终端需求上看，建筑、交通、基建占比分别为 50%、20%、15%。**据同花顺，**2012 年以来，全球及中国精炼锌消费量整体稳定，中国消费量占全球 40%-55%。

图表 1：全球锌初始应用领域占比



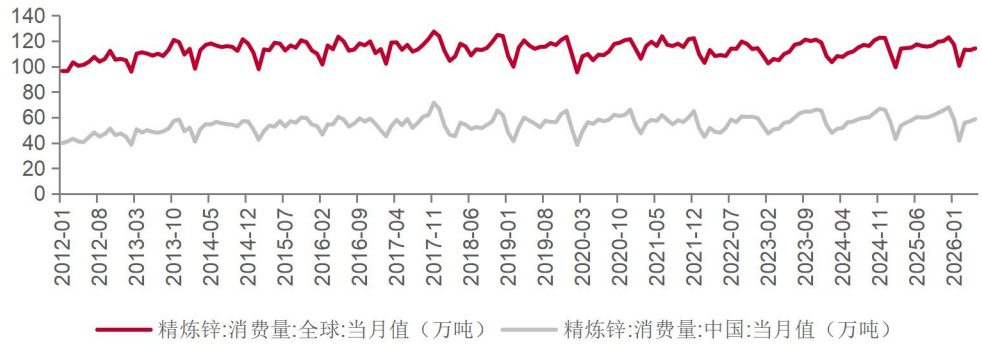
来源：ILZSG，中泰证券研究所

图表 2：全球锌终端应用领域占比



来源：ILZSG，中泰证券研究所

图表 3：精炼锌的月度消费量



来源：同花顺，中泰证券研究所

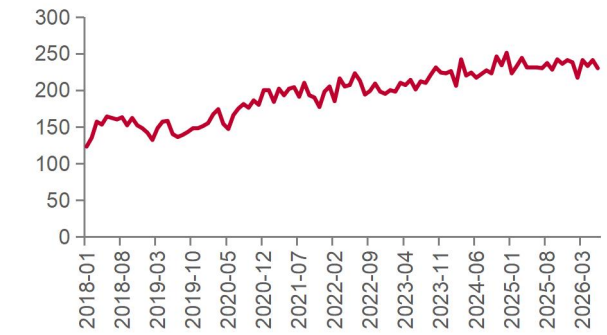
（2）镀锌：锌需求的核心支柱与景气观测抓手

- **镀锌板块是跟踪锌需求景气的核心指标，特殊电化学防腐机理赋予其不可替代的工业价值。**据 China Steel Market，镀锌锌层对钢材的防护主要依赖物理屏障和电化学保护。物理屏障是对钢材最直接的防护形式，锌层将钢材基体与空气、水分、盐类等腐蚀性介质完全隔绝，从源头上阻止钢材与腐蚀

仅供内部参考，请勿外传

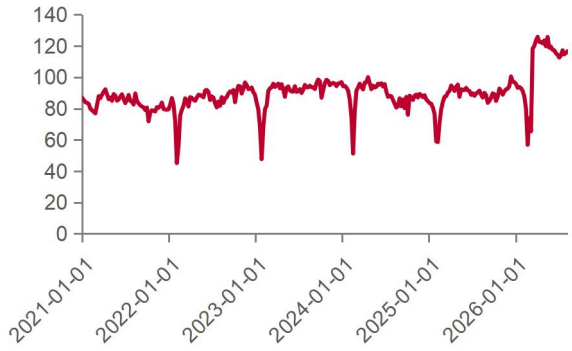
环境接触。锌的腐蚀产物进一步形成致密的钝化膜，增强了隔离效果。电化学保护是镀锌防护最关键的环节。当镀锌层受到轻微破损、钢基体暴露在雨水或湿气等腐蚀介质中时，锌会作为“阳极”优先被腐蚀，而裸露的钢材则作为“阴极”得到保护。防护涂层的使用寿命与锌层厚度密切相关，由于锌的腐蚀速度相对稳定（在自然户外环境中约为每年 5-10 微米），锌层越厚，防护屏障的使用寿命就越长，每 1 微米的锌涂层可提供 1-2 年的有效防护。据中钢协，2018 年以来，国内镀锌板销量中枢持续抬升，支持锌需求。

图表 4：中国镀锌板销量:当月值（万吨）



来源：中钢协，中泰证券研究所

图表 5：中国镀锌板卷周度表观消费量（万吨）



来源：同花顺，中泰证券研究所

（3）能源转型带来锌中长期需求增量

- **能源转型打开锌长期增量空间，风电、光伏共同构成镀锌需求新增核心增长点。**根据 IZA《到 2030 年锌在能源转型中的作用》测算，光伏、风电、储能将给锌带来需求增量，其中太阳能领域锌使用份额五年内提升 43%，风能领域锌整体需求五年实现翻倍，储能板块锌需求增幅更是达到七倍，预计到 2030 年，电池、风能以及太阳能领域对锌的需求或将达到 66 万吨。

