

采矿备忘录 | 状态终结者

过去一周美联储鹰派言论暂时打击了金属/矿业板块，并可能短期内带来阴影。但能源价格较低应利好基本需求，这意味着在尘埃落定后，工业商品市场将趋紧，价格将上涨。

我们过去一周的关键研究：

BHP - 贾森斯再进行资本支出重置 [HERE](#) 必和必拓公司（BHP）宣布，Jansen项目的总资本支出预算再增加20亿美元，使该项目计划的总开发成本接近200亿美元。虽然此前预期会有资本支出的增加，但此次更新仍然无济于事，尤其是在钾肥的基本前景似乎在可预见的未来都相当糟糕的情况下。

隆迪矿业 - CMD重点介绍有机增长战略 [HERE](#) 近一周，Lundin公司CMD的关键信息是其多阶段铜增长战略：结合近期从现有矿场项目获取的交付量，以及阿根廷/智利（Vicuña合资企业）的长期转型增长。该公司的现有矿场项目能提供低风险、资本效率高的生产增长，并带来中期自由现金流（FCF）的提升。Lundin相信，它能利用这笔自由现金流来帮助自筹其Vicuña大型转型项目的相应份额。

MMG - 战略转型，强化财务实力与增长 [HERE](#) MMG宣布了一项16亿美元的资金募集计划，该计划结合了股权和可转换债券，旨在增强其资产负债表并支持增长。该交易包括8亿美元的新股发行（约7.059亿股，每股8.88港元；较上次收盘价折让9%）和8亿美元的零息可转换债券，到期日为2027年（转换价格10.21港元；较上次收盘价溢价5%）。这种混合结构降低了MMG的加权平均资本成本（WACC），同时保留了对其铜业务的完全杠杆。

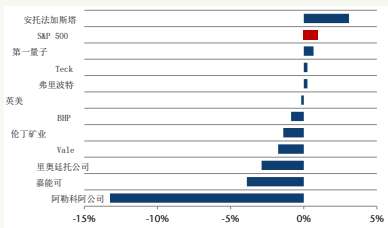
钢铁行业现状：纽科和STLD发布第二季度指引 [HERE](#) 本周钢铁行业盈利指引表现不一：纽科（Nucor）超出预期，因其连续第二个季度达到其部门指引目标；而STLD的指引则未达预期，原因是下游盈利下降以及铝回收设施搬迁相关的边际减值。与此同时，钢铁供应链参与者继续对基本面前景持乐观态度。

中国信贷增长疲软持续 [HERE](#) 中国整体信贷增速在5月份放缓至历史新低的+7.7%（较4月的+7.8%下降），原因是房地产市场下行带来的弱化按揭需求以及企业借贷活动平缓，这两者抵消了政府放贷的持续强劲。另外，5月份制造业采购经理人指数（PMI）仍处于扩张区间，但平均增速放缓至50.9。综合来看，中国经济持续相对疲软，但“动态清零”政策的放开应是一个关键利好。

[播客重播] 深入探讨：JEF全球金属与矿业 [HERE](#) 讨论主题：每磅8美元的铜？、战/和交易、美国关税、铁矿石前景、中国需求趋势、铝供应、SOH与煤炭、美国与欧盟钢铁市场、交易评论及精选推荐。

本周美联储的紧缩立场抑制了金属和矿业的中短期势头。然而，我们的分析表明，基本面依然稳固，结构性需求驱动因素和供应限制继续支撑中长期前景。

每周图表：股价表现（美元），本周累计



来源：Factset, Jefferies

即将播出的播客：

●
与Jefferies全球矿业及钢铁团队深入探讨（星期三，7月1日，上午10:00美国东部时间/下午3:00英国夏令时。注册）[HERE](#)）

克里斯托弗·拉费米纳，CFA* | 股票分析师
+86 (212) 336-7304 | clafemina@jefferies.com

帕特里夏·霍夫，CFA* | 股票分析师
+86 (21) 6262-6362 | phove@jefferies.com

阿尔伯特·雷阿利尼，注册会计师 * | 股权助理
(212) 778-8487 | arealini@jefferies.com
亚历山大·里卡德 * | 股权助理
(212) 323-7647 | arickard@jefferies.com

乔瓦尼·霍姆斯 ^ | 股权助理
+44 20 7548 4172 | gholmes@jefferies.com

最新采矿会议纪要库

晴时粉丝 | 2026年6月13日 一周数据中心资本支出、强劲采购经理人指数、通胀与战争 | 2026年6月6日 金发姑娘即将现身? | 2026年5月30日 阿尔考公司积极行动 | 2026年5月23日 从盛宴到饥荒...再到盛宴 | 2026年5月16日 铜价牛市回归 | 2026年5月9日 金属与采矿行业暂停, 而标普指数飙升 | 2026年5月2日 有钱人与穷人 | 2026年4月25日 又是一个如此糟糕的一周 | 2026年4月18日 冲破瓶颈 | 2026年4月11日

