仅供内部参考，请勿外传

国联民生证券 GUOLIAN MINSHENG SECURITIES

金徽股份（603132.SH）深度报告

铅锌守正陇上地，黄金开新西北天

2026 年 09 月 28 日

- **铅锌主业根基稳固，布局黄金开启第二成长曲线。**公司于 2011 年成立，2022 年上交所主板上市，主营铅锌精矿采选业务，伴生银同步贡献收益。2025 年底，公司现有铅锌矿石量 6514 万吨，对应铅金属量 66.8 万吨、锌金属量 221.2 万吨，伴生银金属量 1074.8 吨。2026 年公司加速贵金属赛道布局，先后完成老圣沟金矿、崖湾金矿收购，构建“基本金属+贵金属”驱动格局，成长边界持续拓宽。
- **核心矿区禀赋优异，江洛整合扩产打开成长空间。**公司矿山集群地处国内顶级铅锌成矿区域甘肃陇南西成铅锌成矿带，成矿条件优越，资源禀赋得天独厚。主力郭家沟铅锌矿资源储备雄厚、品位稳定，构筑公司坚实产能与业绩基石；外围东坡、洛坝、江口等矿权梯次接续，增储前景广阔。江洛矿区作为公司最大的成长引擎，现有谢家沟、向阳山两矿在产托底，增量项目杨家山铅锌矿锌品位高达 6.03%，2026 年四季度起逐步释放产能；公司正加快建设谢家沟、明昊两座 150 万吨/年选厂，其中谢家沟选厂已带料试车，远期将形成共 300 万吨/年采选体系，较现有产能实现数倍跨越，叠加三大采区外围探矿权持续扩产潜力，区域成长空间全面打开。此外，公司依托西秦岭成矿带的区位卡位，前瞻性布局金矿与铜矿资产，从单一铅锌向多金属矿企进阶，第二成长曲线逐步清晰。
- **矿端紧平衡支撑锌价中枢，金价低位反弹前景广阔。锌方面，**全球锌矿供给端持续收紧，在产矿山品位下滑趋势确立，全球锌矿 TC 加工费处于历史低位，新增勘查投入不足导致储量接续承压，SMM 预测 2030 年全球锌矿供给增速接近零。需求端，传统镀锌领域稳健筑底，新能源领域贡献增量需求，锌价中枢有望长期上行。**金方面，**3 月以来美伊谈判陷入僵局，双方表态反复摇摆，霍尔木兹海峡航运继续受限下油价维持高位，全球能源与金融市场不确定性陡增，美元在石油美元交易体系下走强，金银价格受通胀及货币端影响触及 6 月末低位约 4000 美元/盎司位置。伴随美国数据走弱以及债务问题发酵金价低位反弹。中长期看，金价主线仍是央行购金+美元信用弱化+美国内部矛盾的长逻辑。2026 年二季度全球央行购金环比大幅增长，创单季度历史新高，ETF 交易 7 月回暖，我国央行 Q2 加速购金，连续七个季度增持。依旧看好未来中长期的金价中枢上移。
- **投资建议：**公司是国内铅锌采选领域优秀企业，核心矿山成本优势突出。伴随江洛矿区资源整合逐渐投产和黄金业务同步推进，公司有望打开业绩增长新空间，兼具周期价格弹性与成长增量属性。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 8.39/15.47/23.33 亿元，对应 9 月 24 日股价 PE 分别为 21/11/8 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**金属价格大幅波动、项目进展不及预期、安全生产风险、海外利率政策反复风险，质押比例较高风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,724	2,257	3,820	5,408
增长率（%）	12.0	31.0	69.2	41.6
归属母公司股东净利润（百万元）	542	839	1,547	2,333
增长率（%）	15.3	54.8	84.3	50.8
每股收益（元）	0.55	0.86	1.58	2.39
PE (X)	32	21	11	8
PB (X)	5.5	4.8	3.6	2.8

资料来源：Wind，国联民生证券研究所预测；（注：股价为 2026 年 9 月 24 日收盘价）

推荐 首次评级

当前价格： 17.93 元



分析师 邱祖学
执业证书：S0590525110009
邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn
分析师 王作燊
执业证书：S0590526070006
邮箱：wangzuoshen@glms.com.cn

相对走势



仅供内部参考，请勿外传

投资聚焦

区别于市场的观点/方法

本报告对金徽股份的历史沿革、当期情况以及战略规划进行系统性的梳理与总结，从地质和经济角度对金徽股份主要矿产资源进行逐一介绍并进行汇总，重点突出未来铅锌及黄金资源的成长性。我们认为公司黄金业务布局并非短期，而是依托甘肃区域成矿带资源禀赋、成熟矿山运营能力与充沛自有现金流的战略转型，后续区域内铅锌、黄金资源整合具备可持续性，黄金资源或将形成长期稳定的新利润支柱；同时公司凭借核心矿山高品位、低成本的优势，使企业在金属价格下行周期具备极强盈利韧性，其“稳健铅锌基本盘+黄金增量成长新曲线”的双重业务架构，赋予了公司充足的长期成长潜力与价值提升空间。

核心假设

价格方面，基于全球锌精矿紧平衡格局延续，叠加国内下游需求边际修复，假设锌价中枢持续上行，金价低位反弹在美元信用弱化背景下上行潜力依旧充足。

产量方面，现有郭家沟铅锌矿维持满负荷生产，铅锌综合回收率维持行业领先水平，杨家山铅锌矿 2026 年开始贡献产量，27-28 年持续增产，同时假设公司深部探矿稳步推进，持续补充铅锌资源储量，外延并购打开远期成长空间。

成本方面，假设公司采选业务单位成本随能源、人工价格小幅温和上涨，但受益于规模效应、浮选工艺优化与绿电替代推进，成本涨幅略低于行业平均，低成本竞争优势持续保持。

近期催化

公司持续资源整合，黄金业务从远期规划逐步落地兑现；海外大型铅锌矿山减产、停产事件频发，国内铅锌精矿加工费持续走低，上游矿山盈利弹性持续放大。

核心假设对应的风险

金属价格大幅波动，项目开发进展不及预期，安全生产风险、海外利率政策反复风险以及质押比例较高风险等。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1 深耕铅锌矿产主业，拓宽金铜布局 4
1.1 从绿色铅锌到“铅锌银+金+铜”多金属产业布局 4
1.2 营收利润稳步爬升，财务情况健康 9
2 核心资产：铅锌筑基，黄金打开成长空间 14
2.1 柳林矿区：郭家沟筑牢产能基石，多项目梯次布局成长路径清晰 14
2.2 江洛矿区：在产托底+核心接替，300 万吨选矿体系加速建设 16
2.3 铜矿战略储备谋长远，黄金扩容推进双轮驱动 23
3 紧平衡支撑锌价中枢，金价触底反弹前景广阔 27
3.1 锌：矿端供给持续收紧，新旧需求复苏形成紧平衡 27
3.2 金：低位反弹，前景广阔 37
4 盈利预测与投资建议 43
4.1 盈利预测假设与业务拆分 43
4.2 估值分析 45
4.3 投资建议 45
5 风险提示 47
插图目录 49
表格目录 50

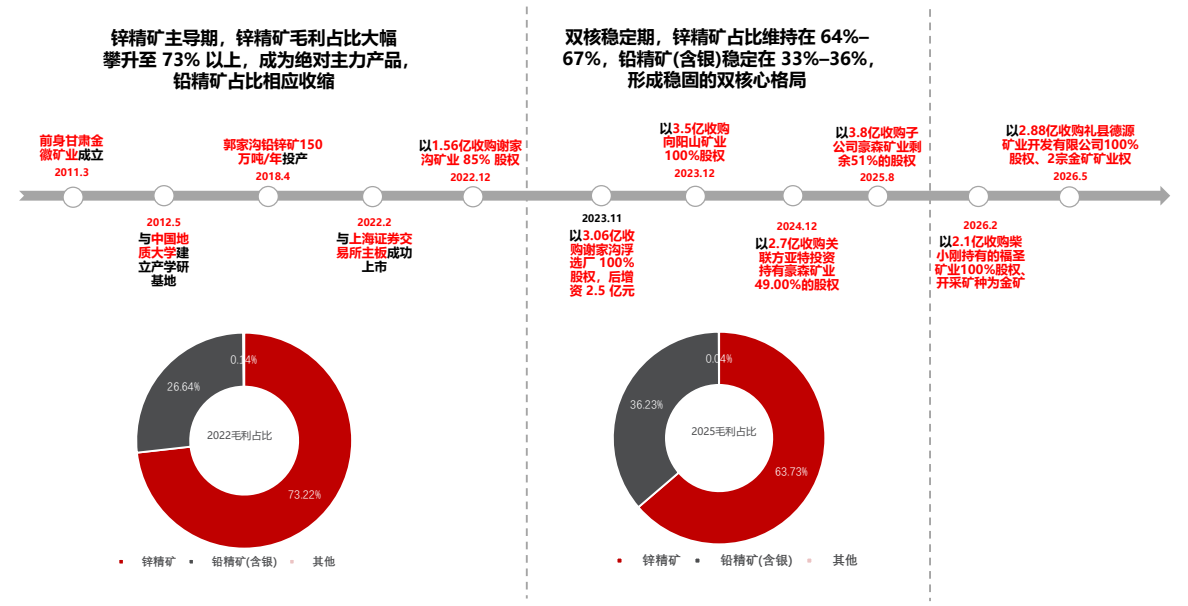
仅供内部参考，请勿外传

1 深耕铅锌矿产主业，拓宽金铜布局

1.1 从绿色铅锌到“铅锌银+金+铜”多金属产业布局

金徽股份的发展历程，是一部从绿色矿山建设起步，依托资本市场实现资源整合与规模扩张的典型矿业企业成长史。公司前身甘肃金徽矿业有限责任公司成立于 2011 年，核心资产郭家沟铅锌矿于 2018 年投产，形成 150 万吨/年采选能力。2022 年 2 月公司实现在上交所上市，借助资本平台公司开启加速扩张之路：2022 上市同年收购谢家沟铅锌矿；2023 年与徽县政府签署战略协议，正式启动总投资约 50 亿元、规划 300 万吨/年采选能力的江洛矿区资源整合，并陆续收购向阳山等矿山；2024 年又先后取得甘肃省徽县东坡铅锌矿普查探矿权、徽县洛坝铅锌矿南侧空白区采矿权，并于 9 月开工建设江洛矿区 300 万吨铅锌矿选矿工程；2025 年公司完成对豪森矿业 100%股权的收购，同年 12 月谢家沟 150 万吨/年浮选厂实现联动试车，杨家山-袁家坪、东坡铅锌矿等探矿项目取得重大资源发现，为后续产能提升奠定资源基础。进入 2026 年，公司战略持续深化，以收购老圣沟金矿为标志，业务向黄金领域拓展，构建多元化资源布局。

图1：公司发展历史



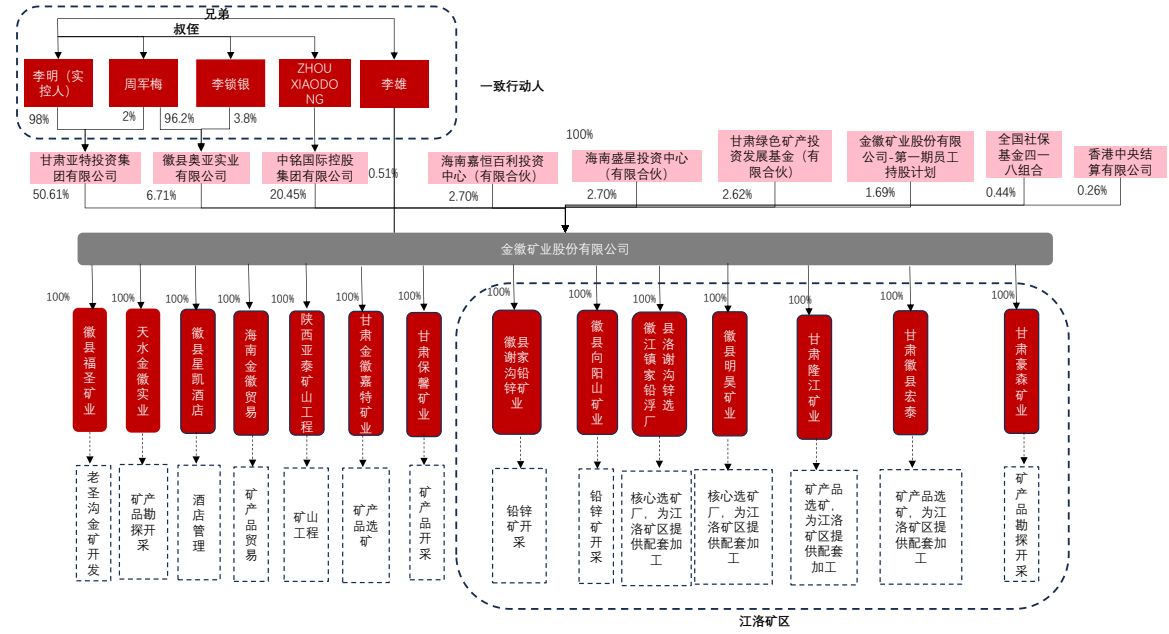
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

股权层面，实际控制人李明先生持有控股股东甘肃亚特投资集团 98%股权，间接掌握公司 50.61%股份；与 ZHOUXIAODONG、周军梅、李锁银、李雄亲属签署一致行动协议，合计持股 78.28%。在内部激励层面，公司通过员工持股计划实现了核心团队与股东利益的深度绑定，除了海南盛星、海南嘉恒百利合计持股 5.4%的员工持股平台外，公司实施的第一期员工持股计划已成为重要的内部股东，截至 2026 年第 2 季度末持有 1648.02 万股，占总股本的 1.69%，位列第七大股

仅供内部参考，请勿外传

东。此外，甘肃绿色矿产投资发展基金等地方国资股东的参股，也为公司带来了产业资源与地方政策支持，形成“民营实控+员工激励+地方国资”的多元股东结构。

图2：公司股权结构



资料来源：公司公告，招股说明书，国联民生证券研究所

子公司体系布局清晰，围绕铅锌矿采选主业及金矿开发、江洛矿区资源整合、配套服务三大维度分工明确。采矿端郭家沟矿区铅锌矿石开采，保馨矿业系柳林矿区开采储备力量；徽县谢家沟矿业、向阳山矿业共同承担江洛矿区铅锌矿石开采任务；福圣矿业向黄金领域拓展；甘肃金徽西成矿业作为江洛矿区资源整合平台，统筹归集区域核心矿权；甘肃豪森矿业专注矿产勘查与后备资源储备，保障中长期资源接续。选矿环节由谢家沟铅锌浮选厂、明昊矿业、宏泰实业、隆江矿业、金徽嘉特矿业等专业子公司运营，负责矿石浮选与深加工，构建采选一体化经营模式。此外，天水金徽实业主攻外部矿权勘探与资源拓展，陕西亚泰矿山工程提供矿山基建及工程施工服务，海南金徽贸易负责矿产品销售流通，徽县星凯酒店配套后勤保障。整体来看，公司子公司已形成勘探、采矿、选矿、工程、贸易、后勤全覆盖的完整产业体系，为公司整体产能稳步释放与长期发展奠定坚实基础。

金徽股份已形成结构完善、梯队分明的矿权资产布局，合计持有六宗采矿权、六宗探矿权，资源储备体量充足、成长梯队清晰。现有证载铅锌采选能力 244 万吨/年。2025 年 12 月 31 日资源储量方面，公司可开发铅锌矿石量 6514 万吨，对应铅金属量 66.8 万吨、锌金属量 221 万吨，伴生银金属量 1075 吨；铜矿石量 103.4 万吨，铜金属量 0.68 万吨，整体铅锌银铜资源禀赋优异；2026 年 2 月，完成收购的老圣沟金矿矿区范围内保有矿石量 77.2 万吨，Au 金属量 1626kg，Au 平均品位 2.11g/t。2026 年 8 月 25 日，将原持有的“甘肃省徽县杨家山-袁家坪铅锌金多金属矿普查”探矿权部分区域转为采矿权并取得一宗采矿许可证及不动

仅供内部参考，请勿外传

产权证书（采矿权），设计生产规模 66 万吨/年。

公司六宗**采矿权**分别为徽县郭家沟铅锌矿、谢家沟铅锌矿、向阳山铅锌矿、洛坝铅锌矿南侧空白区、徽县老圣沟金矿、徽县杨家山铅锌矿。其中郭家沟、谢家沟、向阳山、洛坝南侧空白区、杨家山铅锌矿聚焦铅锌主业；老圣沟金矿为公司 2026 年 2 月以 2.1 亿元现金完成收购福圣矿业 100%股权所得，标志着公司正式切入黄金赛道，开启多金属协同发展格局。**公司通过收购德源矿业 100%股权，间接取得礼县崖湾金矿采矿权。**崖湾金矿保有矿石量约 160.92 万吨，金金属量约 4.1 吨，平均品位 2.55g/t，证载产能 9 万吨/年。截至 2026H1，相关股权及矿权过户手续尚未完成，暂未纳入公司合并报表及已持有采矿权口径。

表1：自有矿山基本情况

矿山名称	主要品种	资源量	储量	品位（Pb+Zn）	年产量	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
徽县郭家沟铅锌矿	铅锌银	5,362.40万吨	2976.89 万吨	3.85%	150万吨年	22年	XC6200002012113210127665；2026年2月24日至2034年8月5日
徽县谢家沟铅锌矿	铅锌银	183.61万吨	120.2万 吨	5.43%	18万吨/年	7年	C6200002022123220154408；2024年6月26日至2033年11月7日
徽县向阳山铅锌矿	铅锌银	66.69万吨	46.46万吨	3.92%	10万吨/年	5年	C6200002010083220079157；2024年7月3日至2029年12月20日
徽县杨家山铅锌矿	铅锌银	818.40万吨	624万吨	7.94%	66万吨/年	12年（含基建期14年）	XC6200002026083200000091；2026年8月22日至2040年8月9日
矿山名称	**主要品种**	**保有矿石量（万吨）**	**Au金属量（吨）**	**品位（Au）**	**年产量**	**其他**	**许可证/采矿权有效期**
老圣沟金矿	金	77.16	1.626	2.11g/t	5万吨/年		有效期至2035年4月20日
礼县崖湾金矿	金	160.92	4.1	2.55g/t	9万吨/年	伴生银推断类金属量3,989千克，伴生硫推断类金属量16,858吨	2020年5月10日至2030年5月9日

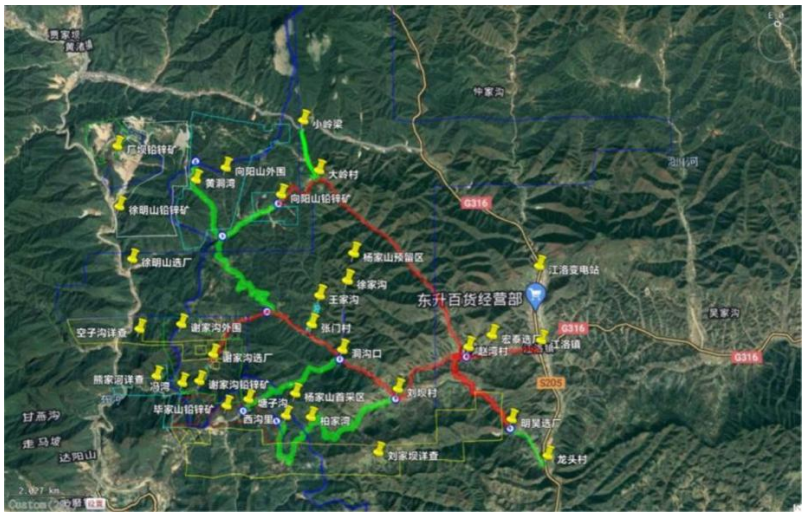
资料来源：金徽股份 2025 年年度报告，金徽矿业股份有限公司关于以现金方式收购股权的公告，国联民生证券研究所