2.锌供给与价格：矿端约束凸显，价格中枢维持高位

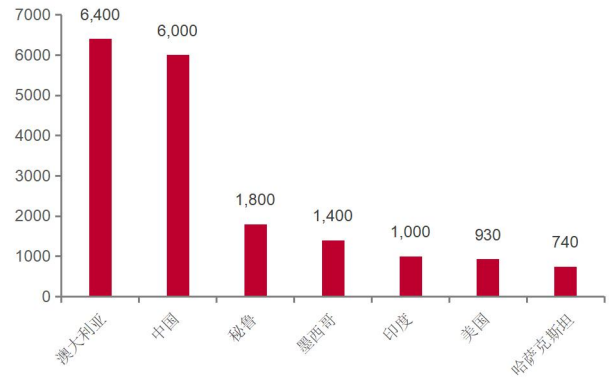
（1）全球锌矿资源格局：中国为第一大产地，全球储采比偏低

- **全球锌矿资源与产量地域集中度较高，中国是全球核心锌矿供给国。**锌矿储量呈现头部集中特征，澳大利亚、中国储量合计占全球一半以上。USGS 数据显示，2025 年全球锌矿储量 2.4 亿吨，澳大利亚储量 6400 万吨、占比 27%，中国储量 6000 万吨、占比 26%。2025 年全球锌矿产量前五国家为中国、秘鲁、澳大利亚、印度、墨西哥，对应全球占比 32%、12%、8%、7%、6%，中国产量规模优势突出。2025 年 USGS 测算全球锌静态储采比 18.46 年，中国仅 14.63 年。