图1 - 商品价格与标普500指数的比率



来源: FactSet, Jefferies

图2 - 标普高盛商品指数参考百分比美元权重

商品	2025年RPDW	2026 RPDW
Corn	4.56%	4.67%
大豆	3.51%	3.10%
芝加哥小麦	2.50%	2.38%
咖啡	1.04%	1.85%
糖	1.99%	1.72%
堪萨斯小麦	1.26%	1.24%
可可	0.82%	1.18%
棉花	1.03%	0.88%
活牛	4.67%	5.20%
瘦猪	2.47%	3.31%
饲牛	2.16%	2.68%
布伦特原油	20.73%	18.22%
WTI原油	20.26%	17.79%
柴油	5.91%	5.22%
取暖油	4.22%	3.69%
天然气	2.39%	3.57%
RBOB汽油	3.90%	3.29%
铜	4.95%	5.47%
铝	3.76%	4.28%
镍	0.90%	0.93%
Zinc	0.82%	0.89%
Lead	0.57%	0.56%
Gold	5.10%	7.24%
银	0.48%	0.65%

标普道琼斯指数

标普高盛商品指数参考百分比行业权重

部门	2025	2026
能量	57.41%	51.78%
农业	16.69%	17.01%
工业金属	11.01%	12.13%
牲畜	9.30%	11.19%
贵金属	5.59%	7.89%

标普道琼斯指数

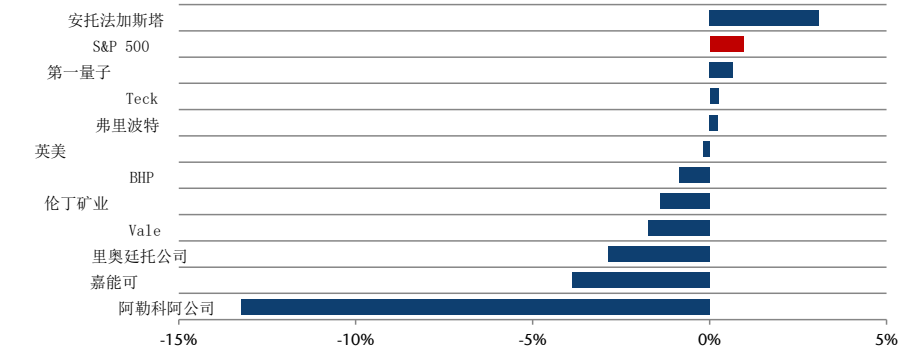
图3 - 过去10年按行业划分的季度平均总回报率

行业/子行业	股票代码	1Q	2Q	3Q	4Q
技术	KXV	3.3%	7.6%	3.5%	6.6%
财务报表	XLFI	-0.4%	2.3%	3.1%	9.3%
医疗保健	XLV	0.7%	2.8%	1.8%	4.0%
能量	XLE	2.9%	4.4%	-0.5%	4.7%
通信服务	XLC	3.7%	6.5%	0.7%	3.2%
工业	XLI	2.0%	2.9%	3.2%	6.3%
消费品	XLV	0.9%	4.5%	4.6%	4.5%
公共事业	XLU	3.0%	2.1%	2.7%	3.5%
消费品	XLP	1.5%	1.8%	1.1%	4.3%
房地产	XLRE	0.9%	2.7%	0.6%	3.3%
材料	XLB	1.0%	3.2%	1.6%	5.7%
全球金属与矿业	PICK	3.6%	1.5%	1.6%	7.7%