公司拥有六宗**探矿权**，总面积合计 81.69 平方公里，涵盖徽县郭家沟、江口一带、东坡、刘家坝、杨家山-袁家坪、天水秦州区火麦地铜矿，覆盖铅锌、铜、金银等多金属品种，后备资源成长空间充足。其中杨家山-袁家坪铅锌金多金属矿探矿权总面积 56.6 平方公里，首期详查面积 3.6 平方公里且详查成果已通过省级自然资源厅评审备案，采矿权手续正在推进办理，后续探转采落地有望显著增量贡献；徽县东坡铅锌矿探矿权深部已发现厚大、延伸稳定的高品位矿体，铅锌品位区间 0.80%-38.86%，银品位 2g/t-309g/t，资源潜力突出；炭山探矿权合计矿石资源量 39.52 万吨，金金属量 1135.93 千克，平均品位 2.87g/t，勘查面积 2.96 平

仅供内部参考，请勿外传

方公里。**公司通过收购德源矿业 100%股权，间接取得礼县炭山地区金矿详查探矿权，**截至 2026H1，相关股权及矿权过户手续尚未完成，暂未纳入公司合并报表及已持有采矿权口径。

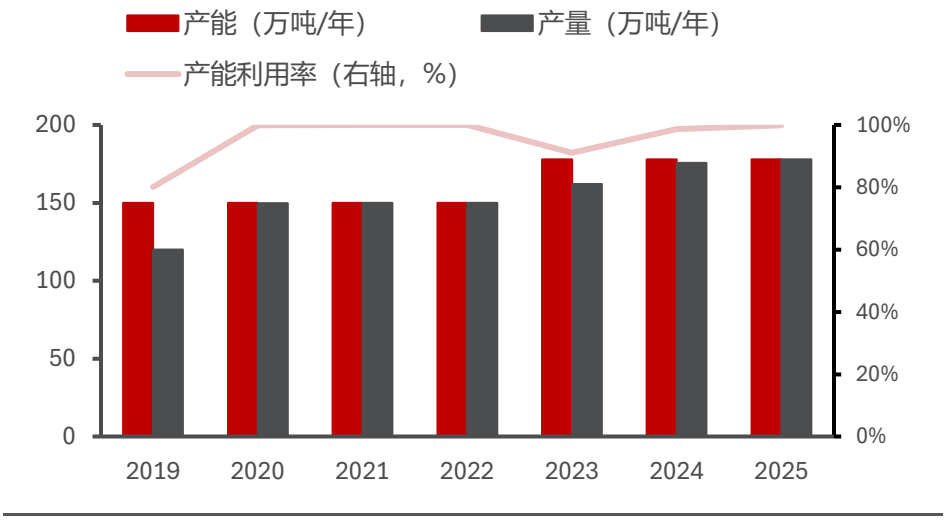
图3：各矿区位置关系



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

产能方面，公司现有证载铅锌原矿开采产能 178 万吨/年，其中郭家沟铅锌矿 150 万吨/年、谢家沟铅锌矿 18 万吨/年、向阳山铅锌矿 10 万吨/年。2025 年公司铅锌原矿开采量 177.99 万吨，开采产能利用率接近 100%，生产运营高效稳定。

图4：公司产能、产量及产能利用率情况



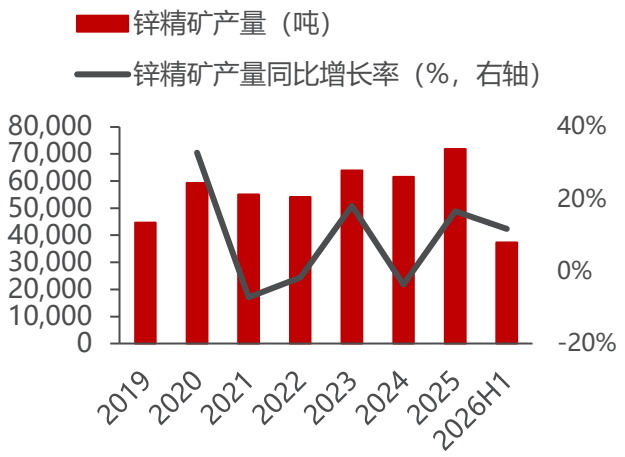
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

产量端，公司锌精矿产量由 2019 年 4.5 万吨提升至 2025 年的 7.2 万吨；铅精矿产量由 2019 年 1.8 万吨增长至 2025 年 2.3 万吨；伴生银产量同步提升，2025 年达 30 吨。截至 2025 年公司已形成 178 万吨/年铅锌矿开采能力，其中郭

仅供内部参考，请勿外传

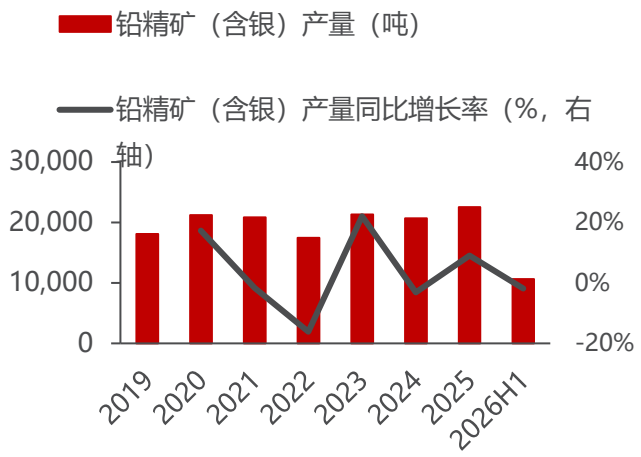
家沟铅锌矿产能 150 万吨/年，是当前产量的核心来源，谢家沟、向阳山分别具备 18 万吨/年和 10 万吨/年产能，公司 2025 年原矿开采量达 177.99 万吨，产能利用率接近 100%。后续产量增量则主要来自江洛矿区扩产及杨家山项目投产：杨家山规划开采产能 66 万吨/年，江洛矿区 300 万吨/年选矿工程持续建设，有望打开公司中长期铅锌产量增长空间。

图5：公司锌精矿产量（吨）



资料来源：公司公告，ifind，国联民生证券研究所

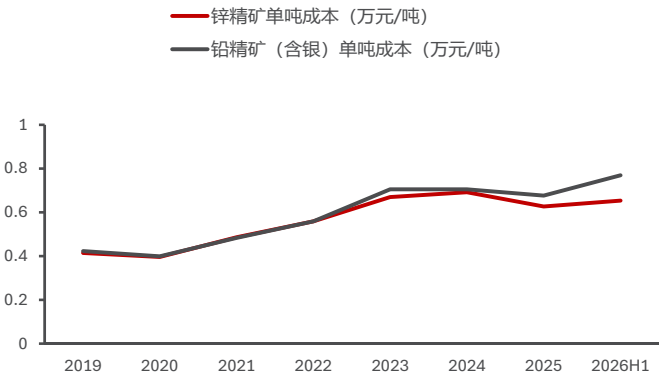
图6：公司铅精矿（含银）产量（吨）



资料来源：公司公告，ifind，国联民生证券研究所

成本端，2019-2020 年由于团队外包转自采，同时采矿量、选矿量均有所增加，规模效应实现单吨成本优化。受原矿品位下降和单位精矿原矿消耗增加，2020-2022 年单吨成本略有上行。2023 年锌精矿铅精矿受矿业权出让收益金征收政策变化，重新计算后需补提权益金，叠加生产领用材料有所增加等原因导致单吨营业成本进一步上行。但整体来看公司生产运营基本稳健，成本端虽略有上行但仍处可控区间。

图7：公司成本情况

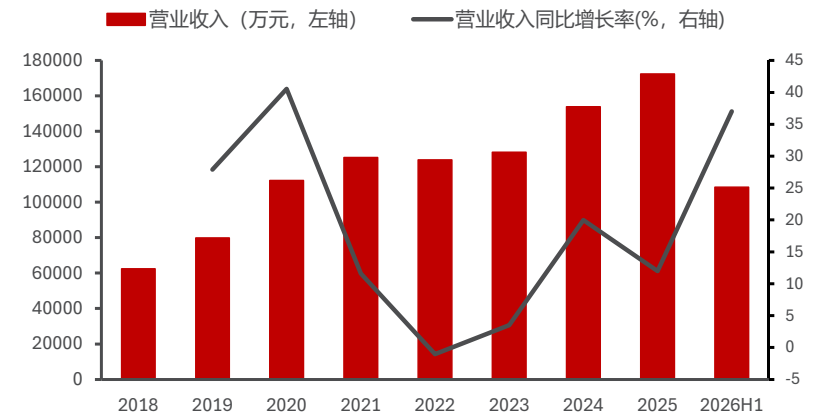


资料来源：公司公告，ifind，国联民生证券研究所

1.2 营收利润稳步爬升，财务情况健康

营业收入整体持续增长，营收规模稳步扩大。2018-2020 年公司营收由 6.24 亿元快速增长至 11.22 亿元，其中 2020 年同比增长 40.54%，实现跨越式提升；2021-2022 年受行业周期、生产节奏等因素影响，营收增速有所放缓，2022 年小幅回落 1.04%，但整体营收规模仍稳定在 12 亿元以上，2023-2025 年公司营收分别实现 12.83 亿元、15.39 亿元、17.24 亿元，同比增速分别为 3.50%、19.97%、12.00%；2026 年 H1 公司实现营收 10.84 亿元，同比大幅增长 37.00%，营业收入提升原因系主要产品产量稳中有升，产品市场行情向好，锌、白银价格均有不同程度上涨所致。

图8：公司营收及增速

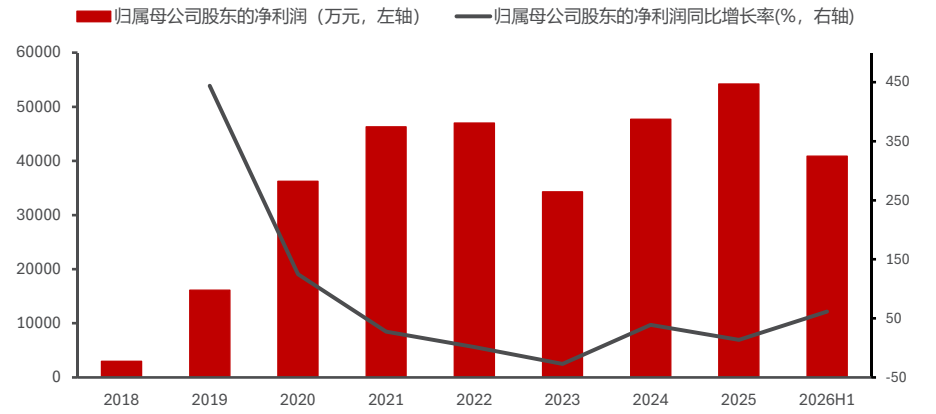


资料来源：公司公告，ifind，国联民生证券研究所

利润释放顺利 2025 年创历史新高。2018-2021 年，公司盈利规模从 0.3 亿元快速攀升至 4.63 亿元，2019、2020 年增速分别高达 443.98%、124.67%，实现跨越式增长。2021-2022 年盈利进入高位平台期， 2023 年由于矿业权出让收益金政策的变化导致 2023 年度净利润减少 6381 万元，净利润略有承压。2024-2025 年净利润回升并持续增长，2025 年达 5.42 亿元，创历史新高，彰显公司在周期波动下的稳健经营能力与长期成长动能。2026 年 H1 受益于要产品产量稳中有升，产品市场行情向好，锌、白银价格均有不同程度上涨，公司实现归母净利润 4.09 亿元，同比大幅增长 61.52%。

仅供内部参考，请勿外传

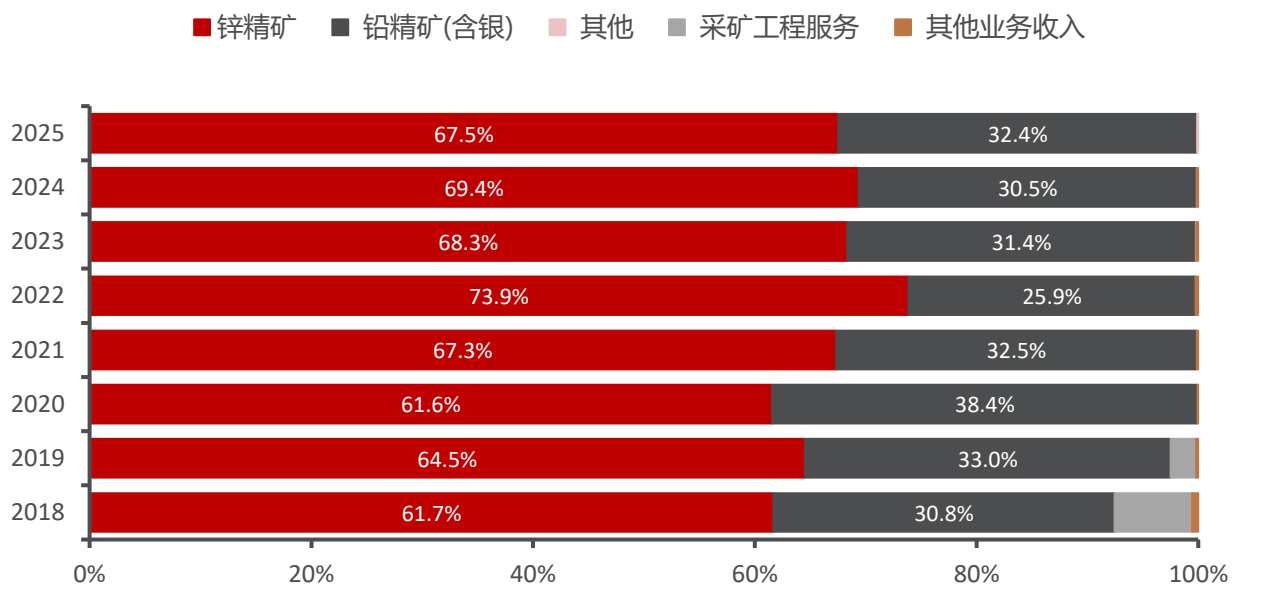
图9：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，ifind，国联民生证券研究所

铅锌银为公司主要利润来源。锌精矿为第一大收入来源，占比常年维持在60%-74%区间，2022 年占比最高达 73.9%，2025 年为 67.5%；铅精矿（含银）作为第二大收入来源，占比稳定在 25%-38%之间，2020 年占比最高达 38.4%，2025 年为 32.4%。两项核心金属产品合计贡献了公司近 100%的营收，采矿工程服务、其他业务收入及其他业务占比已从早年不足 10%持续收缩，近年基本可以忽略不计，公司业务结构逐渐聚焦于矿产主业。

图10：公司分产品营收占比

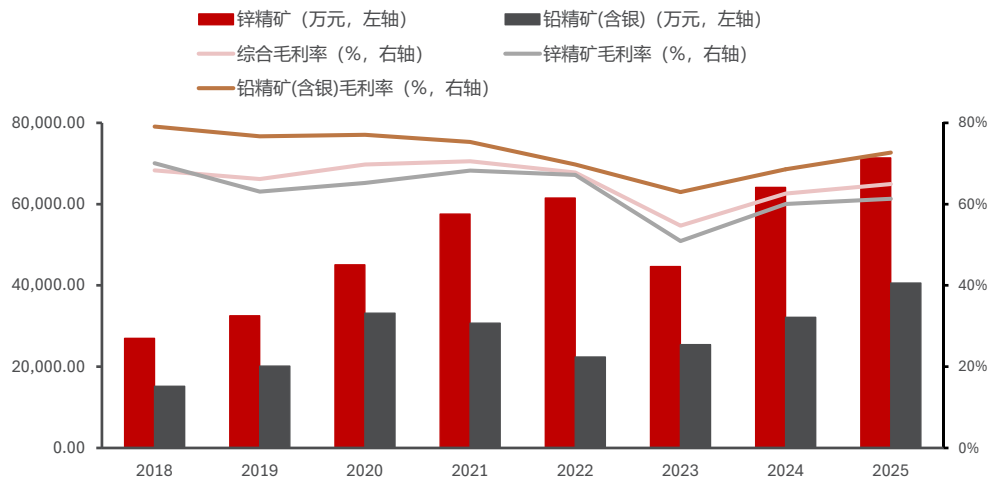


资料来源：公司公告，ifind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

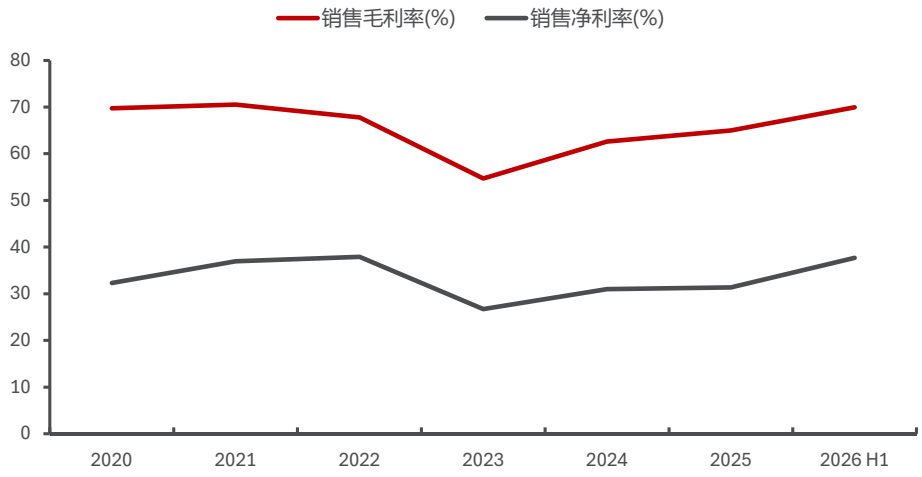
核心产品毛利规模持续增长，盈利水平经历阶段性回落后稳步修复。锌精矿和铅精矿（含银）贡献公司绝大部分毛利，其中锌精矿毛利由 2018 年的 2.70 亿元增至 2025 年的 7.14 亿元，铅精矿（含银）毛利由 1.52 亿元增至 4.06 亿元，2025 年两项产品毛利合计约 11.19 亿元。盈利能力方面，公司销售毛利率长期维持较高水平，2023 年阶段性回落至 54.71%，随后持续修复，2025 年回升至 64.96%。销售净利率 2020-2022 年由 32.29%提升至 37.91%，2023 年回落至 26.73%，随后逐步修复至 2025 年的 31.38%；2026H1 销售毛利率及净利率进一步升至约 69.97%和 37.70%，盈利能力延续改善趋势。

图11：公司产品毛利及毛利率



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图12：公司销售毛利及销售净利率

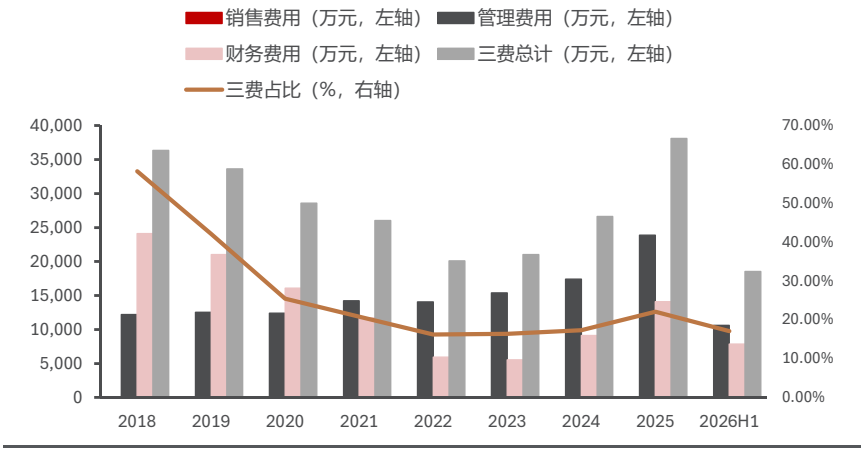


资料来源：公司公告，ifind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

三费管控整体成效显著，费用率呈先降后稳，规模效应逐步显现。2018-2022 年，三费总额与占比持续下降，主要是由于财务费用的大幅下降，公司通过募集资金偿还银行借款，债务规模大幅缩减，利息支出显著下降。2022-2025 年三费总额及占比逐渐上升，主要系管理费用随公司规模扩张、矿区管理投入增加而快速增长，从 2018 年 1.22 亿元升至 2025 年的 2.39 亿元。同时由于 2023 年起江洛矿区整合、项目前期投入导致管理费用和财务费用阶段性上升，但整体占比仍显著低于前期高位水平，费用管控能力较强。2026 年 H1 营收同比增长 37.00%，三费占比显著下降。