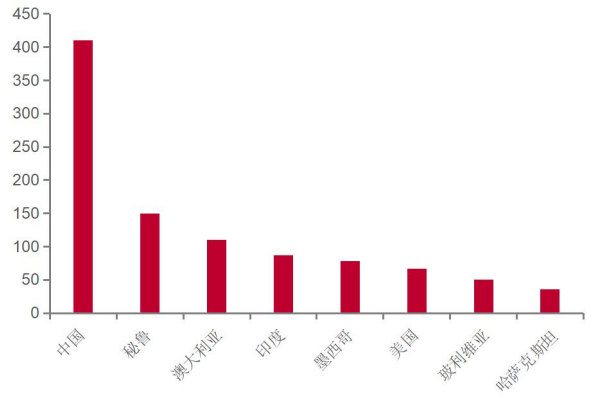
仅供内部参考，请勿外传

图表 6：2025 年各国锌储量（万吨）



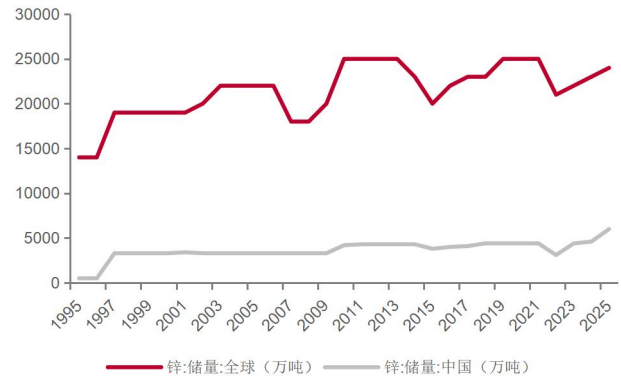
来源：USGS，中泰证券研究所

图表 7：2025 年各国锌矿产量（万吨）



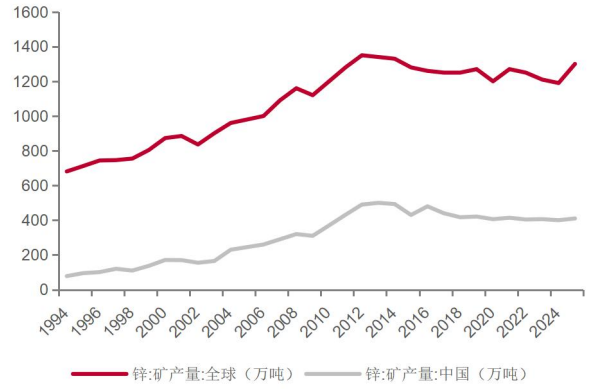
来源：USGS，中泰证券研究所

图表 8：锌储量情况（万吨）



来源：USGS，中泰证券研究所

图表 9：全球分国家锌矿产量（万吨）



来源：USGS，中泰证券研究所

（2）锌矿供给：短期产量下降，中长期增量释放存在多重制约

- **全球锌精矿供给受新增项目投产慢与存量扰动共同约束，增量释放不及预期。**海外新建、改扩建锌矿普遍存在审批漫长、基建滞后、实际品位低于设计值、社区环保约束等问题，投产延期、爬坡缓慢较为常见。存量矿山面临资源枯竭闭坑、安全事故、极端天气、配矿导致品位下滑等风险；欧洲矿山持续承受能源成本压力。国内持续释放增量，但老矿山仍有减量压力。2026 年国产、进口矿现货 TC 持续下行并转入负值区间，冶炼端原料成本压力上升，反应锌精矿供应偏紧及副产品贡献利润增量。据 SMM，26H1，17 家海外矿企锌产量同比下降 8.9%，预计 2026 年海外矿山产量下降，拖累全球锌矿产量同比增速低于 1%，2026、2027 年新投产矿山 20、50 万吨，2026 年年底投产为主，实际增量释放在 2027 年，预计供需紧张 2027 年有所缓解。

仅供内部参考，请勿外传

图表 10：26H1 海外矿企锌产量不完全统计（单位：万吨）

公司	矿山	25H1	26H1	同比
Boliden	Tara	4.2	3.51	-16.4%
	Garpenberg	4.79	2.13	-55.5%
	The Boliden Area	2.24	1.87	-16.3%
	Zinkgruvan	4.35	3.44	-20.9%
	Somincor	5.38	5.39	0.1%
Buenaventura	El Brocal	0	0	-
	Uchucchacua	1.21	1.4	15.2%
	Tambomayo	0.14	0.08	-46.4%
Fresnilloplc	Fresnillo	2.22	2.52	13.3%
	Saucito	2.14	1.63	-23.8%
	cienega	0.05	0	-100.0%
	San Julián – DOB	0	0	-
	Juanicipio	0.95	1.23	29.7%
Grupo mexico	TOTAL	8.53	7.94	-6.9%
Kaz Mineral	East Region& Bozymchak	2.04	2.17	6.4%
MMG	Dugald River	8.44	8.72	3.3%
	Rosebery	2.35	1.86	-20.8%
Newmont	Peñasquito	12.6	10.2	-19.0%
Nexa	Cerro Lindo	4.03	4.35	7.9%
	El Porvenir	2.55	2.31	-9.4%
	Atacocha	0.56	0.52	-7.1%
	Vazante	5.72	6.52	14.0%
	Morro Agudo	0	0	-
	Aripuanã	1.23	2.18	77.2%
Pan American Silver	TOTAL	2.66	3.08	15.8%
Penoles	Velardeña	3.74	3.5	-6.5%
	Tizapa	0	1.9	-
	Capela	1.41	1.07	-24.0%
	Sabinas	0.52	0.72	38.7%
South 32	Cannington	2.16	2.05	-5.1%
Teck	Red Dog	25.34	23.04	-9.1%
Vedanta	Zinc India	57.5	58.3	1.4%
	Gamsberg	8.6	8.7	1.2%
	BMM (Zinc International)	2.1	1	-52.4%
Volcan	Yauli	8.01	7.18	-10.4%
	Chungar	2.11	1.99	-5.7%
	Alpamarca	0.24	0.02	-91.7%
	Cerro de Pasco	1.24	1.52	22.6%
Glencore	TOTAL	46.52	36.56	-21.4%
Glencore/Teck/BHP	Antamina	23.33	11.66	-50.0%
Ivanhoe	kipushi	8.48	13.52	59.4%
总计	-	269.69	245.78	-8.9%

来源：SMM，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图表 11：全球锌矿减量项目不完全统计（单位：万吨）

公司	25 年锌矿产量	26 年锌矿产量指导	2026 年锌产量中枢	同比	原因
Teck Resources	56.5	41~46	43.5	-13	1.Red Dog 临近矿山生命周期末期品位下降，锌产量从 25 年 46.3 万吨下降至 26 年 37.5~41.5 万吨、27 年 33~37 万吨、28 年 23~27 万吨。 2.持股比例 22.5%的秘鲁 Antamina 铜锌矿锌矿石比例下降，权益锌产量从 25 年 10.2 万吨下降至 26、27 年均为 3.5~4.5 万吨，28 年恢复至 4.5~5.5 万吨。
Glencore	96.94	70~74	72	-25	1. 澳大利亚 Lady Loretta 在 25 年贡献锌产量 11 万吨，25 年末矿山资源耗尽闭坑。 2.加拿大 Kidd 剥离已于 2026 年 6 月 1 日完成。25 年产量 4.15 万吨，26M1-5 产量 2.04 万吨。 3.哈萨克斯坦 Kazzinc 可用于掺配的高品质第三方精矿供应有限，进而制约了冶炼厂对自有原料的处理效率。26H1 自有矿产量 87600 吨，同比减少 11400 吨。 4.持股 33.75%的秘鲁 Antamina 铜锌矿开采锌矿比例下降。
中金岭南	-	-	-	-	26 年 8 月 1 日凡口铅锌矿矿山冒顶事故停产，9 月 17 日起恢复生产。

来源：公司财报、公司停复产公告，中泰证券研究所

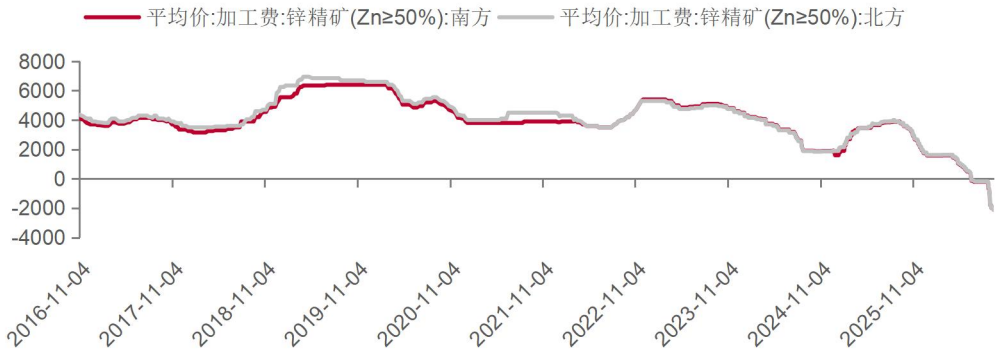
图表 12：2026 年以后，全球锌矿增量项目不完全统计

公司	矿山	矿山所在国	预计投产时间	锌年产能
Vedanta	Gamsgerg 二期	南非	26Q1	产能从 400 万吨矿石提升至 800 万吨矿石
South32	Taylor 锌铅银矿床	美国	28H1	稳态运营期年均产出 12.3 万吨锌
Appian Capital	Rosh Pinah 锌铅矿	纳米比亚	26Q3	稳态锌金属产能约 1.7 亿磅
Bunker Hill Mining	Bunker Hill 锌铅银	美国	26H1	年处理能力 1800 吨原矿
Orion Minerals	prieska 铜锌矿	南非	27H2	锌精矿 5.67 万金吨
Western Mediterranean Zinc	Tala Hamza 锌铅矿	阿尔及利	27H2	锌精矿 17 万吨
蜀道矿业集团	Asmara 锌铜矿	厄立特里	2026	原矿 400 万吨/年的生产规模
Volcan Compañía Minera	Romina 锌铅银多金属	秘鲁	26Q2	日处理原矿 3000 吨
EDM Resources	Scotia 锌矿	加拿大	2027	锌金属产出 3500 万磅/年
贵州鼎盛鑫矿业	猪拱塘铅锌矿	中国	26H2	锌精矿 21 万吨
湖南志弘矿业	大脑坡铅锌矿	中国	2028	设计年开采规模 396 万吨
金徽股份	江洛矿区	中国	2027	原矿 300 万吨/年
广西佛子矿业	佛子冲矿区龙湾矿	中国	2027	设计采选能力 45 万吨/年
西部矿业	四川鑫源	中国	2027	年矿石处理量从 30 万吨扩至 80 万吨
内蒙古盛地矿业	黄花沟铅锌矿	中国	2028	采矿规模从 15 万吨扩张至 60 万吨
赤峰中色白音诺尔矿业	白音诺尔矿业铅锌矿	中国	2028	生产规模由 99 万吨扩大至扩至 165 /年
额尔古纳诚诚矿业	东珺矿区锌铅银矿	中国	2029	270 万吨
中金岭南	广西盘龙铅锌矿	中国	-	进行 3000 吨/日改 6000 吨/日的扩产
中金岭南	佩利雅铅锌矿	澳大利亚	-	-
中金岭南	云浮天堂铜铅锌矿	中国	-	-

来源：SMM、公司财报、投资公告、公司官网、政府官网、互动问答，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