图13：公司三费情况

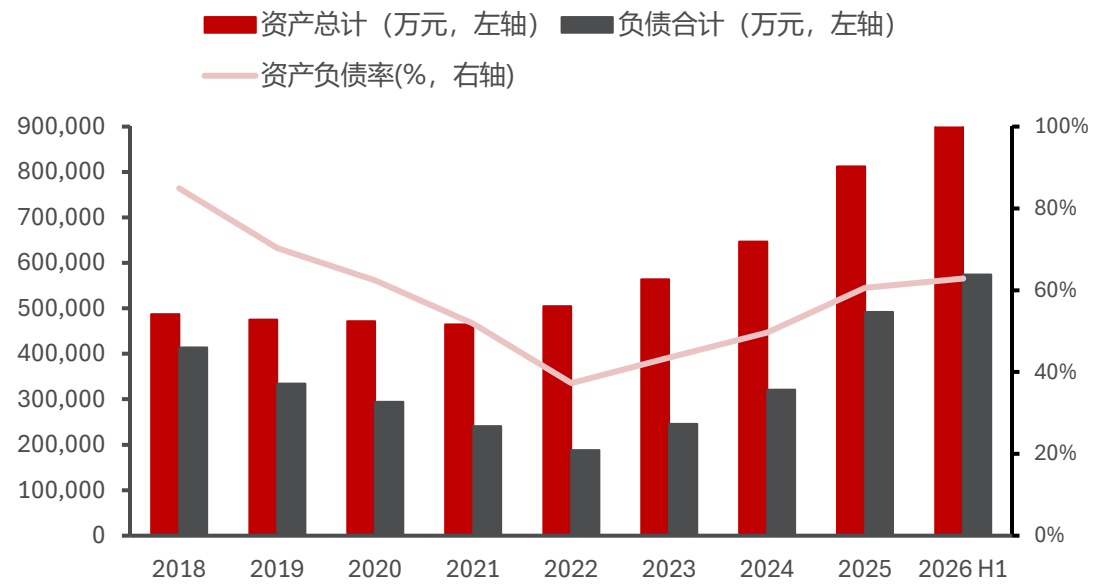


资料来源：公司公告，ifind，国联民生证券研究所

近年因项目建设融资需求资产负债率有所回升，仍处于合理区间。2018-2022 年，公司通过持续偿还债务、优化资本结构，资产负债率从 84.94%大幅下降至 37.31%，负债规模由 41.38 亿元降至 18.82 亿元，资本结构得到明显改善。2023 年起，随着江洛矿区整合、新建产能项目推进，公司融资规模扩大，资产负债率逐步回升，2025 年达 60.56%，2026 年 H1 为 62.89%，仍显著低于 2018 年高位水平。同时，公司总资产自 2022 年起快速扩张，由 50.45 亿元增长至 2025 年的 81.27 亿元，主要源于项目建设投入、资源整合带来的资产增厚，整体资产和负债增长匹配，财务风险可控，资本结构还有优化的空间。

仅供内部参考，请勿外传

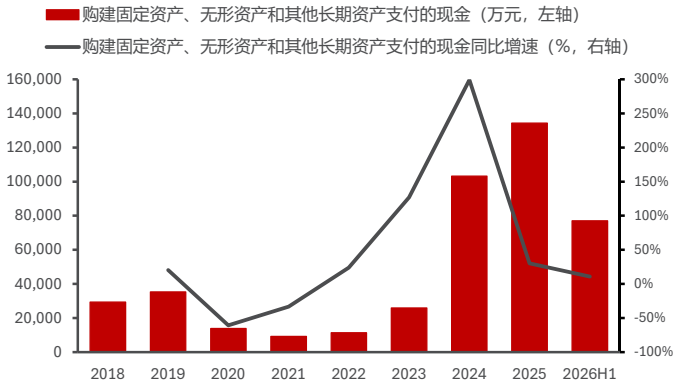
图14：公司资产负债率情况



资料来源：公司公告，ifind，国联民生证券研究所

资本开支呈“先降后升”，规模与公司产能扩张节奏高度匹配。2018-2019 年是公司上市前郭家沟铅锌矿主体采选工程的集中建设期，资本开支处于高位；2020 年原有矿山主体工程完工，而新的大型项目尚未启动，资本开支下降；2023 年起公司资本开支呈现快速增长，核心源于公司全面启动江洛矿区资源整合工作，谢家沟选矿厂项目正式进入主体工程施工阶段。目前公司上市后已完工项目包括江洛矿区矿权整合，徽县杨家山-袁家坪铅锌金多金属矿详查，徽县郭家沟铅锌矿绿色矿山提升改造项目；在建项目主要有洛坝、东坡矿区建设项目，江洛矿区铅锌矿 150 万吨/年选矿工程-谢家沟选厂，徽县谢家沟铅锌矿绿色矿山提升改造项目；未来新增项目包括老圣沟金矿的开发筹备，江洛矿区铅锌矿 150 万吨/年选矿工程-明昊选厂，江口、天水火麦地矿区的探转采等。

图15：资本开支情况



资料来源：公司公告，ifind，国联民生证券研究所

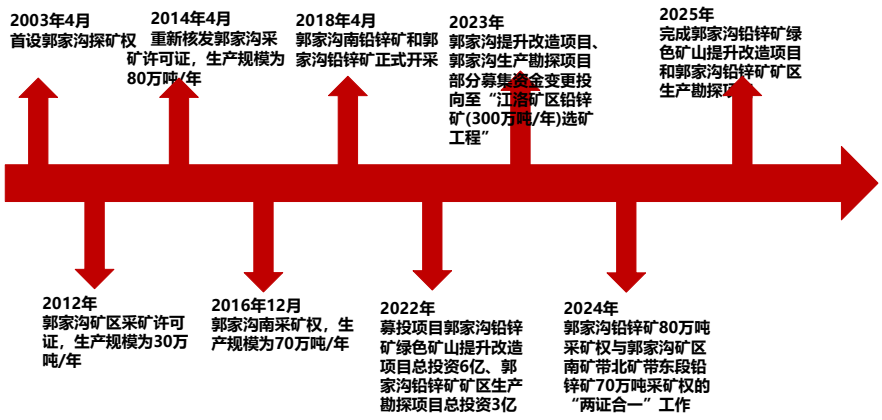
仅供内部参考，请勿外传

2 核心资产：铅锌筑基，黄金打开成长空间

2.1 柳林矿区：郭家沟筑牢产能基石，多项目梯次布局成长路径清晰

郭家沟矿区位于甘肃省陇南市徽县柳林镇。上世纪六七十年代该矿山即有初步普查工作，2003 年开展深部探矿；2012 年 11 月金徽取得郭家沟矿区采矿许可证，生产规模为 30 万吨/年；2014 年 4 月甘肃国土厅重新核发采矿许可，生产规模为 80 万吨/年；2016 年设立郭家沟南采矿权，生产规模为 70 万吨/年；郭家沟铅锌矿及郭家沟南铅锌矿于 2018 年 4 月正式开采。2024 年，公司完成郭家沟两宗采矿权“两证合一”。截至 2025 年 12 月 31 日，徽县郭家沟铅锌矿具有资源量 5362 万吨，储量 2977 万吨，Pb+Zn 平均品位 3.85%，按现有资源量及 150 万吨/年产能测算，剩余服务年限约 22 年，采矿许可证有效期至 2034 年 8 月。矿山由母公司 100%持有。

图16：郭家沟矿区历史沿革

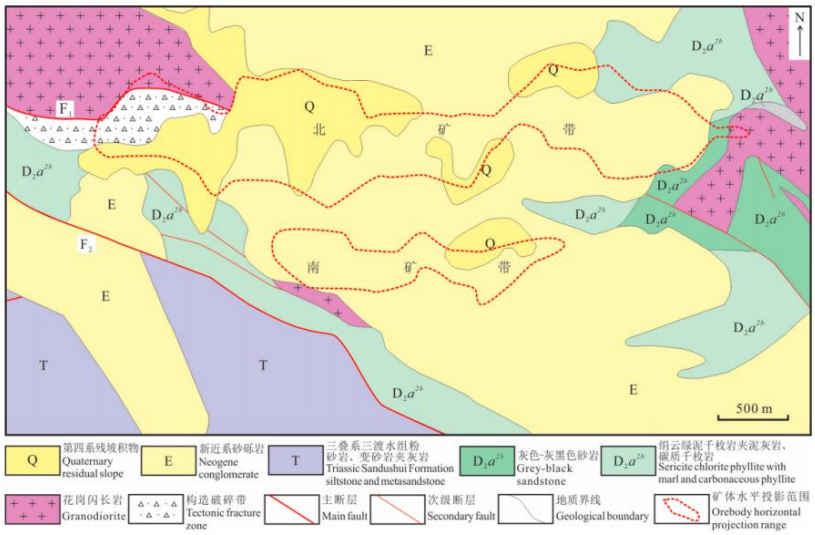


资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

地质层面，郭家沟矿区铅锌矿床大地构造位置处于秦岭褶皱系西秦岭褶皱带东段，采矿权评估矿区面积 9.03 平方公里。该矿区主要金属矿物包括闪锌矿、方铅矿，各类矿石中均含有黄铁矿；主要产品包括锌精矿、铅精矿及伴生银等。矿山采用主平硐+主副竖井开拓方式，与上向水平分层进路式充填采矿法相结合的技术方案进行开采，采选规模 150 万吨/年。截至 2025 年 12 月 31 日，郭家沟保有铅锌矿矿石量达 5362 万吨，可采储量 2977 万吨。铅锌银综合回收率分别达 90.36%、95.71%、77.52%。

仅供内部参考，请勿外传

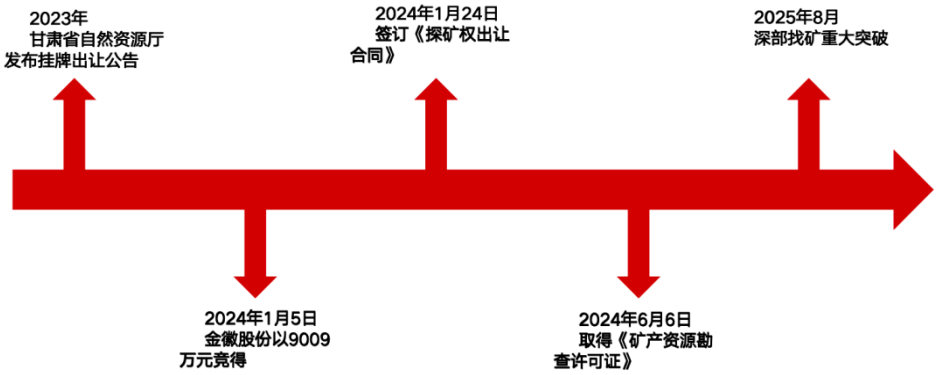
图17：郭家沟矿区地质简图



资料来源：《西秦岭西成矿集区郭家沟超大型铅锌矿床成矿地质特征与控矿因素》张世新等，国联民生证券研究所

地区潜在资源还包括东坡铅锌矿探矿权、洛坝空白区采矿权、江口探矿权。其中公司于 2024 年 1 月以 9009 万元竞得东坡铅锌矿探矿权，并于同年 6 月取得勘查许可，目前矿山尚处于探转采阶段。详查区面积 2.9 平方公里，初算控制铅锌矿石资源量 11 万吨，铅金属量 1156 吨，锌金属量 4178 吨；推断的锌矿石资源量 49 万吨，铅金属量 1.34 万吨，锌金属量 1.63 万吨。铅+锌平均品位约 0.80%-38.86%，**银品位 2g/t-309g/t，银品位资源优势凸显。**公司已完成水工环地质专项勘查，计划 **2026 年底提交详查报告。**

图18：东坡铅锌矿历史沿革



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

东坡铅锌矿位于甘肃徽县柳林镇榆树乡，与公司现有郭家沟大型铅锌矿床直线距离 5 公里左右。同处于我国第二大铅锌矿成矿带西成铅锌矿带主矿带上，成矿地质条件优越。矿权普查区块面积 11.79 平方公里，详查面积 2.9 平方公里。公

司持续推进东坡矿区详查及后续探转采工作。截至 2026H1，洛坝、东坡矿区建设项目工程进度约 66%，有望成为公司未来铅锌资源增储及接续开发的重要项目。

表2：东坡铅锌矿钻探发现

时间节点	钻探	关键发现
2025 半年报	累计约 2.6 万米	见矿率超 80%；地表 600 米以下发现长约 1500 米、宽约 500 米的含矿层；单层矿体厚度 2—20 米；铅锌平均品位 6%—8%
2025 三季报	11045.75 米	银含量较高，具备良好综合回收价值
2026 半年报	累计约 5.43 万米	同步完成水工环地质专项勘查工作，将按计划年底提交地质详查报告

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

洛坝空白区矿权于 2024 年上半年通过竞标取得，矿权面积为 0.92 平方千米，资源量铅金属量 4231 吨，锌金属量 1.37 万吨。矿山东西分别与公司郭家沟铅锌矿采矿权及东坡铅锌矿普查探矿权相邻，目前已开展地质勘探与开拓工程，为后续一体化开采布局奠定基础。

江口一带铅锌矿地处徽县柳林镇江口村，探矿权面积初期约 2.21 平方公里，后在矿权延续后面积变更为约 1.8 平方公里，为公司重点后备资源区块。目前正开展详查勘查工作，矿区除铅锌主矿种外，还伴生镓等稀有金属，资源综合利用价值较高。2026H1 继续推进勘查及工程投入。现阶段以地质详查和资源圈定工作为主，待勘查成果完备后将有序推进后续开发规划。

表3：江口探矿权资源情况

矿石类型	套改后资源量类别	矿石量（万吨）	金属量（t） Pb	金属量（t） Zn	平均品位 Pb（%）	平均品位 Zn（%）
工业	推断	83.30	9695.00	32776.00	1.16	3.93

矿石类型	套改后资源量类别	矿石量（万吨）	金属量（t） Ag	平均品位 Cd	矿石类型 Ga	套改后资源量类别 Ag（10^{-6}）	矿石量 Cd（%）	金属量（t） Ga（%）
工业	推断	83.30	16311.00	83300.00	16660.00	19.58	0.010	0.002

资料来源：金徽股份首次公开发行股票招股说明书，国联民生证券研究所

2.2 江洛矿区：在产托底+核心接替，300 万吨选矿体系加速建设

2.2.1 谢家沟：18 万吨在产+72 万吨潜在，90 万吨/年产能空间

金徽股份于 2022 年 12 月以 1.55 亿元收购谢家沟矿业 85%股权，次年收购剩余 15%股权实现 100%持股。矿山早期曾有多家乡镇开采矿石，2006 年完成矿权整合，2008 年首次取得采矿许可，2024 年矿权注入西成矿业，目前已步入正常生产。矿区保有铅锌矿石资源量约 183.61 万吨，储量 120 万吨，铅平均品位

仅供内部参考，请勿外传

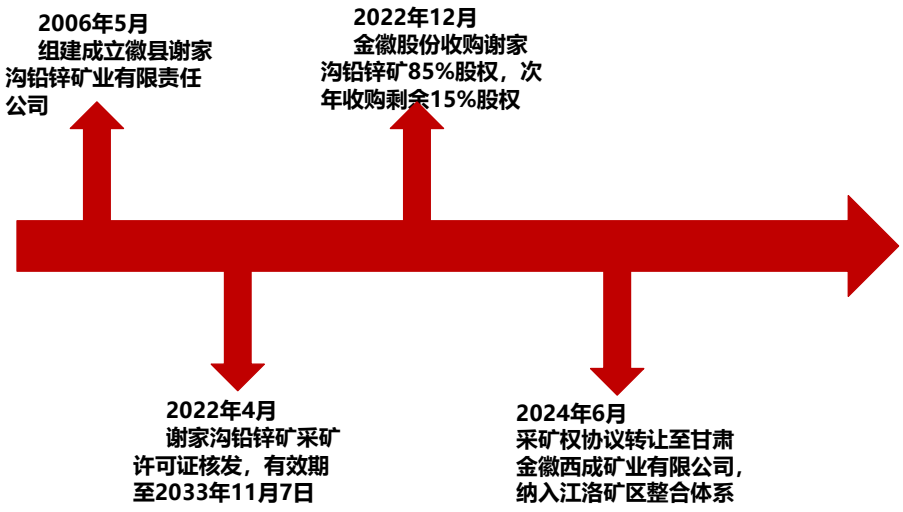
1.56%，锌平均品位 3.64%，综合品位 5.43%，设计开采矿石规模 18 万吨/年，采矿许可证有效期至 2033 年。

表4：谢家沟铅锌矿资源量

资源量类型	矿石量(万吨)	铅金属量(吨)	铅品位	锌金属量(吨)	锌品位
探明资源量	545.82	92722	1.70%	207964	3.81%
控制＋推断资源量	195.52	30452	1.56%	71075	3.64%

资料来源：谢家沟铅锌矿出让收益评估报告，国联民生证券研究所

图19：谢家沟铅锌矿历史沿革

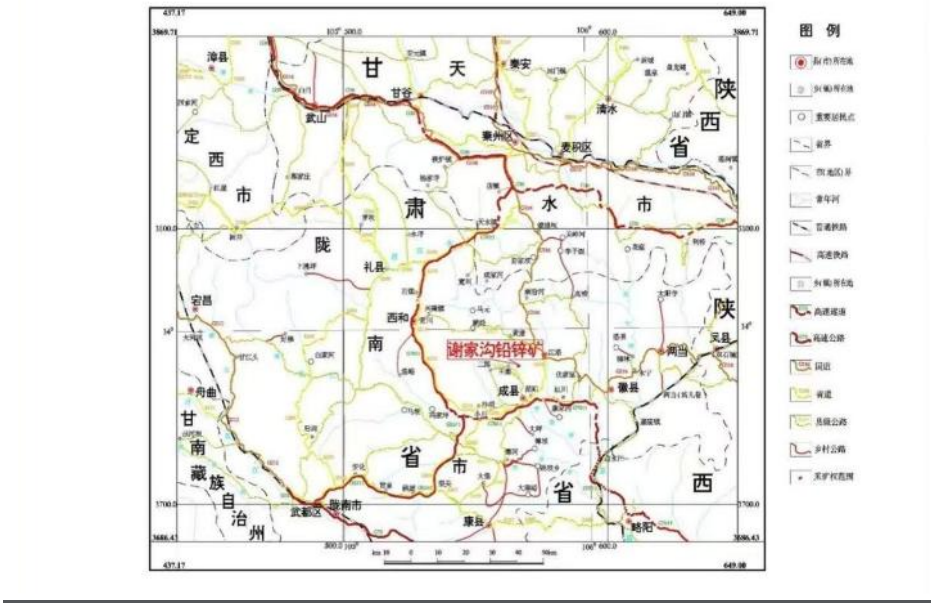


资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

矿山位于甘肃省陇南市徽县江洛镇邱山村谢家沟，属西成矿田南部区域。主要开采矿种为铅矿、锌矿，伴生银、镉，产品为铅精矿、锌精矿与伴生银，采矿方式为地下开采。谢家沟矿业 2023 年至 2025 年实现营业收入 6373 万元/7310 万元/7059 万元，实现净利润 962 万元/424 万元/817 万元. 2025 年开采产量 17.99 万吨/年，产能利用率 99.94%。