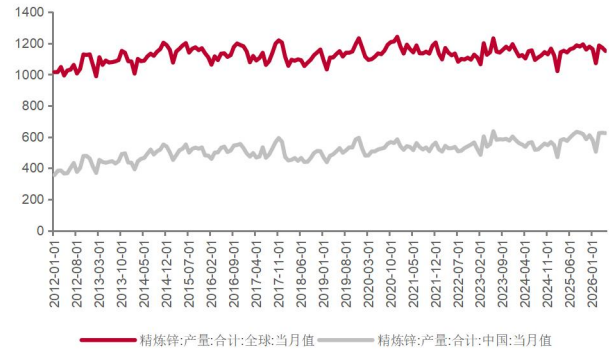
图表 13：中国锌精矿加工费（单位：元/吨）



来源：同花顺，中泰证券研究所

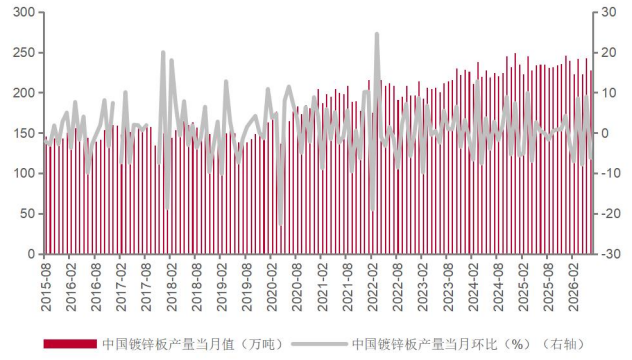
- **中国锌冶炼占据全球主导地位。据同花顺，**2025 年全球精炼锌产量 1379 万吨，同比增长 1.7%；中国产量 704 万吨，同比增长 6.7%，中国占全球比例由 2013 年 41%提升至 2025 年 51%。
- **再生锌增量有限。**据同花顺，2025 年全球再生锌产量 200 万吨，同比增长 2.8%，再生占比 15%，对整体供给的影响有限。国内 2025 年再生锌产量 94 万吨，占国内精炼锌产量 13%。据 SMM，钢厂的二次原料供应量增加，支持再生锌的新增产能扩张，预计 2026 年再生锌新增产能增加 32.5 万吨以上，考虑到原料增速不及消费增速，利润压缩下预计 2026 年再生锌产量增幅有限。

图表 14：精炼锌产量（单位：千吨）



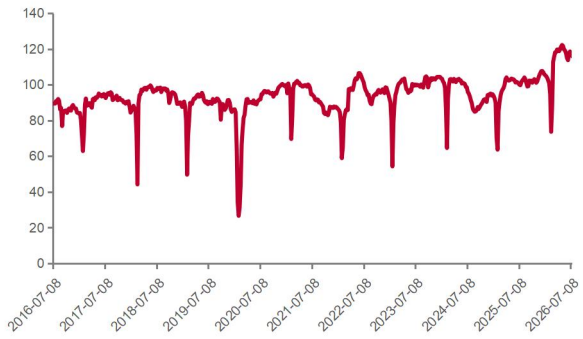
来源：同花顺，中泰证券研究所

图表 15：中国镀锌板产量



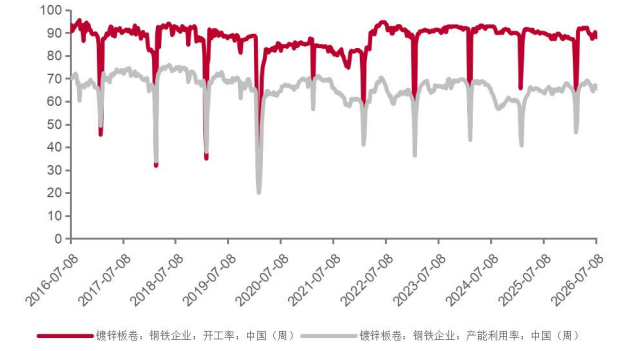
来源：中钢协，中泰证券研究所

图表 16：中国镀锌板卷产量当周值（万吨）



来源：我的钢铁网，中泰证券研究所

图表 17：中国镀锌板企业开工率及产能利用率（单位：%）



来源：我的钢铁网，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

（3）价格：供给紧张主导锌价维持高位

- **锌价：2026 年以来，锌供给紧张主导价格维持高位。**负锌精矿冶炼加工费反应锌矿供应紧张，产业库存偏低，锌价超预期上涨，据同花顺，截止 2026 年 9 月 24 日，SHFE 锌价已达 26760 元/吨，年内上涨 15%。

图表 18：锌价格走势

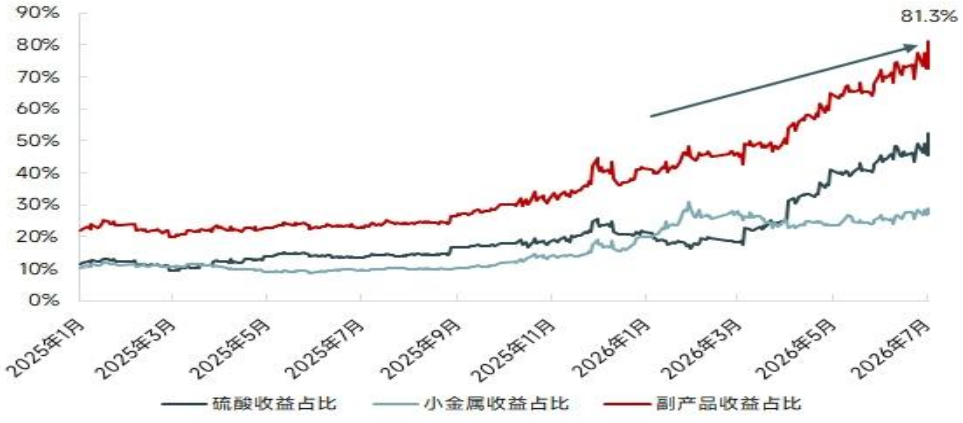


来源：SHFE、LME，中泰证券研究所

3.锌冶炼：铟、锗、硫酸副产品重构盈利体系，提升企业战略价值

- **锌冶炼企业利润高度依赖伴生副产品硫酸、小金属贡献。**SMM 测算显示，伴随副产品价格持续走强，副产品收益占冶炼企业综合收益的比重自 2025 年以来持续攀升，2026 年 7 月已经攀升至 81.3%，硫酸收益与铟锗等小金属收益同步上行，副产品已经成为锌冶炼企业维持利润的核心支柱。其中，2026 年以来，中东冲突扰动硫磺供应，成本抬升叠加供给偏紧，驱动硫酸价格上涨。

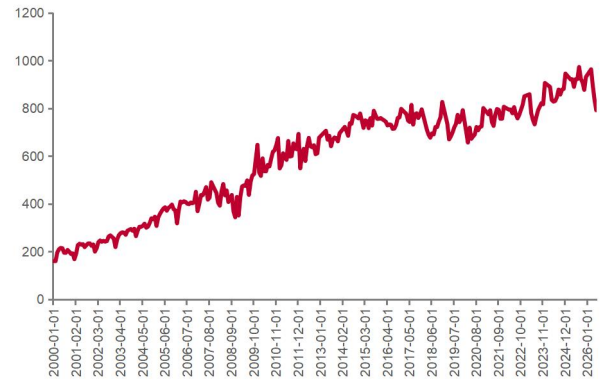
图表 19：锌冶炼厂副产品收益占比



来源：SMM，中泰证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图表 20：中国硫酸产量当月值（万吨）



来源：国家统计局，中泰证券研究所

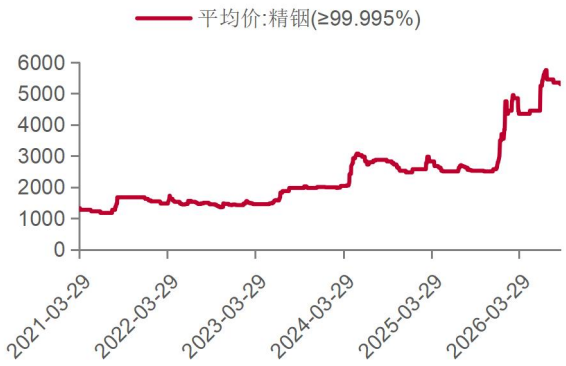
图表 21：中国硫酸现货价（元/吨）



来源：国家统计局，中泰证券研究所

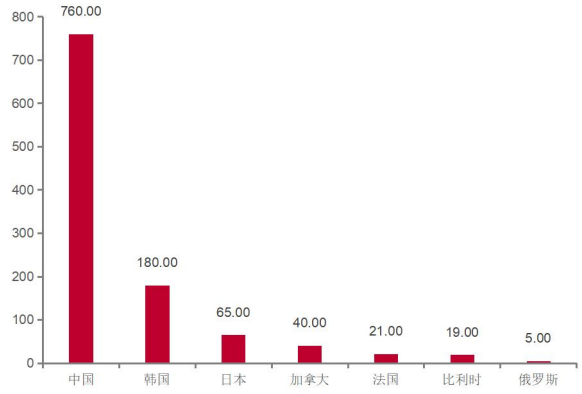
■ **原生铟作为锌矿伴生的小金属，供给高度集中于中国，AI 需求驱动铟价中枢上行，持续增厚锌企盈利和战略价值。**供给端方面，据 USGS ，2025 年中国原生铟产量 760 吨，占全球总产量 69%，主导全球供给格局。需求端方面，AI 光通信产业快速发展带动磷化铟材料需求增量释放，叠加海外战略收储支撑，铟价中枢持续上移。据同花顺，截止 2026 年 9 月 24 日，中国精铟均价已达 5200 元/公斤，年内上涨 86%。