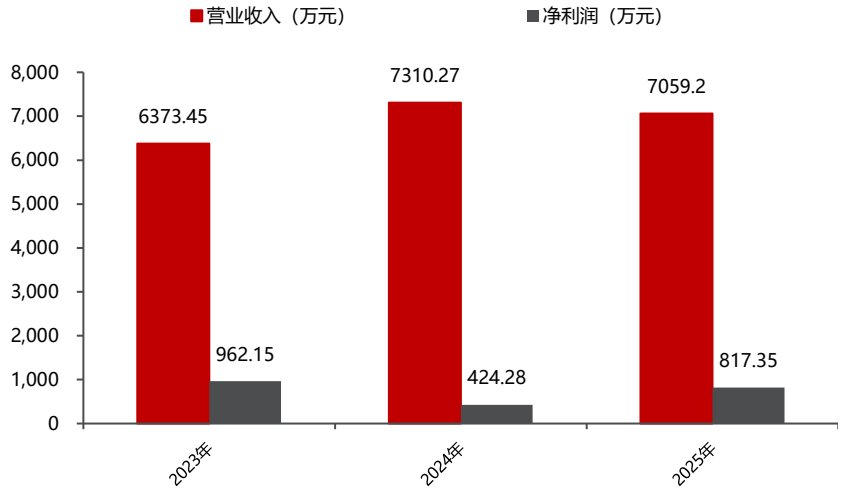
仅供内部参考，请勿外传

图20：谢家沟矿区交通位置图



资料来源：谢家沟铅锌矿采矿权评估报告，国联民生证券研究所

图21：谢家沟矿业 2023 年-2025 年营收及利润



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

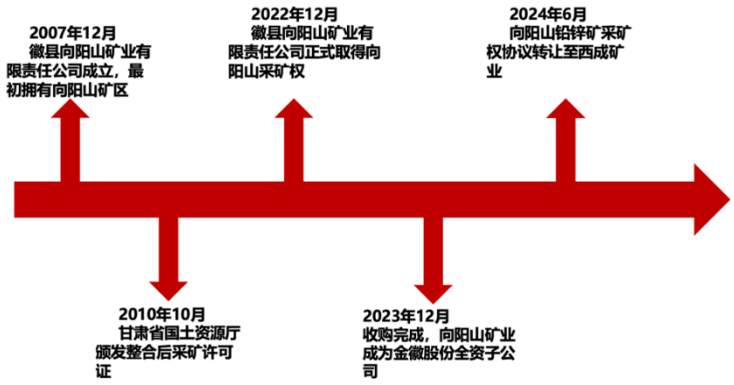
外围扩产潜力充足，谢家沟远期产能有望达到 90 万吨/年。公司谢家沟现有采矿权面积 0.59 平方公里，外围另有 4.12 平方公里探矿权。根据江洛矿区远期规划方案外围探矿权具备采选规模 72 万吨/年，结合现有 18 万吨/年在产产能远期具备 90 万吨产能潜力，增量可观。

仅供内部参考，请勿外传

2.2.2 向阳山：10 万吨在产+80 万吨潜在，90 万吨/年产能空间

2007 年 12 月向阳山矿业注册成立，2023 年 11 月金徽股份拟以 3.5 亿元收购向阳山矿业 100%股权，次年 6 月采矿权转让至西成矿业，与谢家沟进行同步资源整合。向阳山铅锌矿矿区面积 0.9076 平方公里，生产规模 10 万吨/年，截至 2025 年 12 月 31 日，向阳山铅锌矿矿石资源量 66.69 万吨，可采储量 46.46 万吨，铅平均品位 0.89%，锌平均品位 3.11%，铅锌平均品位 3.92%，采矿权有效期至 2029 年 12 月 20 日。

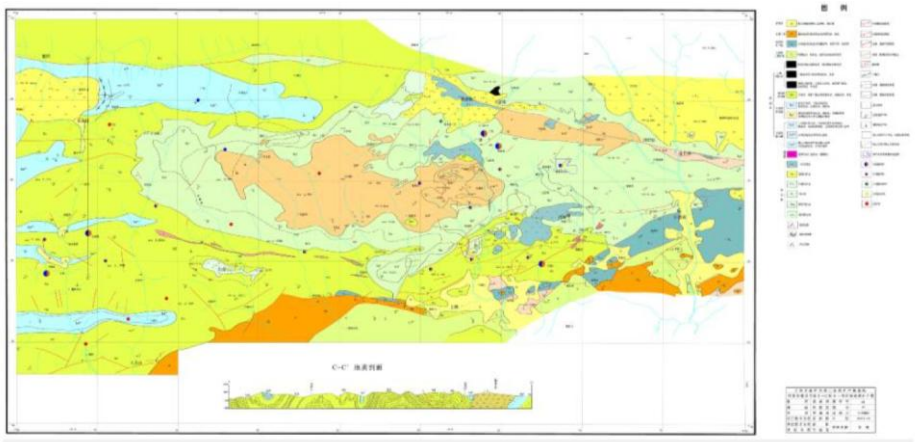
图22：向阳山矿业历史沿革



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

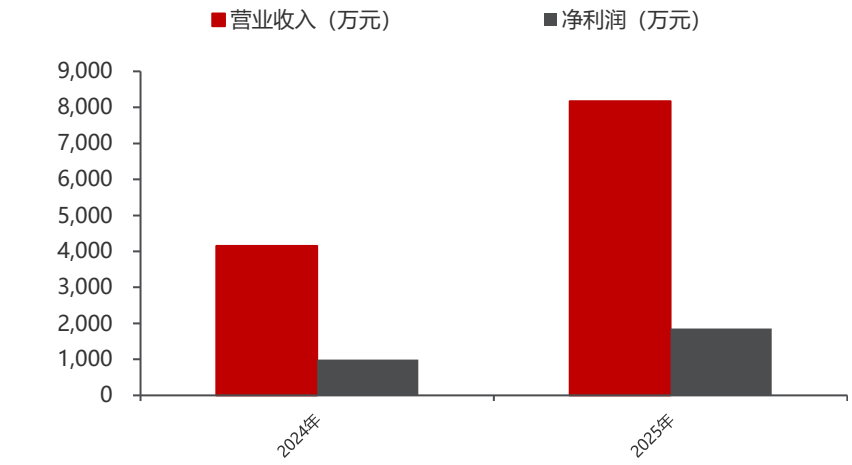
向阳山铅锌矿地处西秦岭铅锌成矿带西成铅锌矿田，属江洛矿区集群资源之一。矿区面积 0.9076 平方公里，主要产品为锌精矿、铅精矿及伴生银。开采方式为地下开采，主开拓方式利用现有平硐+斜井的开拓系统改造，技术上生产能力可达 10 万吨/年。由于至 2023 年矿山处于技改和勘察阶段，此前无营收数据。2024 年矿山形成业绩贡献后营收及净利润为 4150 万元/993 万元，2025 年实现营业收入 8174 万元，实现净利润 1854 万元，净利润同比上涨 86.70%。投产后经营效益不断提升。

图23：向阳山铅锌矿地质简图



资料来源：徽县向阳山矿业有限责任公司向阳山铅锌矿 10 万吨/年采矿扩建项目环境影响报告书，国联民生证券研究所

图24：向阳山矿业 2024 年-2025 年营收及净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

向阳山远期产能有望达到 90 万吨/年。作为江洛矿区矿石来源之一，目前向阳山产能与 0.9076 平方公里采矿证照对应 10 万吨/年，根据公司规划，**向阳山外围 11.0558 矿权面积具备 80 万吨/年扩产潜力，江洛矿区向阳山区域远期具备 90 万吨/年生产潜力，**公司将结合供矿及项目建设进度持续推进。

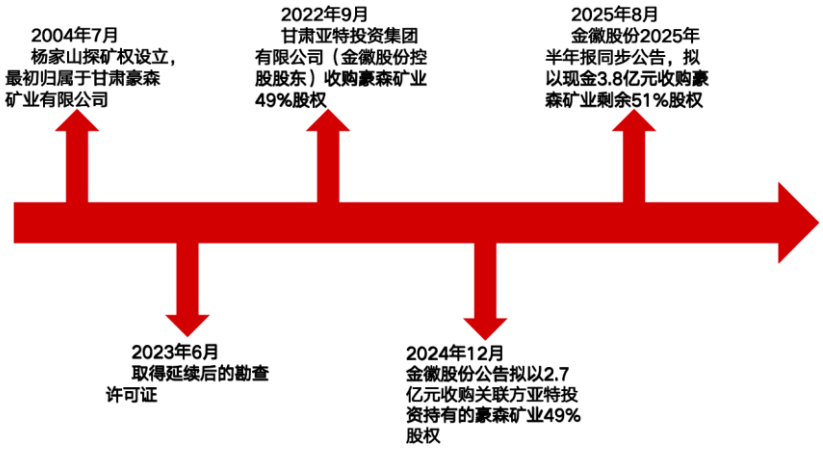
2.2.3 杨家山：66 万吨现有产能，远期 120 万吨/年潜力

杨家山-袁家坪探矿权原属于豪森矿业，自 2008 年至 2023 年 6 月一直处于冻结状态，期间未开展任何地质工作；2023 年 6 月取得延续后勘查许可证，实质

仅供内部参考，请勿外传

性的勘查工作次月展开。2024 年 12 月，金徽股份拟以 2.7 亿元收购关联方持有的豪森矿业 49%股权。次年 8 月以现金 3.8 亿元收购其剩余 51%股权，现公司持有豪森矿业 100%股权。2026 年 7 月，甘肃省自然资源厅对杨家山铅锌矿采矿权新立事项进行公示，公司拟从现有探矿权范围内划出 **3.65 平方公里**，以“探转采”方式新立杨家山铅锌矿采矿权，**标志着部分已探明资源正式由勘查阶段向开采阶段推进。**杨家山探矿区总面积约 56.61 平方公里，截至 2025 年 9 月 30 日杨家山矿段已查明矿石资源量 822 万吨，设计利用资源储量 818.4 万吨，可采储量 624 万吨，铅金属量 15.72 万吨，铅平均品位 1.91%，锌金属量 49.56 万吨，锌平均品位 6.03%，铅锌平均品位 7.94%。

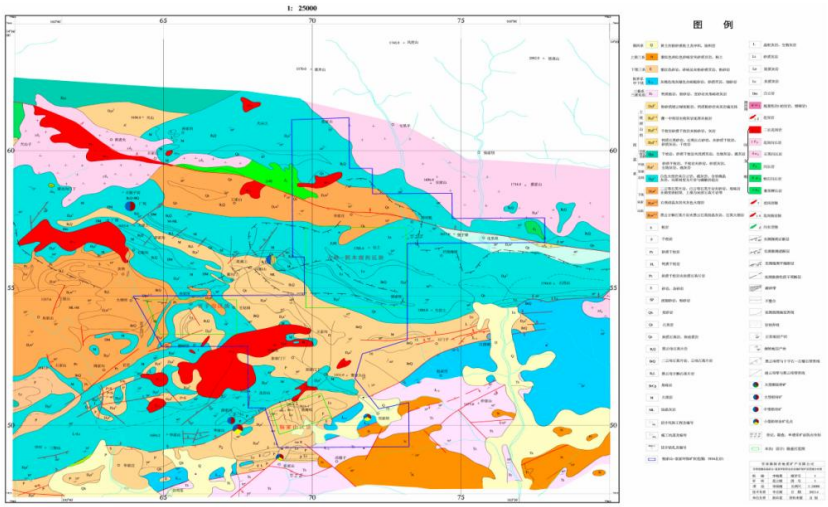
图25：杨家山矿业历史沿革



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

杨家山铅锌矿床位于西秦岭海西-印支褶皱带东段、徽成断凹北侧，属西成矿田南部区域。其开采方式为地下开采，采用全流程电位调控浮选技术进行选采，矿山主产品为铅精矿、锌精矿，伴生银（银富集于铅精矿中），无其他伴生金属副产品。**设计第一期开采矿石规模 66 万吨/年，服务年限 12 年 (含基建期共 14 年)。**预计 2026 年第四季度将逐步释放产能。

图26：杨家山矿业地质简图



资料来源：《徽县杨家山-袁家坪铅锌金多金属矿普查建设项目验收公示》，国联民生证券研究所

2026 年 8 月 25 日，将原持有的“甘肃省徽县杨家山-袁家坪铅锌金多金属矿普查”探矿权部分区域转为采矿权并取得一宗采矿许可证及不动产权证书（采矿权），设计生产规模 66 万吨/年，7-8 月取得安全生产许可证，四季度开始逐步释放产能；**2027 年将实现 66 万吨/年设计产能满产运行**，成为浮选厂主力供矿基地。公司现有 66 万吨/年采矿面积 3.6451 平方公里，公司远期规划杨家山首采区+其他预留地区合计 56.6711 平方公里远期产能有望达到 120 万吨/年。

综上，金徽江洛矿区未来有望形成 300 万吨/年采矿+选矿体系。其中：

选矿方面：

公司规划通过**谢家沟、明昊两座 150 万吨/年选厂，构建江洛矿区合计 300 万吨/年选矿能力。**2025 年谢家沟选厂综合楼、道路改造及厂房等重点工程按计划已完成；2026 上半年谢家沟选厂工程进度 77%，累计投入 8.66 亿元，2026 年 8 月 24 日实现带料试车。明昊 150 万吨/年选厂尚处建设阶段，满产后与谢家沟联合实现 300 万吨/年选矿能力。

采矿方面：

1）谢家沟采区现有 0.59 平方公里采矿面积对应产能 18 万吨/年，外围 4.12 平方公里探矿权投产后额外贡献 72 万吨/年产能，矿山开采系统独立建设，共用一个充填站，泵送充填，**设计生产总规模为 90 万吨/年**；

2）向阳山采区现有 0.91 平方公里采矿证照对应 10 万吨/年，外围 11.06 矿权面积具备 80 万吨/年扩产潜力，矿山开采系统独立建设，共用一个充填站，泵送充填，**设计生产总规模为 90 万吨/年；**

3）杨家山采区现有 3.65 平方公里采矿证照采选规模 66 万吨/年，杨家山其

仅供内部参考，请勿外传

他预留地区合计 56.67 平方公里产能具备一定扩产潜力，矿山开采系统独立建设，共用一个充填站，泵送充填，满产后**设计生产总规模 120 万吨/年。**

表5：江洛矿区产能构成及规划

采区	矿权名称	矿权面积（平方公里）	远期规模（万吨/年）	合计产能（万吨/年）
向阳山	向阳山	0.91	10（在产）	90
	向阳山外围	11.06	80	
谢家沟	谢家沟	0.59	18（在产）	90
	谢家沟外围	4.12	72	
杨家山	杨家山	3.65	66（即将投产）	120
	杨家山外围	53	54	
合计	28 万吨/年在产，66 万吨/年即将投产，远期满产 300 万吨/年			

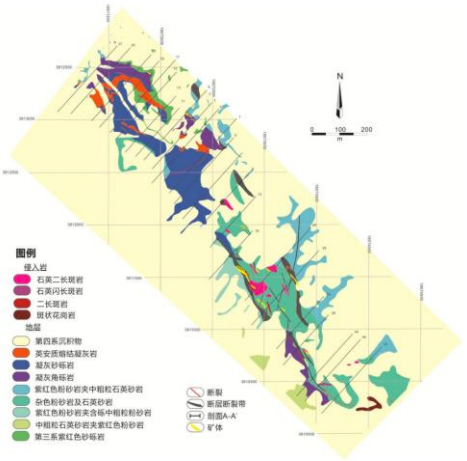
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

2.3 铜矿战略储备谋长远，黄金扩容推进双轮驱动

2.3.1 天水火麦地铜矿：铜资产布局首个标志性项目

2014 年 6 月，金徽矿业通过子公司天水金徽持有天水火麦地铜矿探矿权，矿床位于北祁连造山带与西秦岭造山带的交接处，是西秦岭北缘一个重要的斑岩型矿床，矿权面积为 1.3 平方公里。该矿山矿石资源量（Cu≥0.5）约 101.25 万吨，其中铜金属资源量（332+333）约 6728.38 吨，铜（Cu≥0.5）平均品位约 0.66%。主要矿石资源包括铜、钴及伴生金银。

图27：天水火麦地铜矿地质简图



资料来源：甘肃有色地质勘查局天水总队，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

表6：火麦地探矿权资源情况

矿石品级	套改后资源量类型	矿石量（万吨）	Cu金属量（吨）	平均品位 Cu（%）
Cu≥0.5	控制的	14.61	899.86	0.62
	推断的	86.64	5828.52	0.67
	合计	**101.25**	**6728.38**	**0.66**
0.3≤Cu≤0.5	推断的	2.19	81.17	0.37

资料来源：金徽股份首次公开发行股票招股说明书，国联民生证券研究所

目前矿区已开展系统地质勘查，在深部勘查钻孔中已发现厚度达 6.00 米铜矿体，成矿条件良好，目前尚处于探转采阶段。探转采完成后，火麦地将成为金徽股份从纯铅锌向铅锌铜多金属矿企转型的第一个标志性铜矿项目。

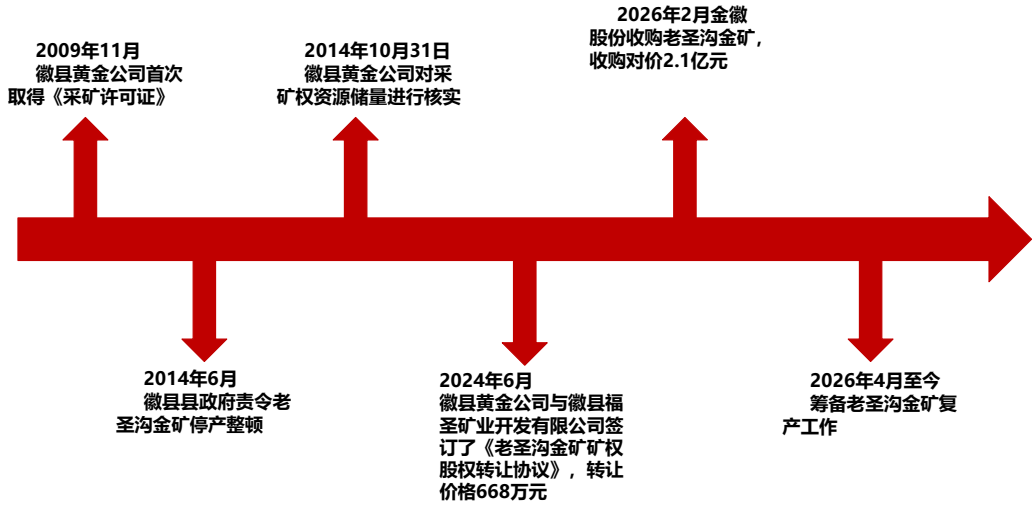
2.3.2 老圣沟金矿、礼县崖湾金矿采矿权、礼县炭山地区金矿详查探矿权

西秦岭成矿带是国内重要的金、铅锌多金属成矿带，近二十年来金矿找矿取得了重要进展。西秦岭成矿带作为我国重要的矿产资源富集区域，目前已发现 17 个大型-超大型金矿床，查明金资源量高达 1076 吨，是我国第二大金资源勘查开发基地。西秦岭成矿带位于华北板块与扬子板块交汇部位，区域上经历了大陆裂解及洋盆演化、碰撞造山、板内伸展及陆内叠复造山等多期多次多阶段构造运动。西秦岭金矿带内印支期造山型金矿床分布地域广泛、产出空间各异、矿化类型多样。其中，徽县—两当金矿成矿带同样成矿条件优越，金矿品位高，资源禀赋优势明显。岷礼成矿带位于西秦岭北成矿亚带岷县至礼县地区，区内印支-燕山期岩浆活动强烈，形成了与岩浆岩有关的一系列微细浸染型金矿床。金徽股份收购的两宗资产——老圣沟金矿（地处徽县—两当金矿成矿带）与礼县崖湾金矿、礼县炭山地区金矿（地处礼县岷礼成矿带），恰好分布于西秦岭成矿带的两大重要金矿亚带上，区位卡位精准。

老圣沟金矿区位于甘肃省徽县嘉陵镇辖区，2007 年首次完成老圣沟金矿普查报告，进行首轮资源量估算。自 2014 年至今该矿未生产。**公司 2026 年 2 月 6 日收购福圣矿业 100%股权，持有老圣沟金矿 100%采矿权，收购对价为 2.1 亿元。**截至 2014 年 10 月 31 日，采矿权范围内保有矿石量 77.16 万吨，金金属量 1.63 吨，平均品位 2.11 克/吨；公司正在加速推进老圣沟金矿合规手续办理及复产前期筹备，待各项条件完备后，将尽快实现复产。

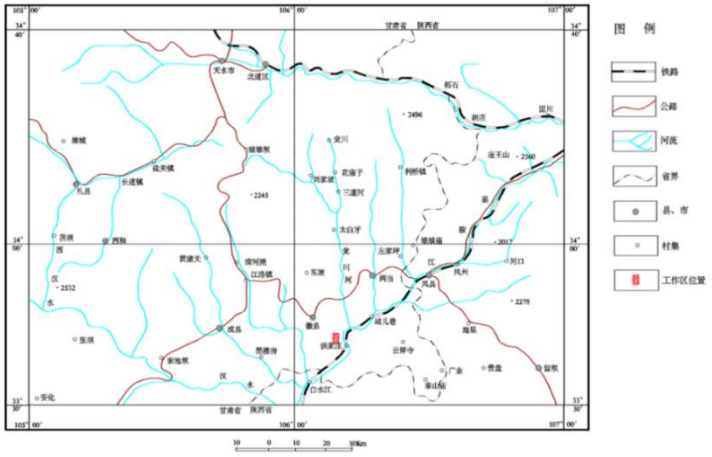
仅供内部参考，请勿外传

图28：老圣沟金矿历史沿革



资料来源：公司公告，老圣沟采矿权评估报告，国联民生证券研究所

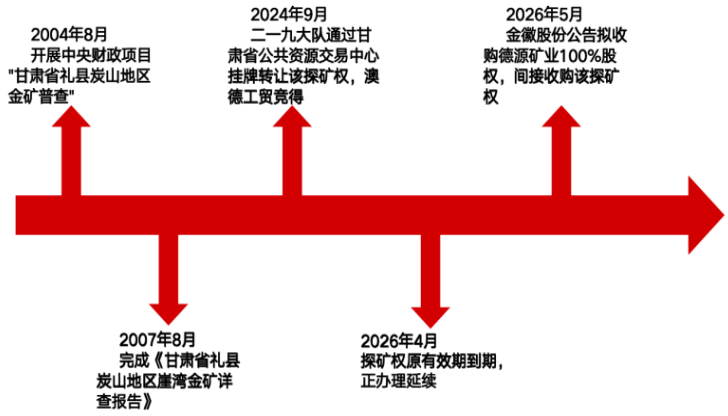
图29：老圣沟金矿地质简图



资料来源：《徽县福圣矿业开发有限公司徽县老圣沟金矿矿产资源开发利用方案》，国联民生证券研究所

2026 年 5 月，公司拟以 2.88 亿现金收购德源 100%股权，德源交易涉及礼县崖湾金矿采矿权 1 宗,以及甘肃省礼县炭山地区金矿详查探矿权 1 宗。截至 2026 H1 已支付 40%交易价款，尚待矿权及股权过户，暂未并表。其中，崖湾金矿已探明金金属量 4.1 吨，平均品位 2.55g/t，证照产能 9 万吨/年；炭山探矿权估算金金属量 1.1 吨，平均品位 2.87g/t。

图30：礼县崖湾金矿历史沿革



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

综上，老圣沟选矿采用地下开采+无氰药剂全泥浸出炭浆吸附选矿工艺，矿山选矿回收率 85.1%，综合贫化率 10%，矿山证照规模 5 万吨/年。根据地质品位估算矿山满产后实现金年产量约 0.1 吨；崖湾金矿采用地下开采（西采区采用平硐，东采区采用平硐-溜井+盲斜井开拓）方式，矿山选矿回收率 85%，综合贫化率 10%，矿山证照规模 9 万吨/年，根据地质品位估算矿山满产后实现金年产量约 0.1 吨。未来两座矿山贡献年产量合计 0.3 吨/年。

表7：公司金矿产量贡献测算

各矿山矿产金生产情况		
矿山		满产后指标
老圣沟金矿	资源品位（克/吨）	2.13
	贫化率(%)	10%
	入选品位（g/t）	1.92
	选矿产能（吨/年）	50,000
	实际产量（吨/年）	50,000
	产能利用率	100%
	回收率	90%
	矿产金产量(吨)	0.1
崖湾金矿	资源品位（克/吨）	2.56
	贫化率(%)	10%
	入选品位（g/t）	2.30
	选矿产能（吨/年）	90,000
	实际产量（吨/年）	90,000
	产能利用率	100%
	回收率	90%
	矿产金产量(吨)	0.2
合计	**矿产金产量(吨)**	**0.3**

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

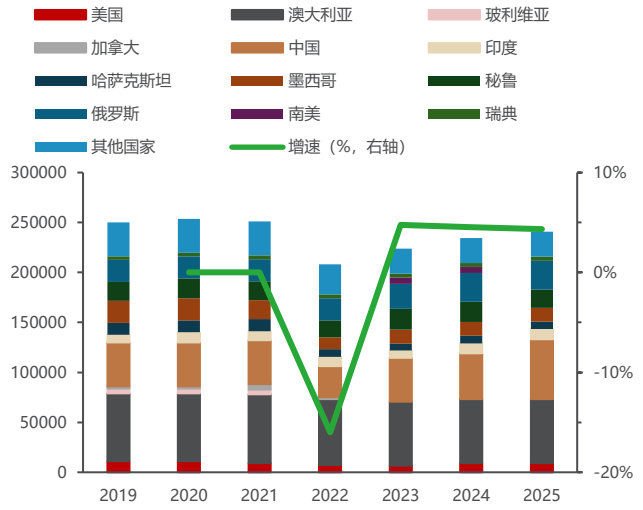
3 紧平衡支撑锌价中枢，金价触底反弹前景广阔

3.1 锌：矿端供给持续收紧，新旧需求复苏形成紧平衡

3.1.1 供给端：品位下滑+资本开支偏低，矿端增长空间有限

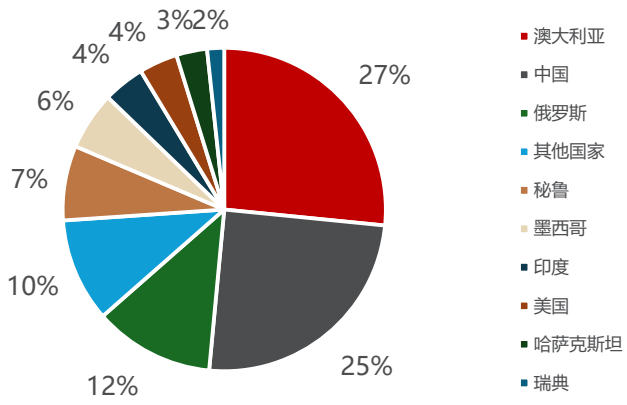
全球锌矿资源集中度高，国别资源禀赋分化显著。2025 年全球锌储量数据显示，澳大利亚以 27%的占比位居全球第一，是全球锌资源最丰富的国家；中国以 25%的占比紧随其后，两国合计占据全球 52%的锌矿储量，主导全球资源供给格局。俄罗斯、秘鲁为第二梯队代表，分别贡献全球 12%、7%的锌储量，是欧洲与南美地区的核心锌资源储备国。剩余储量分散于墨西哥（6%）、印度（4%）、美国（4%）、哈萨克斯坦（3%）等国家，单个国家储量占比均不足 10%，对全球资源格局的边际影响较弱。资源端的高度集中直接决定了全球锌矿供给的低弹性属性：澳大利亚、中国两国的矿山开发政策、环保约束、产能投放节奏将直接影响全球锌矿供给总量，核心产区的生产扰动易引发全球锌供给的阶段性收缩，为锌价中长期运行提供基本面支撑。

图31：全球锌储量情况（单位：千公吨）



资料来源：USGS，国联民生证券研究所

图32：2025 年全球锌储量分布

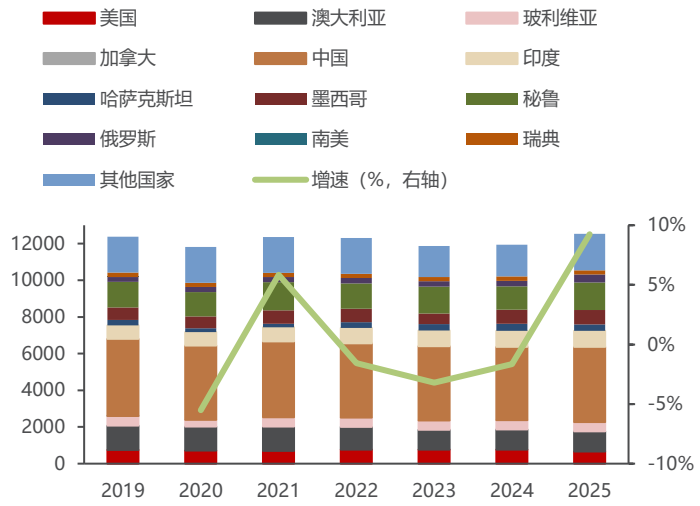


资料来源：USGS，国联民生证券研究所

2019-2025 年全球锌产量整体呈现波动运行态势，产量长期维持在 1200 万吨左右。2020 年受全球新冠疫情冲击，矿山开工率下降、跨境物流受阻，全球锌产量出现阶段性小幅回落；2021 年随着海外疫后复产推进，全球锌产量快速回升；2022-2024 年，受部分传统矿山品位下滑、地缘扰动与环保政策约束等因素影响，全球锌产量有所减少；2025 年全球锌产量再度上行，创下近年新高，主要得益于秘鲁等国矿山产能释放，以及中国国内产量的稳步增长。

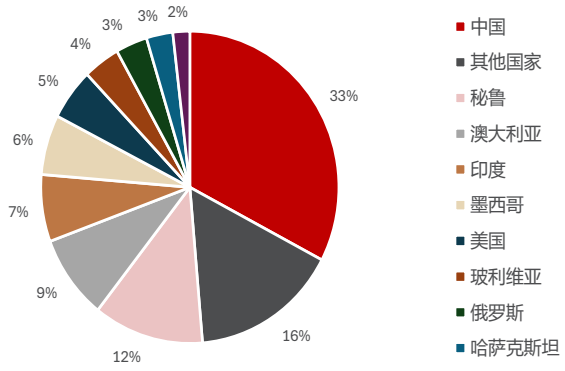
仅供内部参考，请勿外传

图33：全球锌产量情况（单位：千公吨）



资料来源：USGS，国联民生证券研究所

图34：2025 年全球锌产量分布



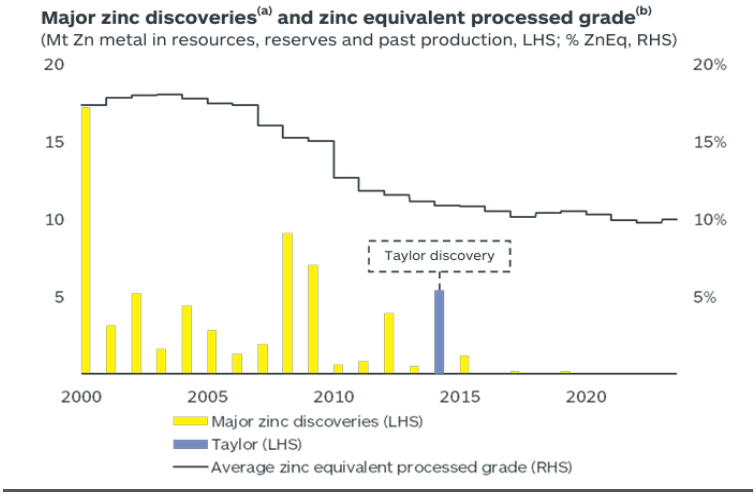
资料来源：USGS，国联民生证券研究所

从长期供给维度看，全球锌矿的供应压力正在逐步加大，核心矛盾集中在存量矿山品位下滑、新增矿山储备不足两大方面，叠加行业资本开支持续偏低，未来锌矿产量增长空间十分有限，长期供给隐忧将对锌价形成有效支撑。

一方面，在产矿山的平均品位呈长期下行趋势。2000 年以来全球锌矿的平均锌当量加工品位持续回落，从接近 18%的高位逐步下滑至当前 10%左右的水平。矿山品位下降会直接导致单位矿石的锌金属产出减少，老矿山若要维持原有产量，要么提升开采量、要么加大选矿投入，都会推高生产成本。随着高品位矿石不断消耗，未来老矿山稳产、增产的难度会持续加大，甚至部分低品位矿山会因成本过高提前关停，2024 年全球已有多座主力锌矿因品位下滑出现减产，印证了这一趋势。另一方面，全球大型锌矿的新增发现严重不足。从历史发现节奏看，全球大型锌矿的发现高峰集中在 2000-2010 年，2015 年之后全球几乎没有重量级的锌矿资源发现，仅 Taylor 矿床具备一定规模，完全无法填补老矿山的资源消耗缺口。由于锌矿从勘探发现到建成投产通常需要 3-5 年的周期，当前新矿发现的匮乏，意味着未来 3-5 年全球锌矿很难出现大规模的新增产能，产量增长基本陷入停滞。

仅供内部参考，请勿外传

图35：锌矿品位不断下降&缺乏新大矿的发现

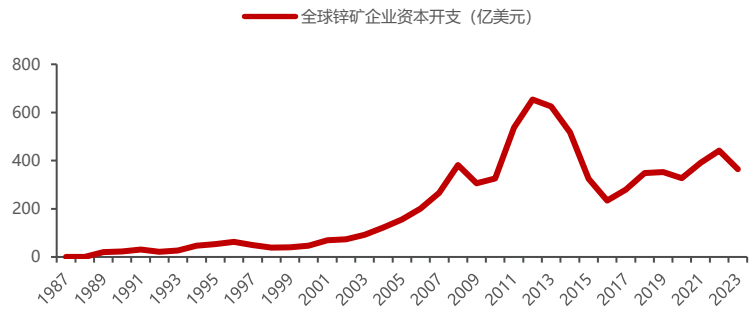


资料来源：South32，国联民生证券研究所

另一方面，新矿勘探和矿山建设高度依赖资本投入，而全球锌矿行业的资本开支持续偏弱，是供给增长乏力的根本原因。全球锌矿企业的资本开支在 2012 年前后达到历史峰值，随后出现大幅回落；尽管近年锌价回升带动资本开支有所修复，但整体规模仍远低于历史高点，且没有明显的增长趋势。造成锌矿资本开支不足的核心原因，是锌作为传统工业金属，投资回报预期弱于铜、锂、金等热门品种。在有限的资金预算下，全球主流矿业企业更倾向于将资本投向新能源产业链需求增长明确的铜、锂，以及具备保值属性的黄金，对锌矿的勘探、新建项目投入持续收缩。典型案例是矿业公司 LundinMining 在 2024 年宣布出售旗下 Neves-Corvo 和 Zinkgruvan 两座锌矿资产，将业务重心进一步聚焦于铜矿业务。

整体来看，锌矿端“老矿产能逐步收缩、新矿产能接续不足”的长期趋势已经明确，供给端的约束会持续加强。这不仅会限制全球锌产量的上行空间，也会让锌价对矿山停产、地缘扰动等供给端事件的敏感度提升，长期维度下供给端的支撑逻辑将持续存在。

图36：锌矿企业资本开支不足



资料来源：SMM，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

远期来看，2027 年海外矿山增量回升至 35.88 万吨，但增长高度依赖少数新建、扩建项目的爬坡，缺乏大规模、可持续的产能支撑，整体供给仍然处于平稳区间，难以出现持续的大幅增长。预计 2028 年后全球锌精矿正式进入长期低增长平台期。从矿山规划来看，2028-2030 年海外矿山年度增量持续收窄，分别仅为 8.12 万吨、12.73 万吨、2.80 万吨，到 2030 年基本接近零增长。背后是长期不可逆的供给约束：一方面，全球多数主力锌矿山已进入开采中后期，矿山枯竭、采序调整、品位下滑带来的被动减产会越来越多，同时安全环保约束、设备维护、运输受阻等因素也会持续带来边际减量，减产的规模会逐步抵消新增产能；另一方面，全球锌矿勘探投入长期不足，2015 年后几乎没有大型新矿发现，后续可投产的储备项目严重不足，无法填补老矿山退出的缺口。随着矿端供给约束从预期逐步落地为实际减产，全球锌精矿的供需格局会持续收紧，对锌价形成中长期的有效支撑。

表8：2025-2027 海外锌矿产量增减情况（单位：万吨）

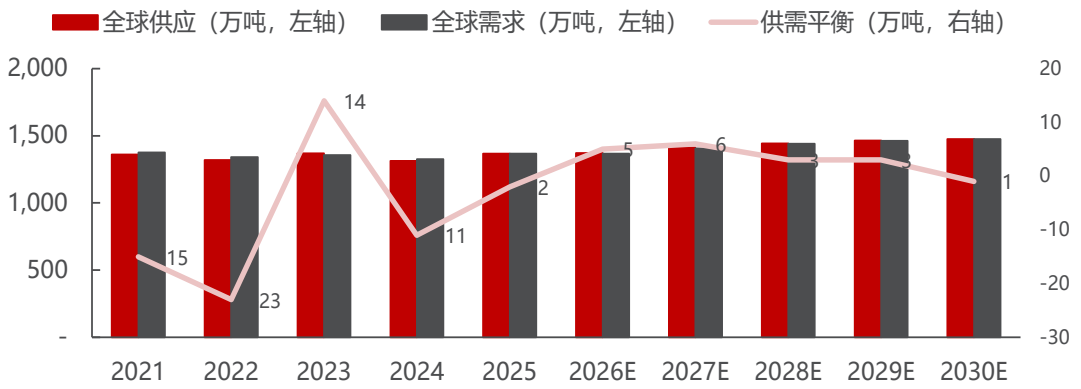
所属公司	国家	矿山名称	2024-2023	2025-2024	2026-2025E	2027-2026E	2028-2027E	2029-2028E	2030-2029E
Glencore/Teck/BHP	秘鲁	Antamina	-19.52	18.69	-26.22	-1.48	2.96	0.00	0.00
Glencore	澳大利亚	McArthurRiver	-0.25	1.49	-0.46	0.00	0.00	0.00	0.00
Glencore	澳大利亚	MountIsa	0.15	-0.05	-10.82	0.00	0.00	0.00	0.00
Boliden	爱尔兰	Tara	-4.70	6.95	0.72	2.20	0.95	0.05	0.00
Boliden	瑞典	Garpenberg	1.31	-0.73	-6.38	2.20	5.50	0.50	0.00
Teck	美国	RedDog	1.58	-9.29	-6.77	-4.50	-10.00	0.00	0.00
Vedeanta	南非	Gamsberg	-6.00	7.00	2.60	11.00	3.00	6.00	2.00
Vedanta	南非	BMM	-1.70	-0.40	-2.70	1.00	1.00	2.00	1.50
Nexa	秘鲁	CerroLindo	0.80	0.09	-0.61	-0.20	-0.40	1.50	0.00
Nexa	巴西	Aripuana	0.95	0.36	1.73	1.25	0.45	0.95	-1.40
MMG	澳大利亚	DugaldRiver	1.17	1.99	-0.85	0.50	0.00	-0.30	0.10
MMG	澳大利亚	Rosebery	0.47	-0.77	0.14	0.00	0.00	0.00	-0.20
Grupomexico	墨西哥	Buenavista	6.43	4.72	0.35	0.00	0.00	0.00	0.00
Newmont	墨西哥	Penasquito	15.38	-2.21	-1.60	0.00	0.00	0.00	0.00
NewCentury	澳大利亚	NewCentury	0.80	2.20	-2.20	-4.00	-6.00	0.00	0.00
Boliden	瑞典	Zinkgruvan	0.48	-0.31	-0.80	0.00	0.00	0.00	0.00
Boliden	葡萄牙	Neves-Corvo	0.08	0.10	0.74	0.00	0.00	-0.30	0.00
Volcan	秘鲁	Yauli	-0.76	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Volcan	秘鲁	Romina	0.00	0.00	3.00	2.50	3.00	0.50	0.50
Buenaventura	秘鲁	Colquijirca	-1.52	-0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Buenaventura	秘鲁	Uchucchacua	1.84	0.50	0.23	-0.35	0.00	0.00	0.00
Almina-Minas	葡萄牙	Aljustrel	-7.50	2.00	7.50	0.50	0.40	-0.40	-0.20
BunkerHill	美国	BunkerHill	0.00	0.00	2.50	0.30	-0.40	-0.20	0.40
OzernayaMining	俄罗斯	Ozernove	0.00	12.00	0.00	8.00	0.00	0.00	0.00
Gecamines	刚果	Kipushi	5.14	15.17	6.18	1.45	0.55	0.50	0.00
AdriaticMetals	波黑	Vares	0.32	1.29	1.34	1.41	-0.39	0.03	0.00
ChinaNFC/Bumi	印度尼西	Dairi	0.00	0.00	0.00	1.10	6.00	1.90	0.00