图表 22：中国精铟均价（元/千克）



来源：同花顺，中泰证券研究所

图表 23：2025 年铟产量（吨）

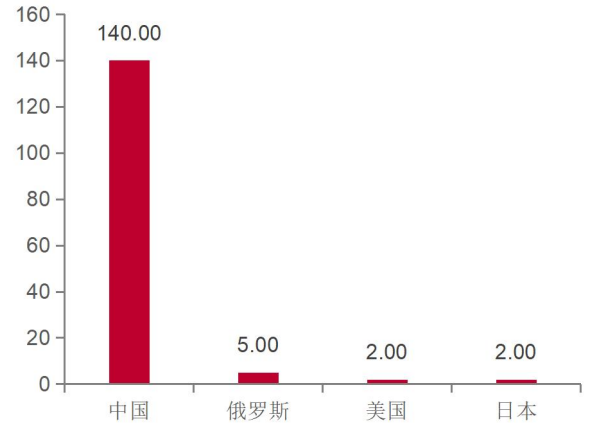


来源：USGS，中泰证券研究所

■ **锗作为铅锌冶炼稀缺伴生品，需求与战略性提升，支撑价格高位。**据亚洲金属网，锗在地壳中的含量约为 0.0007%，是地壳中最分散的元素之一，锗矿常伴生在铅锌、银、铜、钼的硫化物、铝土矿及煤层中，独立的锗矿很少，该资源属性也造就了全球锗生产高度集中的供给格局。据奥地利联邦农业、地区和旅游部的数据显示，2024 年全球锗产出主要由中国贡献，全年产量达到 140 吨，占全球比重超 90%；俄罗斯、美国、日本产量仅分别为 5 吨、2 吨、2 吨。据商务部、海关总署 2023 年 7 月 3 日发布的《关于对镓、锗相关物项实施出口管制的公告》，锗属于国内出口管制品种。下游光纤等领域需求增长，叠加出口政策管控收紧，2024 年以来锗锭价格走高。据同花顺，截止 2026 年 9 月 24 日，中国锗锭均价已达 27300 元/千克，年内上涨 95%。