	亚								
SRBM	厄立特里亚	Asmara	0.00	0.00	1.00	3.00	1.50	0.00	0.00
Polymetals	澳大利亚	Endeavor	0.00	0.75	1.05	1.90	0.00	0.00	0.20
Penoles	墨西哥	Tizapa	-1.45	-1.39	2.50	0.10	0.00	0.00	-0.10
Mehdiabad	伊朗	Mehdiabad	4.00	6.00	2.00	8.00	0.00	0.00	0.00
	合计		**-2.50**	**65.95**	**-25.83**	**35.88**	**8.12**	**12.73**	**2.80**

资料来源：SMM，国联民生证券研究所

冶炼端，参考 SMM 测算的全球精炼锌供需平衡来看，近年市场供需差距先大幅波动，之后逐步收窄，长期来看供应收紧的趋势很明确。2021 到 2022 年，受锌矿供应紧张、欧洲能源危机导致炼厂停工影响，全球精炼锌一直供不应求，2022 年缺口扩大到 23 万吨，支撑锌价涨到高位。2023 年，停工的炼厂集中复工，加上新炼厂陆续投产，供应快速恢复，市场反过来变成供过于求，全年过剩 14 万吨，锌价也随之下跌。2024 到 2025 年，锌矿增产没达到预期，供需差距快速缩小，到 2025 年基本实现紧平衡，全年只小幅短缺 2 万吨。SMM 预测 2026 年及以后，整体还是供应略多于需求的状态，但过剩的量会逐年减少：2026 年过剩 5 万吨，2027 年过剩 6 万吨，2028-2029 年进一步降到 3 万吨左右，到 2030 年预计重新变成小幅短缺 1 万吨。

图37：SMM 全球锌精矿供需平衡（2021-2030E）



资料来源：SMM，国联民生证券研究所

表9：SMM 现货锌与 LME 锌价格（2021-2030E）

时间	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
SMMO#锌均价（元/吨）	22431	25198	21633	23397	22865	24300	23500	24000	24200	24500
LME 锌均价（美元/吨）	3000	3475	2650	2780	2850	3500	3200	3400	3300	3500

资料来源：SMM，国联民生证券研究所

2026 年全球精炼锌冶炼产能扩张节奏整体放缓，国内全年预计新增精炼锌产能 20 万吨，海外预计新增约 2.03 万吨，整体增幅不大，对全球供给的拉动作用有限。同时，矿山端供给收缩与冶炼端需求扩张的矛盾进一步加剧，锌精矿原料紧张的格局将持续发酵。从国内产能投放节奏来看，2026 年的有效产量增量主要来自 2025 年投产项目的产能爬坡，当年真正新增的投产项目规模较小。2025 年国内集中落地了多座锌冶炼项目，其中西北地区的新疆火烧云铅锌冶炼项目规模最大，年产锌锭 56 万吨，于 2025 年 9 月正式产出首批锌锭，是近年全球规模最大的单体锌冶炼新建项目。这批 2025 年中下旬投产的项目，产能释放高峰集中在 2026 年，是当年国内精炼锌产量增长的核心来源。而 2026 年当年计划投产的新增产能主要为华中地区 15 万吨，且投产时间在年底，对当年产量贡献有限。国内产能逐步向西北等电力成本更低、配套资源更充足的区域集中，低廉的能源成本能提升冶炼盈利空间，同时配套当地铅锌矿山资源，实现资源就地转化。

从海外产能变化来看，海外锌冶炼产能 2024 年净收缩 14.05 万吨，2025 年略增 1.03 万吨，海外电力、劳工、环保及物流等综合成本依旧高企，再叠加欧洲整体需求偏疲软，致使冶炼端运营压力仍未得到根本缓解。2026 年随着硫酸等副产品价格上涨、冶炼综合盈利修复，产能退出节奏明显放缓，仅少量产线有小幅调整。2026 全年预计新增 2.03 万吨，整体呈现“先收缩后修复”的特征，且增量高度集中于少数项目。核心增产项目主要有印度 Zinc Smelter Debari 冶炼厂：2026 年预计贡献 4.78 万吨增量，是海外最大的单项增产来源；巴国两家冶炼厂（Três Marias、Juiz de Fora）：2026 年合计贡献约 3.3 万吨增量。

表10：国内新增矿产锌冶炼产能（万吨）

地区	原材料	原产能	新增产能	投产时间
华中	矿产锌	0	15	2025 年 6 月
西南	矿产锌	10	5	2025 年 6 月
华东	矿产锌	10	3	2025 年 8 月
西北	矿产锌	0	56	2025 年 9 月
西北	矿产锌	10	10	2025 年底
华南	矿产锌	10	5	2026 年 6 月

仅供内部参考，请勿外传

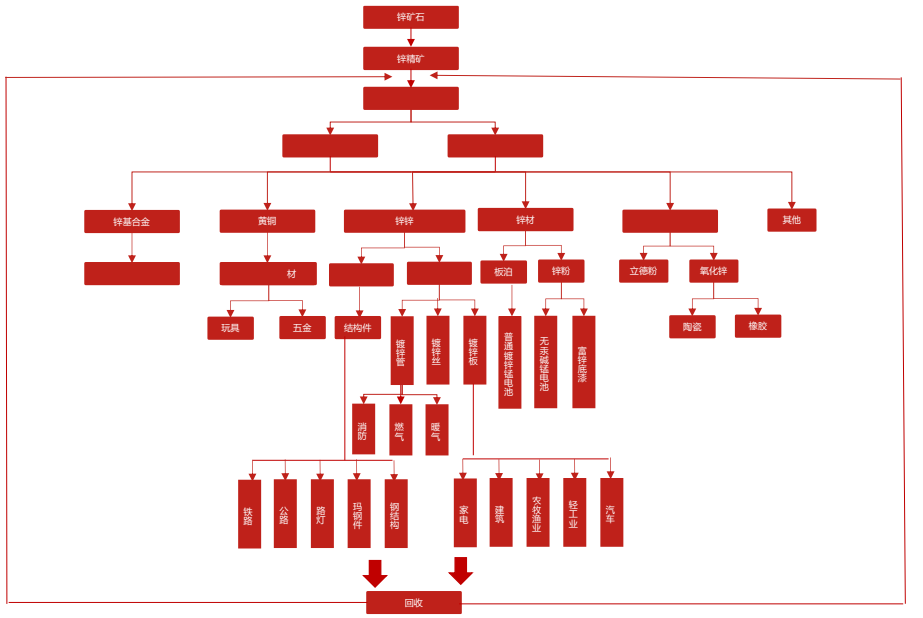
华中	矿产锌	15	15	2026 年底
华中	矿产锌	35	15	2027 年 3 月
华南	矿产锌	10	20	2027 年初
华南	矿产锌	5	5	2027 年
西北	矿产锌	0	10	2027 年
西南	矿产锌	3	5	2027 年/2028 年
华北	矿产锌	0	10	2027 年/2028 年
西北	矿产锌	10	5	2029 年
西北	矿产锌	0	15	2029 年
总计	**矿产锌**	**118**	**194**	

资料来源：SMM，国联民生证券研究所

3.1.2 需求端：防腐筑基，新兴需求打开市场空间

精炼锌最主要的用途是钢材防腐镀锌，覆盖建筑基建、光伏风电、特高压、汽车板材、市政钢结构等大量户外场景。镀锌领域消费量占国内锌总消费的 60%以上，是锌需求的绝对核心。其余消费分布在压铸锌合金、氧化锌、黄铜等领域，终端应用主要是建筑、基建两大板块，同时覆盖汽车、家电、机械制造等场景，整体需求属性偏传统。

图38：锌产业链图



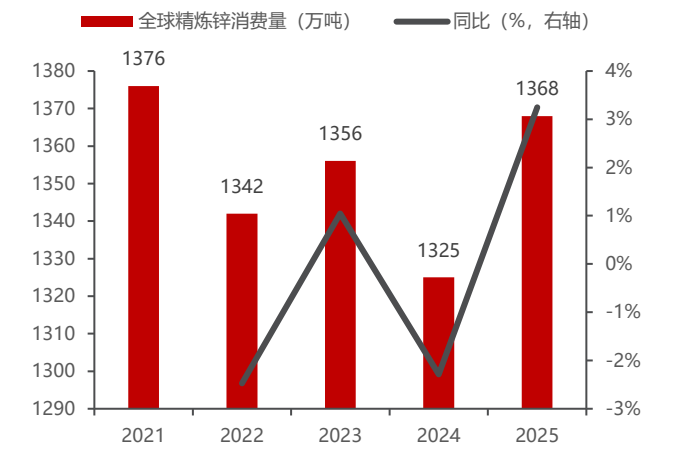
资料来源：矿产业链、国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2021 年宽松政策刺激下回升至 1376 万吨，2022 年起受美联储加息、欧洲能源危机拖累回落至 1342 万吨，2023 年、2024 年分别为 1356 万、1325 万吨略有下降，主因全球经济复苏乏力、欧美地产持续低迷，新兴市场需求虽有增长但尚不足以拉动全局。2025 年小幅回升至 1368 万吨，同比增长 3.2%，主要受新兴市场基建释放、中国消费平稳修复及全球制造业回暖支撑。

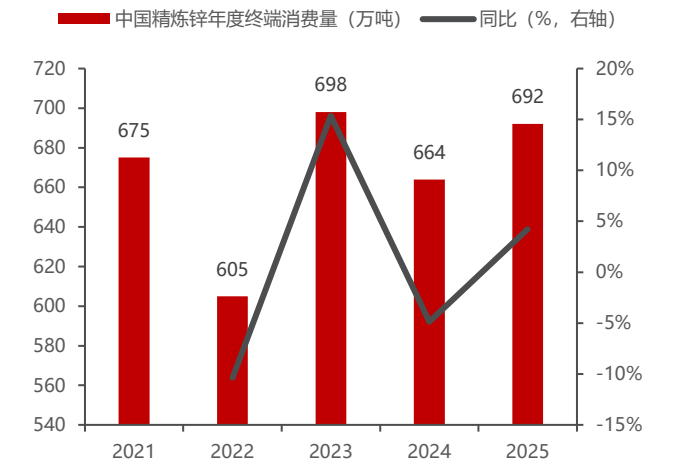
中国是全球最大锌消费国，占比超全球一半。国内消费走势与房地产、基建周期高度一致，从 2021 年 675 万吨增至 2025 年 692 万吨。2021 年稳增长政策支撑下至 675 万吨，2022 年疫情反复叠加地产深度调整，消费大幅降至 605 万吨低点。2023 年疫后全面恢复，消费创 698 万吨历史新高。2024 年地产低迷拖累小幅回落至 664 万吨，2025 年城中村改造及光伏、储能等新兴镀锌需求释放，带动消费回升至 692 万吨，同比增长 4.2%。

图39：全球锌消费量情况



资料来源：SMM，国联民生证券研究所

图40：中国锌消费量情况



资料来源：SMM，国联民生证券研究所

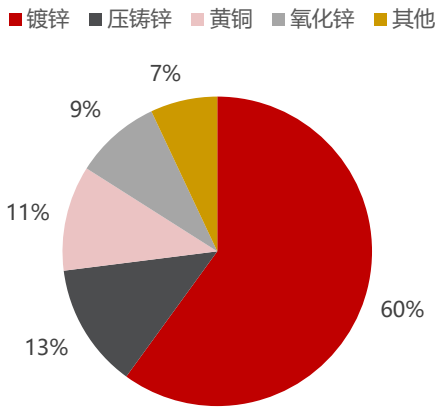
锌需求仍以建筑、交通和基础设施等传统领域为基本盘，但新能源及新型基础设施正在成为重要的结构性增量方向。全球终端消费结构中，建筑、交通和基础设施分别占锌消费的 50%、21%和 16%，合计达到 87%；初端应用中，镀锌占比约 60%，这主要得益于其在建筑、交通和基础设施中的关键作用。其他需求来自压铸合金、黄铜半成品及铸件、氧化物和化学品、半制成品以及各类应用，支撑着工业机械和消费品等行业。这些多样且关键的最终用途强化了锌在经济周期中的相关性和韧性。

后续来看，锌下游消费面临一定结构性转变。受房地产拖累影响，镀锌及合金在建筑领域的需求占比预计降逐步下滑。增长动力主要来自出口、家电及部分基建领域：未来镀锌及终端五金产品出口预计保持较快增长，贡献重要拉力；家电板块在出口窗口与政策带动下预计维持稳健运行走势，但增幅预计放缓；基建方面，特高压、电网、农村道路及护栏等镀锌需求持续增长，数据中心、清洁能源等新兴基建也将提供一定支撑。汽车行业结构性变化显著，新能源汽车占比提升带动轻量化

仅供内部参考，请勿外传

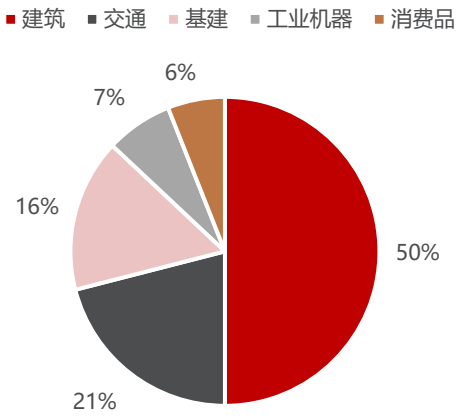
替代，压制镀锌及压铸锌合金单车用量，相关消费增长逐步放缓。整体来看，终端消费将在结构优化中缓慢增长，行业开工率中长期仍面临产能过剩与内卷压力，企业利润修复依赖成本控制与高附加值产品转型。

图41：锌初端应用



资料来源：HINDUSTAN ZINC2026 年报，国联民生证券研究所

图42：锌终端应用



资料来源：HINDUSTAN ZINC2026 年报，国联民生证券研究所

从供需平衡角度看，国内锌市场短期呈供应平稳、需求偏弱格局，中长期看，国内锌精矿供需围绕紧平衡波动，2022 年过剩 21 万吨后连续 2 年短缺，2025 年小幅过剩 1 万吨，2026、2028 年小幅短缺，2027 年略有过剩，2029 年起转向过剩，反映矿山自给能力长期受限；精炼锌消费由 2021 年 675 万吨增至 2030 年预计 740 万吨，2025 年因冶炼产能集中释放阶段性过剩 13 万吨，此后逐年收窄，2030 年重回小幅短缺。海外锌精矿波动更大，2023 年短缺 23 万吨，逐步至 2025 年开始略有过剩；精炼锌消费 2023 年走弱后回升，2030 年预计达 736 万吨，2026 年起供需基本平衡。综合来看，未来全球锌市场供需稳步扩张、节奏匹配，年度供需差值占消费比例普遍低于 3%，整体维持紧平衡。

2026 年锌锭过剩趋势不变，但供应端的不确定性下锌锭过剩量级预计会有变化，整体锌价重心下移，关注内外套利机会；2027 年-2030 年考虑到矿和冶炼厂的主要增量集中在 27、28 年，消费增幅难以匹配，供需错配下锌价重心上移，整体节奏前低后高。

表11：SMM 中国&海外锌年度供需平衡（2021-2030E）单位：万吨

中国	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
锌精矿表观消费量	558	559	591	557	619	626	647	657	662	655
锌精矿实际消费量	548	538	596	563	618	629	646	658	660	655
锌矿供需平衡	10	21	-4	-7	1	-3	1	-1	2	0
精炼锌表观消费量	651	597	699	662	704	690	712	722	737	739

仅供内部参考，请勿外传

精炼锌实际消费量	675	605	698	664	692	683	706	722	733	740
精炼锌供需平衡	-24	-8	2	-1	13	7	6	-1	4	-2
中国以外	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**
锌精矿表观消费量	673	650	597	614	614	614	628	643	663	670
锌精矿实际消费量	674	646	620	623	610	614	626	643	660	670
锌矿供需平衡	-1	3	-23	-9	4	-1	2	0	3	0
精炼锌表观消费量	709	722	670	652	662	681	700	721	728	736
精炼锌实际消费量	701	737	658	661	676	683	700	718	729	736
精炼锌供需平衡	8	-15	12	-10	-15	-2	0	3	0	0

资料来源：SMM 锌产业报告 2026-08，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.2 金：低位反弹，前景广阔

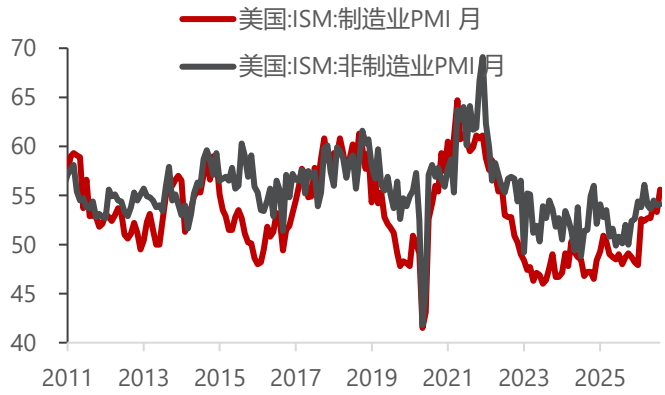
地缘问题扰动美国经济。2026 年 2 月 28 日，在伊美谈判取得进展背景下，美国和以色列未经安理会授权袭击伊朗，随后伊朗封锁霍尔木兹海峡引发全球经济扰动。8 月美国二季度 GDP 第二次预估数据显示，实际 GDP 年化季率维持 1.5%不变，较一季度 2.1%明显减速。消费支出上修被进口上修抵消。通胀指标全面上调，核心 PCE 升至 3.6%。

图43：美国 GDP 增速不及预期（单位：%）



资料来源：wind，国联民生证券研究所

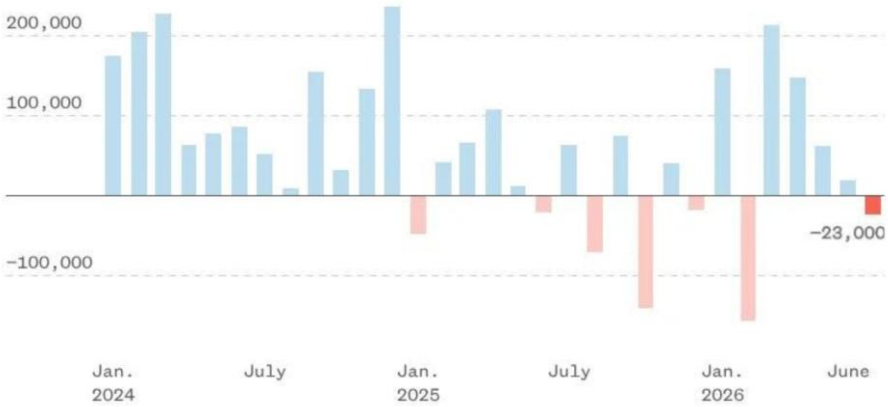
图44：美国制造业 PMI 水平



资料来源：wind，国联民生证券研究所

就业供给端收缩，劳动力市场走弱。美国 7 月非农环比减少 2.3 万个，显著低于市场预期。同时，5 月和 6 月新增非农就业岗位数量共向下修正 10.3 万个。失业率方面美国 7 月失业率为 4.1%，低于 6 月的 4.2%。但整体失业率之所以下降主要系劳动力供给收缩而非经济活力实质向好。另外 7 月平均时薪同比 3.2%的增幅为近五年最低水平，表明薪资增速已经跑不赢通胀。