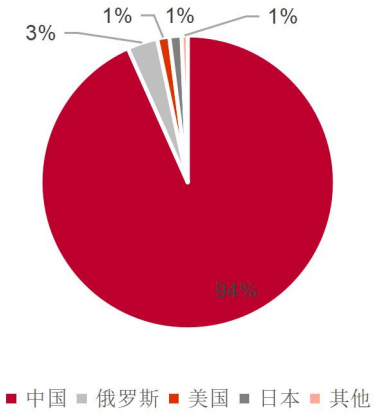
仅供内部参考，请勿外传

图表 24：2024 年各国锗产量情况（吨）



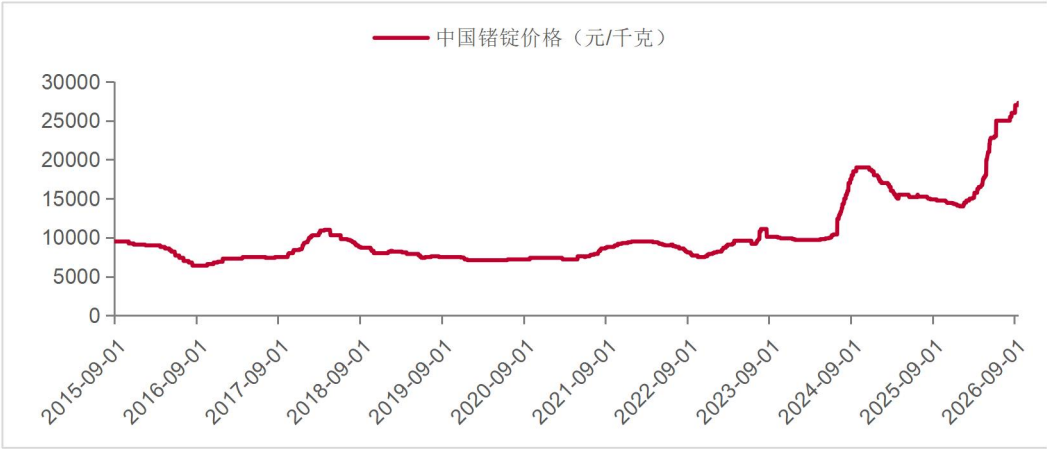
来源：奥地利联邦农业、地区和旅游部，中泰证券研究所

图表 25：2024 年各国锗产量占比



来源：奥地利联邦农业、地区和旅游部，中泰证券研究所

图表 26：中国锗锭价格（元/千克）



来源：国金金属网，中泰证券研究所

锌矿企业：关注驰宏锌锗、金徽股份

- **驰宏锌锗：国内铅锌采选冶一体化龙头，完善铅锌及稀散金属产业链布局。**据公司财报、投资者交流公告，公司坐拥会泽矿业、彝良驰宏两座世界级高品位锌矿山，锌资源禀赋行业领先。截至 26M6 末，公司保有铅锌资源量超 3,200 万吨，钼金属量 246.7 万吨、锗资源量 614 吨。公司铅锌精矿金属产能 42 万吨/年， 2025 年公司实现锌精矿产量 21.32 万金属吨，同时实现伴生锗产品含锗 54.69 吨。公司持续推进产能升级与资源扩张，增量成长逻辑清晰。矿山端，会泽矿业采矿产能优化项目预计 2026 年底投产，届时采矿产能将由 50 万吨/年提升至 70 万吨/年。另外，公司聚焦稀贵金属回收能力提升与产业链价值延伸。

- **金徽股份：立足陇南持续扩充资源储备。**据公司财报、采矿证公告，公司规划立足现有资源基础，积极拓展金、银、铜等多金属勘查与开发，逐步形成以铅锌银为主体、金、铜为补充的多元化产业发展格局。2025 年公司生产锌精矿 7.18 万吨，26 年已取得杨家山铅锌矿采矿许可证，矿石生产规模从 178 万吨/年增加至 244 万吨/年，推进江洛矿区铅锌矿（300 万吨/年）选矿工程项目建设。另外，2026 年上半年，公司收购福圣矿业 100%股权，新增金矿采矿权一宗，正式切入黄金开采领域；5 月收购德源矿业 100%股权，相关手续完成后将新增金矿采矿权、探矿权各一宗，以上金矿矿权合计保有金金属量 6,862kg，实现金矿领域从无到有的突破，逐步构建起“铅锌银+黄金”协同发展的多元业务格局。

仅供内部参考，请勿外传

4.投资建议：锌供给约束支撑价格，副产品铟锗带来价值重估

- 需求端，锌终端需求集中于建筑、交通、基建三大板块，中国是全球精炼锌核心消费主体。能源转型打开锌长期增量空间，风电、光伏共同构成镀锌需求新增核心增长点。
- **供给端，矿端约束凸显，价格中枢维持高位。**全球锌矿资源与产量地域集中度较高，中国是全球核心锌矿供给国，2025 年 USGS 测算全球锌静态储采比 18.46 年，中国仅 14.63 年，储采比偏低。全球锌精矿供给受新增项目投产慢与存量扰动共同约束，增量释放不及预期，据 SMM，26H1，17 家海外矿企锌产量同比下降 8.9%，预计 2026 年海外矿山产量下降，拖累全球锌矿产量同比增速低于 1%，2026、2027 年新投产矿山 20、50 万吨，2026 年年底投产为主，实际增量释放在 2027 年，预计供需紧张 2027 年有所缓解。从冶炼企业层面看，锌冶炼企业利润高度依赖伴生副产品硫酸、小金属贡献。SMM 测算显示，伴随副产品价格持续走强，副产品收益占冶炼企业综合收益的比重自 2025 年以来持续攀升，伴生品 AI 金属铟、锗价格中枢上升，持续增厚锌企盈利和战略价值。
- **整体来看，我们预计 2026 年锌供给紧张支撑价格高位，能源转型打开锌长期增量空间，叠加铟、锗等战略小金属的伴生，锌矿企业估值有待提升，关注驰宏锌锗、金徽股份。**

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

锌下游需求不及预期风险

- 如房地产、基建、汽车、家电的锌需求不及预期；风电、光伏、储能需求低于预期，将直接压制锌终端消费，拖累锌价运行。

副产品价格大幅波动风险

- 硫酸、铟、锗等副产品是当前锌冶炼企业的核心盈利支柱。若硫酸、铟、锗价格回落，将拖累锌冶炼企业的利润。

再生锌供给超预期风险

- 粗钢产量、钢灰产出变化，再生行业监管政策调整，会带来再生锌供给超预期收缩或释放，扰动国内锌总供给格局。

研报信息更新不及时风险

- 锌产业变化较快，研报信息存在更新不及时的风险。

仅供内部参考，请勿外传

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

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

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。