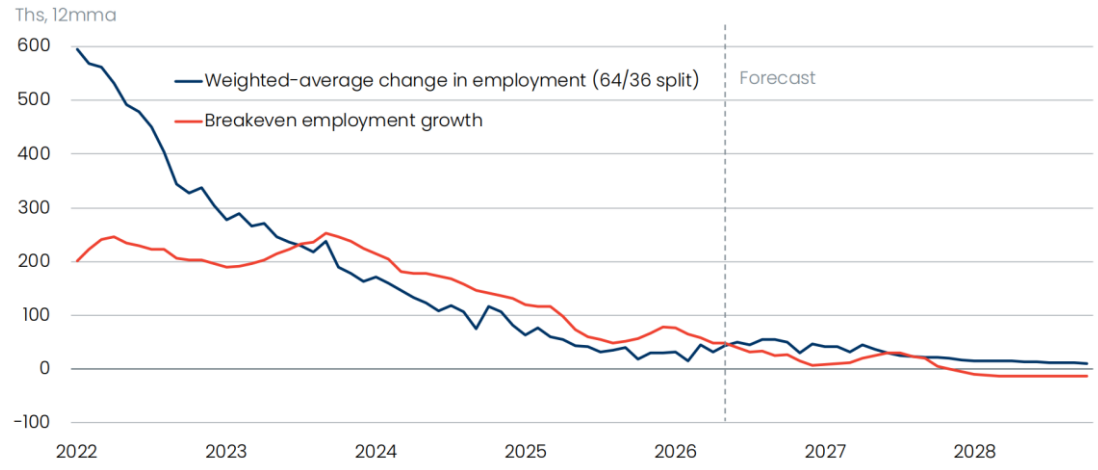
图45：美国非农就业数据



资料来源：美国全国广播公司，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

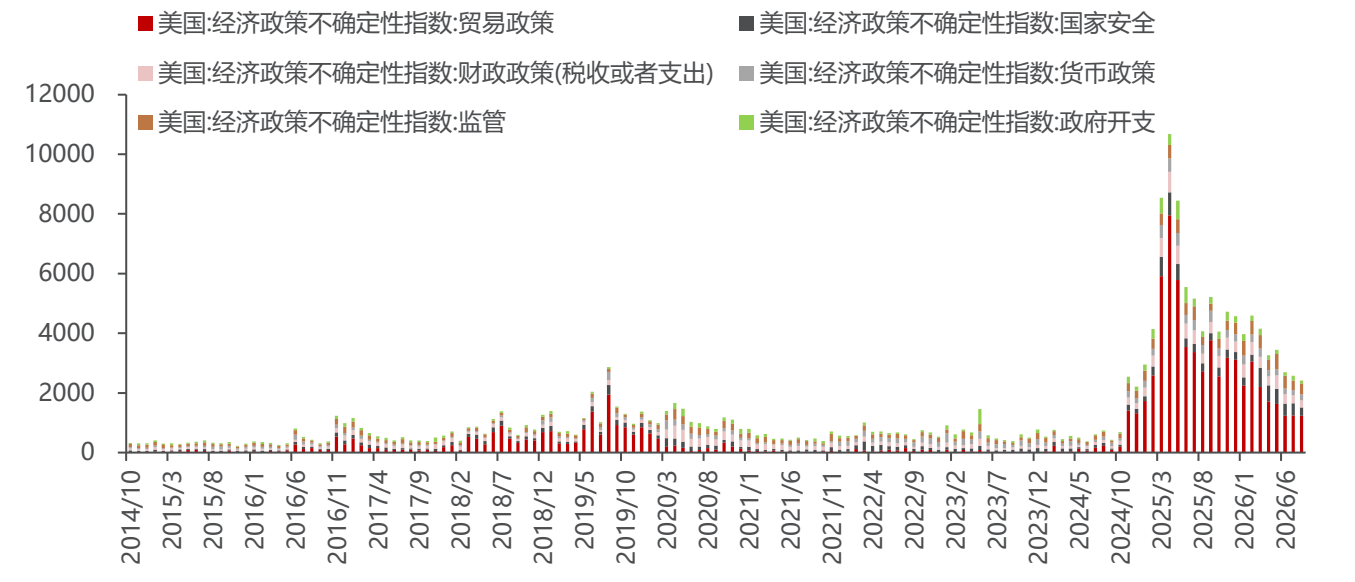
图46：美国盈亏平衡就业曲线



资料来源：Oxford Economics，国联民生证券研究所

全球贸易摩擦反复，避险情绪升温。2025 年美国总统特朗普频繁动用《国际紧急经济权力法》（IEEPA）加征关税，2026 年 2 月 20 日，美国最高法院裁决特朗普政府依据 IEEPA 征收的全球关税违法。美国国际贸易法院裁决要求退还自 2025 年 2 月至 2026 年 2 月期间征收的“非法关税”。4 月，美国再度开启 301 调查听证会，核心围绕面向全球 60 个主流贸易经济体的新一轮 301 专项调查展开逐条核验研判，也是近八年来美国覆盖面最广、落地节奏最快的一轮全域贸易关税筹备动作。6-7 月美国对铜关税预期发酵，8 月美国对加拿大关税反复博弈；9 月美国政府拟对进口芯片加征新一轮关税。整体来看，当前美国关税诉求较强且持续，全球贸易问题仍在反复。

图47：美国经济不确定指数处于高位



资料来源：wind，国联民生证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传

沃什鹰派发言抬升加息预期。但美元美债及利息支出又形成加息掣肘，根本性问题难以解决。美联储主席凯文·沃什在杰克逊霍尔年会上发表了他上任以来的首次重要演讲，核心是重塑美联储的政策框架与沟通哲学。此番讲话系统阐述了他的施政理念：包括控通胀仍是首要任务、拒绝常态化“前瞻指引”、提出七大政策原则以及将 AI 视为新变量等。整体来看沃什释放明确的谨慎偏鹰信号，美债收益率走高、美元走强，金价承压。

8 月美国财政部紧急出手干预市场，宣布扩大长期名义国债回购规模，将 10 年至 30 年期国债流动性支持回购操作的单次最高规模由 20 亿美元至少提高一倍至 40 亿美元。美国财政部此次出手干预市场本质上是传递政策信号和进行流动性管理，并非根本性的“救市”。在美债供给压力、通胀预期和财政赤字等核心问题未解决之前，仅靠提高回购规模难以扭转长期利率走势。造成长期美债收益率飙升的根本原因是财政赤字失控、全球资金结构变化与供需失衡共同驱动的期限溢价系统性抬升。

利息支出与债务问题逐渐演变为货币及财政信用问题。国际货币基金组织预测，到 2026 年，美国政府债务将进一步膨胀至 40.7 万亿美元，而同期名义 GDP 仅为 32.4 万亿美元。在 2026 财年前 10 个月，美债利息支出已高达 9630 亿美元，全年预计将突破 1.2 万亿美元。如果沃什对于加息继续保持模糊，投资者可能会通过要求更高期限溢价来惩罚沉默，即使美联储没有加息，长期限美债收益率也可能持续攀升。 我们认为美国正处于一个艰难的平衡点，高债务、高赤字与货币政策正常化之间。加息或许能压制通胀，但会加剧利息成本的攀升；不加息或许能暂时稳定债务，但通胀可能失控；美元美债的信用问题以及美国财政信用的逐渐流失将成为推动金价上行的核心力量。

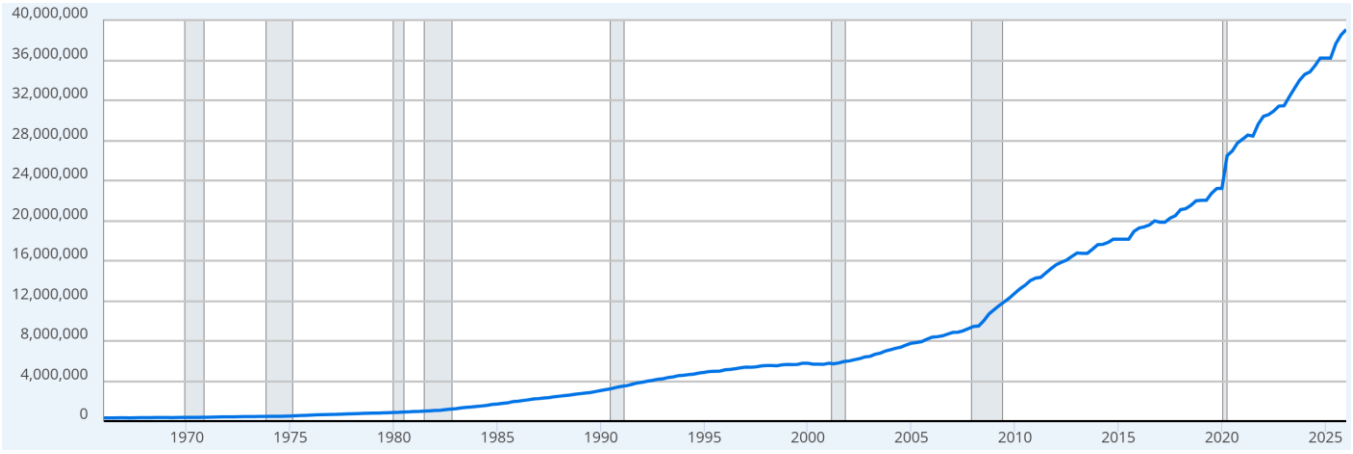
图48：美联储加息概率表

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/10/28	46.9%	53.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2026/12/9	12.0%	48.5%	39.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	6.8%	32.6%	43.4%	17.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	2.3%	15.7%	36.3%	34.4%	11.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	1.8%	12.7%	31.7%	34.8%	16.5%	2.5%	0.0%	0.0%
2027/6/9	1.1%	8.2%	23.9%	33.5%	24.0%	8.3%	1.0%	0.0%
2027/7/28	1.1%	8.2%	23.9%	33.5%	24.0%	8.3%	1.0%	0.0%
2027/9/15	1.0%	7.7%	22.7%	32.8%	24.7%	9.4%	1.6%	0.1%
2027/10/27	1.2%	8.2%	23.1%	32.5%	24.2%	9.2%	1.5%	0.1%
2027/12/8	1.1%	7.4%	21.5%	31.5%	25.1%	10.8%	2.4%	0.2%

资料来源：Fed Watch，国联民生证券研究所

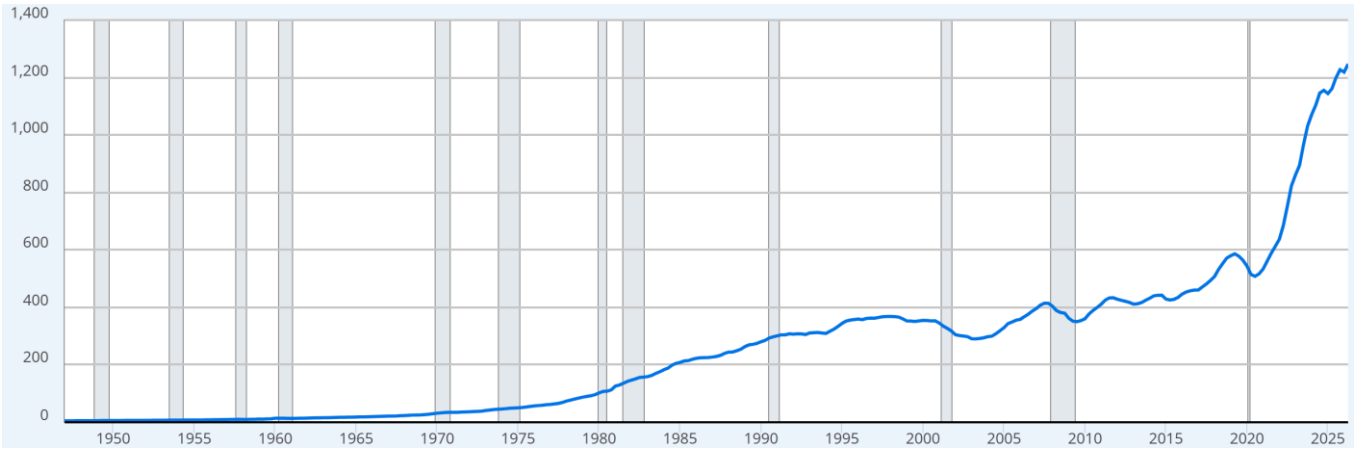
注：数据截至 2026 年 9 月 23 日

图49：美国债务总额（百万美元）



资料来源：FRED，国联民生证券研究所

图50：美国利息支出（十亿美元）

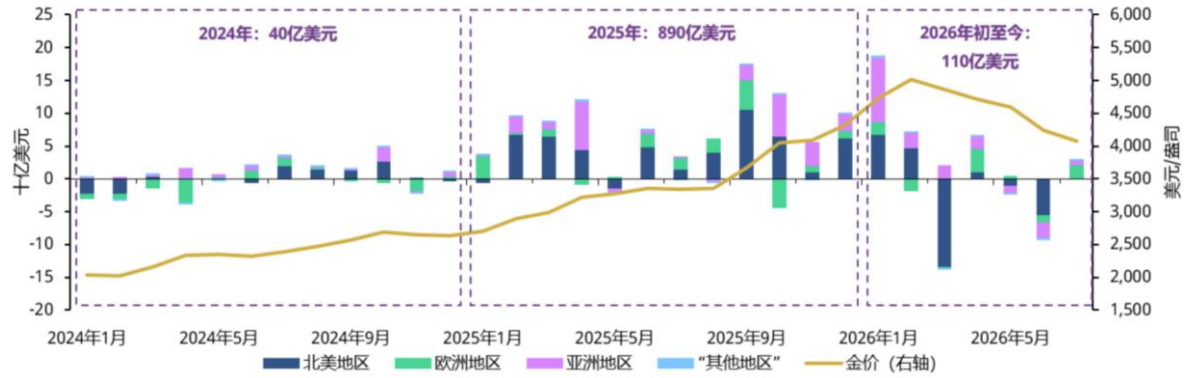


资料来源：FRED，国联民生证券研究所

ETF 交易回暖。7 月，全球实物黄金 ETF1 流入约 30 亿美元，扭转了此前连续两个月的流出态势。另外基金流入范围覆盖较广，全球所有地区均有贡献，其中欧洲地区基金流入量领跑。受黄金 ETF 流入及金价上涨共同推动，全球黄金 ETF 资产管理总规模（AUM）上升 1%至 5,300 亿美元。总持仓增加 23 吨至 4,068 吨，但仍低于 2026 年 2 月 27 日创下的 4,176 吨历史高位。 2026 年初至 7 月末，全球黄金 ETF 累计流入 110 亿美元，相当于持仓增加 39 吨。

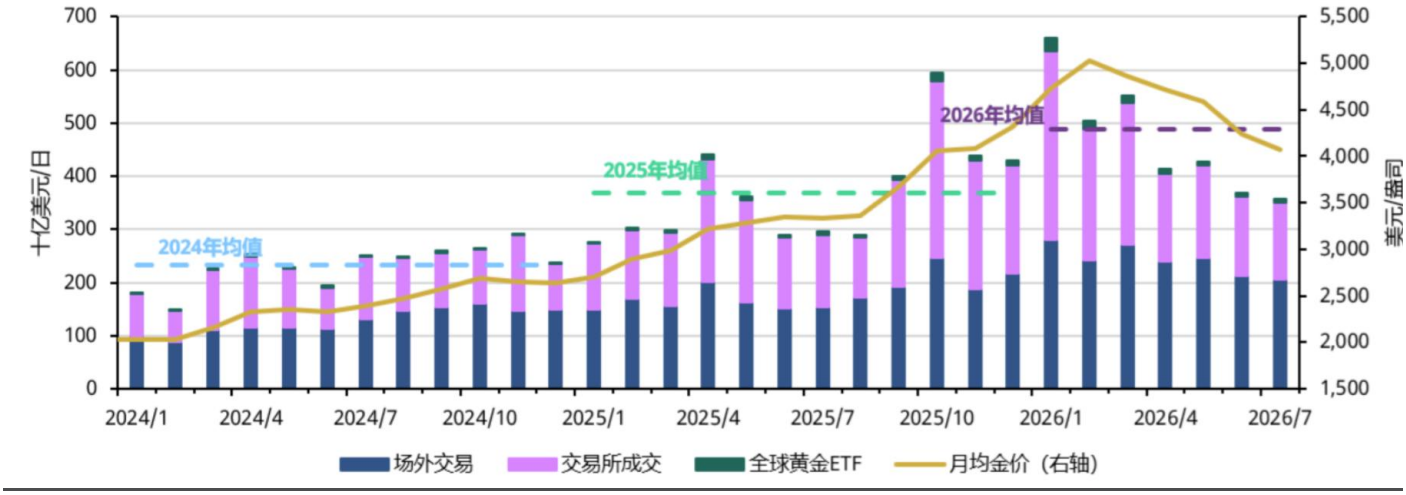
仅供内部参考，请勿外传

图51：ETF 分地区持仓



资料来源：世界黄金协会，国联民生证券研究所

图52：各板块 ETF 日均交易额

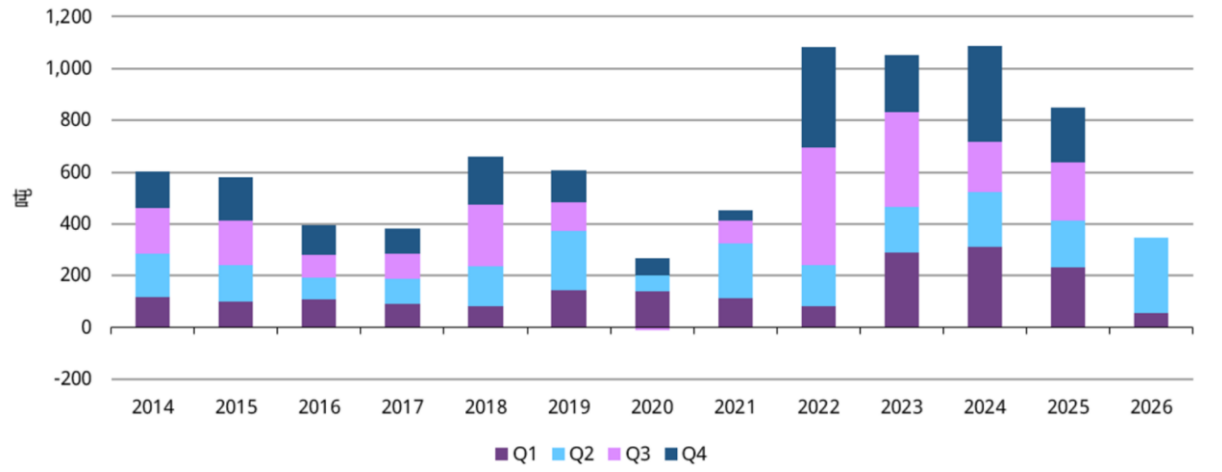


资料来源：世界黄金协会，国联民生证券研究所

央行购金趋势不改，黄金需求热度持续。2026Q1 二季度全球央行净购金量显著回升达到 289 吨，几乎是一季度修正后量级（57 吨）的五倍，并创下二季度历史新高。主要得益于波兰和中国央行的持续购金行为，同时其他常规买家的增持也提供了进一步支撑。从我国来看，我国央行本轮从 2024 年 11 月开始扩大黄金储备，2026 年第二季度增持黄金 33 吨，实现自 2023 年四季度(44 吨)以来最大单季购金量。截至今年上半年我国央行累计增持 40 吨，推动官方黄金储备达到 2346 吨，实现连续七个季度购金，凸显黄金配置计划的战略定位。

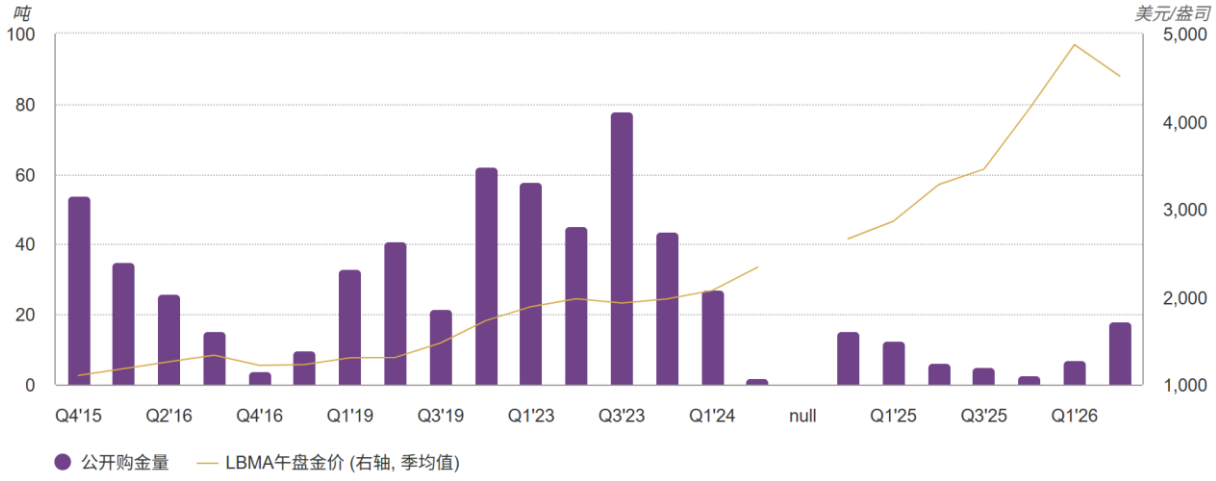
仅供内部参考，请勿外传

图53：全球央行购金数据



资料来源：世界黄金协会，国联民生证券研究所

图54：截至今年上半年我国央行连续七个季度增持黄金



资料来源：世界黄金协会，国联民生证券研究所

3月以来美伊谈判陷入僵局，双方表态反复摇摆，市场分歧加大，油价继续保持高位，霍尔木兹海峡航运继续受限，全球能源与金融市场不确定性陡增，美元在石油美元交易体系下走强，金银价格受通胀及货币端影响触及6月末低位约4000美元/盎司位置。伴随美国数据走弱以及债务问题发酵金价低位反弹。中长期看，金价主线仍是央行购金+美元信用弱化+美国内部矛盾的长逻辑。2026年二季度全球央行购金环比大幅增长，创单季度历史新高，ETF交易7月回暖，我国央行Q2加速购金，连续七个季度增持。依旧看好未来中长期的金价中枢上移。

仅供内部参考，请勿外传

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

根据前文的分析，公司目前产品主要为锌精矿及含银铅精矿，未来金铜板块有望打开新增长极。其中 2025 年锌精矿产品毛利占比 63.7%，含银铅精矿毛利占比 36.2%，其余板块业务占比不足 1%。因此我们选择铅锌银板块进行重点拆分。

营收拆分：价格假设。公司产品售价主要与各金属市场价格相关。由于铅板块或有下游需求替代压制，我们假设 2026-2028 年国产铅精矿价格（含税）为 1.6/1.58/1.55 万元/吨，对比 25 年价格略有下滑；锌金属受益于供给端增量有限且下游需求相对坚挺，出于审慎假设 2026-2028 年假设价格为 1.95/2.15/2.25 万元/吨；银价同样保守考虑我们假设 2026-2028 三年银价维持在 1.7 万元/千克。

表12：公司 2025-2028 年主要产品价格预测

价格假设	2025	2026E	2027E	2028E
国产铅精矿价格（元/吨）	16156	16000	15800	15500
国产锌精矿价格（元/吨）	17921	19500	21500	22500
银价（元/千克）	9759	17000	17000	17000

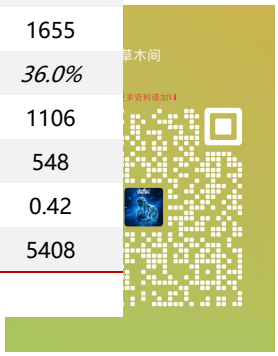
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测

销量层面，根据前文假设，考虑公司主力郭家沟矿山生产经营正常，江洛矿区处于爬坡扩产阶段，且伴随公司矿权整合后有进一步扩产空间，我们假设未来三年公司核心产品产销量逐步增长。我们预计 2026-2028 年未来三年销量分别为锌精矿 8.01/13.86/19.09 万吨，铅精矿(含银) 2.66/3.91/5.66 万吨。假设其他板块营收与 2025 年持平，预计公司未来三年主要产品营收合计 22.57/38.20/54.08 亿元。

表13：公司 2026-2028 年营业收入拆分（百万元）

营业收入拆分	2025	2026E	2027E	2028E
锌精矿	1164	1362	2603	3753
yoy	*9.0%*	*17.0%*	*91.1%*	*44.2%*
铅精矿(含银)	558	895	1217	1655
yoy	*19.0%*	*60.3%*	*36.0%*	*36.0%*
其中铅精矿	326	450	729	1106
银	232	445	488	548
其他	0.42	0.42	0.42	0.42
合计	1723	2257	3820	5408

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测



营业成本和毛利拆分。由于公司江洛矿区处于爬坡扩产阶段且未来资源前景向好，结合公司降本趋势以及规模优势考虑，预计公司 2026-2028 年锌精矿单位

仅供内部参考，请勿外传

成本 6088/5952/5842 元/吨，铅精矿(含银) 单位成本 6343/6234/6161 元/吨，对于其他板块出于审慎估计暂不考虑盈利假设营收成本持平，最后我们将各产品营收与成本做差值，得到公司毛利以及整体利润水平。从毛利率水平来看，公司锌板块毛利率上行主要来源于成本优化以及价格优势，铅精矿（含银）板块毛利率 2026 年快速增长主要系银价 2026 年同比涨幅明显，2027-2028 年伴随铅银价维稳叠加铅锌产量上行，毛利率略有下降。

表14：公司 2026-2028 年成本拆分

公司成本拆分		2025	2026E	2027E	2028E
锌精矿	百万元	450	488	825	1115
yoy		*5.5%*	*8.3%*	*69.2%*	*35.1%*
锌精矿单位成本	*元/吨*	*6270*	*6088*	*5952*	*5842*
铅精矿(含银)	百万元	153	169	243	349
yoy		*3.4%*	*10.6%*	*44.2%*	*43.3%*
铅精矿(含银）单位成本	*元/吨*	*6767*	*6343*	*6234*	*6161*
其他	百万元	0.74	0.42	0.42	0.42
合计	**百万元**	**604**	**657**	**1069**	**1464**

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测

表15：公司 2026-2028 年毛利拆分

公司毛利拆分		2025	2026E	2027E	2028E
锌精矿	百万元	714	874	1778	2638
毛利率		*61.3%*	*64.2%*	*68.3%*	*70.3%*
铅精矿（含银）	百万元	406	726	973	1306
毛利率		*72.7%*	*81.1%*	*80.0%*	*78.9%*
其他业务	百万元	-0.3	0.0	0.0	0.0
合计	百万元	1119	**1601**	**2751**	**3943**

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测

费用方面。由于公司历史销售费用相对较低，下降空间相对有限，我们未来给予基本持平假设，维持在 0.1%左右。管理费用率：我们预计随着公司降本增效持续推进，以及规模效应对费用的摊薄，管理费用率保持稳中有降趋势，2026-2028 年分别为 11.3%、11.0%、10.5%。研发费用率：公司历史研发费用较为稳定，长期维持在 3%左右，因此我们同样给予持平假设，预计 2026-2028 年保持在 3%左右。财务费用率：伴随公司远期利润改善流动性逐渐充裕，财务费用率下降空间充足，预计 2026-2028 年财务费用率分别为 8.3%、5.8%、4.2%。

仅供内部参考，请勿外传

表16：公司期间费用率拆分

项目	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用率	13.9%	11.3%	11.0%	10.5%
研发费用率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
财务费用率	8.2%	8.3%	5.8%	4.2%
期间费用率	25.1%	22.7%	19.9%	17.7%

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测

4.2 估值分析

根据公司业务，利润主要来自于铅锌银板块，选取 A 股同类型黄金板块公司驰宏锌锗、盛达资源、兴业银锡作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 18、15、13 倍，我们对金徽股份的盈利预测对应 2026-2028 年 PE 分别为 21、11、8 倍，尽管公司 2026 年略高于可比公司估值，但考虑公司远期成长性显著且出于审慎考虑我们并未将未来潜在金铜利润贡献考虑在 2027 及 2028 年，从矿权布局和资源布局来看公司远期具备成长性优势，因此当前估值具备合理性。

表17：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）				PE（X）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600497.SH	驰宏锌锗	9.26	0.23	0.45	0.51	0.59	32	21	18	16
000426.SZ	兴业银锡	32.77	0.90	2.19	2.45	2.97	40	15	13	11
000603.SZ	盛达资源	32.12	0.74	1.75	2.36	2.85	42	18	14	11
	平均		**0.62**	**1.46**	**1.77**	**2.14**	**38**	**18**	**15**	**13**
603132.SH	金徽股份	17.93	0.55	0.86	1.58	2.39	32	21	11	8

资料来源：wind，国联民生证券研究所预测；

注：可比公司数据采用 wind 一致预期，股价时间为 2026 年 9 月 24 日

4.3 投资建议

公司是国内铅锌采选优秀企业，核心矿山低成本优势稳固，现金流充沛，分红政策稳定。行业层面，全球锌矿新增产能投放有限，老矿山逐年减产，锌精矿长期供给偏紧，价格下方支撑力度充足；金板块伴随美国数据走弱以及债务问题发酵金价于 7 月开始低位反弹。中长期看金价主线仍是央行购金+美元信用弱化+美国内

仅供内部参考，请勿外传

部矛盾的长逻辑。2026 年二季度全球央行购金环比大幅增长，创单季度历史新高，ETF 交易 7 月回暖，我国央行 Q2 加速购金，连续七个季度增持。公司层面江洛矿区资源整合逐渐投产和黄金业务同步推进，打开全新业绩增长空间，兼具周期价格弹性与成长增量属性。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 8.39/15.47/23.33 亿元，对应 9 月 24 日股价 PE 分别为 21/11/8 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表18：盈利预测与财务指标

项目/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,724	2,257	3,820	5,408
增长率（%）	12.0	31.0	69.2	41.6
归属母公司股东净利润（百万元）	542	839	1,547	2,333
增长率（%）	15.3	54.8	84.3	50.8
每股收益（元）	0.55	0.86	1.58	2.39
PE (X)	32	21	11	8
PB (X)	5.5	4.8	3.6	2.8

资料来源：Wind，国联民生证券研究所预测；（注：股价为 2026 年 9 月 24 日收盘价）

仅供内部参考，请勿外传

5 风险提示

1）金属价格大幅波动。公司业绩与铅锌银价格高度相关，若未来供需格局恶化，金属价格超预期下跌，可能会对公司业绩带来不利影响。

2）项目进展不及预期。公司现有多项增量项目，若项目投扩产进度不及预期，将拖累公司业绩。

3）安全生产风险。矿山开采存在一定安全隐患和风险，包括采空区垮冒、巷道垮塌、井下火灾和透水等，若发生安全事故将对公司业绩产生不利影响。

4）海外利率政策反复风险。若美国通胀预期持续失控，美联储不排除再加息的可能，致使商品价格承压影响公司业绩。

5）质押比例较高风险。公司股权质押比例较高，若宏观出现重大影响引致股价超预期下跌且股东资金来源紧张，可能会对公司经营产生不利影响。

仅供内部参考，请勿外传

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**1,724**	**2,257**	**3,820**	**5,408**
营业总收入增长率	12.0%	31.0%	69.2%	41.6%
营业成本	604	657	1,069	1,464
毛利	**1,120**	**1,601**	**2,751**	**3,943**
毛利率	65.0%	70.9%	72.0%	72.9%
营业税金及附加	74	113	191	270
销售费用	1	1	2	3
管理费用	239	255	420	568
研发费用	52	68	115	162
财务费用	141	188	223	225
投资收益	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他收益	27	11	19	27
资产处置收益	0	1	2	2
营业利润	**639**	**988**	**1,820**	**2,745**
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	638	988	1,820	2,745
所得税	97	148	273	412
净利润	**541**	**839**	**1,547**	**2,333**
少数股东损益	-1	0	0	0
归属于母公司净利润	**542**	**839**	**1,547**	**2,333**
归母净利润率	31.5%	37.2%	40.5%	43.1%
归母净利润增长率	15.3%	54.8%	84.3%	50.8%
EBIT	781	1,175	2,042	2,967
EBITDA	1,027	1,432	2,322	3,266
EBITDA 增长率	15.4%	39.5%	62.1%	40.7%
每股收益（元）	0.55	0.86	1.58	2.39

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	541	839	1,547	2,333
折旧和摊销	246	258	279	299
营运资金变动	-44	-216	254	221
经营活动现金流	**909**	**1,069**	**2,308**	**3,096**
资本开支	-1,340	-1,533	-874	-643
投资	-135	0	0	0
投资活动现金流	**-1,498**	**-1,709**	**-874**	**-643**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,310	1,431	400	400
支付股利和利息	-545	-612	-551	-1,174
筹资活动现金流	**297**	**814**	**-155**	**-778**
现金净流量	**-292**	**174**	**1,279**	**1,676**

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	271	445	1,724	3,400
应收账款及票据	10	25	42	60
存货	25	27	45	61
其他流动资产	90	104	81	84
流动资产合计	**396**	**601**	**1,892**	**3,606**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,387	4,846	5,333	5,793
使用权资产	15	15	15	15
无形资产	1,760	2,040	2,040	2,040
在建工程	1,296	1,837	1,949	1,839
其他非流动资产	274	450	450	449
非流动资产合计	**7,731**	**9,188**	**9,787**	**10,137**
资产合计	**8,127**	**9,789**	**11,680**	**13,743**
短期借款	1,441	1,791	1,791	1,791
应付账款及票据	316	91	148	203
其他流动负债	904	1,744	2,153	2,556
流动负债合计	**2,661**	**3,626**	**4,093**	**4,551**
长期借款及应付债券	2,056	2,356	2,556	2,756
其他长期负债	205	181	181	181
非流动负债合计	**2,261**	**2,537**	**2,737**	**2,937**
负债合计	**4,922**	**6,164**	**6,830**	**7,488**
股本	978	978	978	978
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**3,205**	**3,626**	**4,850**	**6,255**
负债和股东权益合计	**8,127**	**9,789**	**11,680**	**13,743**

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
回报率（%）				
总资产收益率 ROA	6.67	8.57	13.25	16.97
净资产收益率 ROE	16.92	23.15	31.90	37.30
偿债能力（%）				
付息债务率	50.64	56.86	51.08	46.32
资产负债率	60.56	62.96	58.47	54.49
经营效率				
应收账款周转天数	4.20	2.77	3.18	3.41
存货周转天数	14.84	14.36	12.11	12.98
应付账款周转天数	111.52	111.47	40.36	43.25
总资产周转率	0.23	0.25	0.36	0.43
估值分析（倍）				
P/E	32	21	11	8
P/S	10.2	7.8	4.6	3.2
P/B	5.5	4.8	3.6	2.8
EV/EBITDA	22	16	10	7
分红水平				
每股股利（元）	0.43	0.33	0.95	1.43
股利支付率（%）	77.55	60.00	60.00	60.00
股息收益率（%）	2.40	1.84	5.29	7.98

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传

插图目录

图 1： 公司发展历史 4
图 2： 公司股权结构 5
图 3： 各矿区位置关系 7
图 4： 公司产能、产量及产能利用率情况 7
图 5： 公司锌精矿产量（吨） 8
图 6： 公司铅精矿（含银）产量（吨） 8
图 7： 公司成本情况 8
图 8： 公司营收及增速 9
图 9： 公司归母净利润及增速 10
图 10： 公司分产品营收占比 10
图 11： 公司产品毛利及毛利率 11
图 12： 公司销售毛利及销售净利率 11
图 13： 公司三费情况 12
图 14： 公司资产负债率情况 13
图 15： 资本开支情况 13
图 16： 郭家沟矿区历史沿革 14
图 17： 郭家沟矿区地质简图 15
图 18： 东坡铅锌矿历史沿革 15
图 19： 谢家沟铅锌矿历史沿革 17
图 20： 谢家沟矿区交通位置图 18
图 21： 谢家沟矿业 2023 年-2025 年营收及利润 18
图 22： 向阳山矿业历史沿革 19
图 23： 向阳山铅锌矿地质简图 20
图 24： 向阳山矿业 2024 年-2025 年营收及净利润（单位：万元） 20
图 25： 杨家山矿业历史沿革 21
图 26： 杨家山矿业地质简图 22
图 27： 天水火麦地铜矿地质简图 23
图 28： 老圣沟金矿历史沿革 25
图 29： 老圣沟金矿地质简图 25
图 30： 礼县崖湾金矿历史沿革 26
图 31： 全球锌储量情况（单位：千公吨） 27
图 32： 2025 年全球锌储量分布 27
图 33： 全球锌产量情况（单位：千公吨） 28
图 34： 2025 年全球锌产量分布 28
图 35： 锌矿品位不断下降&缺乏新大矿的发现 29
图 36： 锌矿企业资本开支不足 29
图 37： SMM 全球锌精矿供需平衡（2021-2030E） 31
图 38： 锌产业链图 33
图 39： 全球锌消费量情况 34
图 40： 中国锌消费量情况 34
图 41： 锌初端应用 35
图 42： 锌终端应用 35
图 43： 美国 GDP 增速不及预期（单位：%） 37
图 44： 美国制造业 PMI 水平 37
图 45： 美国非农就业数据 37
图 46： 美国盈亏平衡就业曲线 38
图 47： 美国经济不确定指数处于高位 38
图 48： 美联储加息概率表 39
图 49： 美国债务总额（百万美元） 40
图 50： 美国利息支出（十亿美元） 40
图 51： ETF 分地区持仓 41
图 52： 各板块 ETF 日均交易额 41
图 53： 全球央行购金数据 42
图 54： 截至今年上半年我国央行连续七个季度增持黄金 42

仅供内部参考，请勿外传

表格目录

盈利预测与财务指标 1
表 1： 自有矿山基本情况 6
表 2： 东坡铅锌矿钻探发现 16
表 3： 江口探矿权资源情况 16
表 4： 谢家沟铅锌矿资源量 17
表 5： 江洛矿区产能构成及规划 23
表 6： 火麦地探矿权资源情况 24
表 7： 公司金矿产量贡献测算 26
表 8： 2025-2027 海外锌矿产量增减情况（单位：万吨） 30
表 9： SMM 现货锌与 LME 锌价格（2021-2030E） 32
表 10： 国内新增矿产锌冶炼产能（万吨） 32
表 11： SMM 中国&海外锌年度供需平衡（2021-2030E）单位：万吨 35
表 12： 公司 2025-2028 年主要产品价格预测 43
表 13： 公司 2026-2028 年营业收入拆分（百万元） 43
表 14： 公司 2026-2028 年成本拆分 44
表 15： 公司 2026-2028 年毛利拆分 44
表 16： 公司期间费用率拆分 45
表 17： 可比公司 PE 数据对比 45
表 18： 盈利预测与财务指标 46
公司财务报表数据预测汇总 48

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

深圳 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室