来源：FactSet

请注意，由于季节性因素，金属和矿业板块在第一季度往往会表现优于其他板块，而在第二季度和第三季度则往往会呈现季节性疲软。

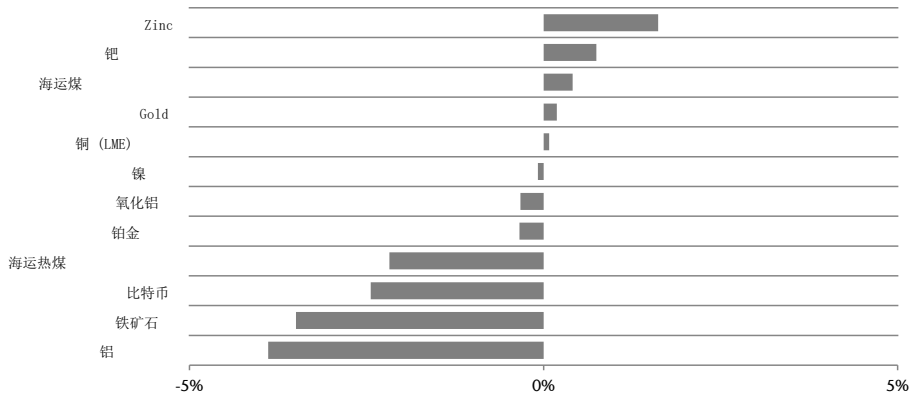
图4 - 股价表现（美元），本周至今



来源: Factset, Jefferies

本周，阿鲁玛公司（Alcoa）引领了该行业的表现不佳。

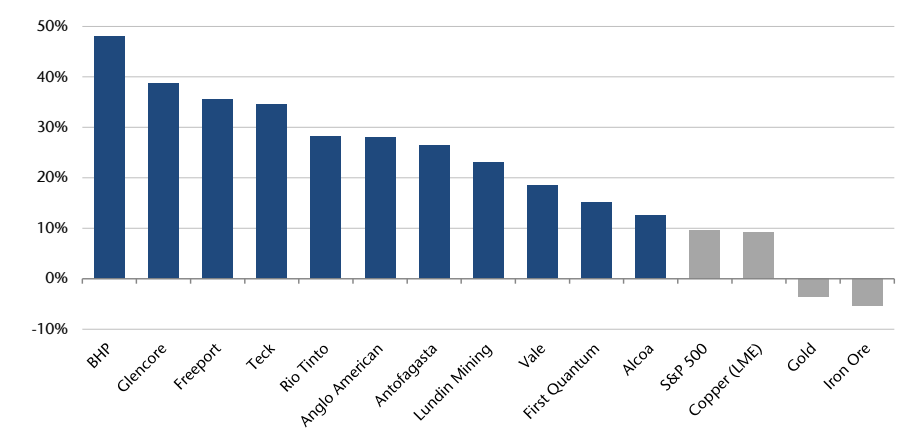
附件5 - 商品价格表现，按周同比



来源: Factset, Jefferies

.....与此同时，本周铝价以及大多数主要矿产商品价格持续下跌。

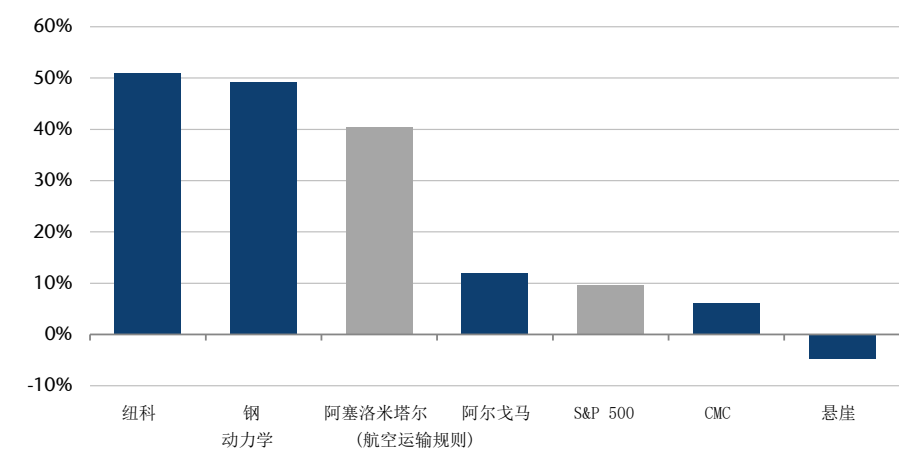
图6 - 年至至今表现（美元），TSR



来源: Factset, Jefferies

该板块年初至今持续显著跑赢大盘。

附件7 - 年初至今钢铁股价表现（美元），总市值



来源: Factset, Jefferies

迄今为止，大多数钢铁股的表现也优于市场。

图8 - 总股东回报（本币）

	TSR	TSR	TSR 自从	TSR
	WTD	YTD	2020年3月	
1yr				
MMG	3.3%	-5.9%	704.2%	135.0%
安托法加斯塔	3.1%	28.3%	646.8%	138.8%
S&P 500	1.0%	9.6%	212.9%	25.4%
第一量子	0.7%	18.7%	663.7%	105.9%
伊万霍电力	0.5%	-30.6%	-	37.9%
力拓资源	0.4%	38.7%	1032.2%	74.2%
富时全股指数	0.3%	5.6%	104.4%	17.8%
弗里波特-麦克莫兰	0.2%	35.7%	1286.5%	67.7%
英美	-0.2%	30.0%	359.7%	89.9%
必和必拓有限公司	-0.9%	50.2%	424.7%	94.3%
伦丁矿业	-1.4%	26.8%	857.9%	171.7%
瓦莱（美国存托凭证）	-1.8%	18.5%	263.4%	78.1%
力拓集团	-2.9%	30.2%	270.4%	88.0%
必和必拓有限公司（美国存托凭证）	-3.2%	48.5%	372.3%	91.7%
嘉能可	-3.9%	40.8%	469.0%	102.2%
力拓集团（ADR）	-4.8%	28.8%	318.5%	85.2%
CMC	-6.0%	6.1%	601.8%	51.1%
阿尔戈马钢铁	-6.7%	15.4%	-	-29.8%
阿尔法金属资源公司	-6.8%	-6.4%	5283.5%	65.7%
战士遇煤	-7.3%	3.3%	620.9%	95.4%
拉马科资源	-7.3%	-21.4%	740.9%	29.6%
南32	-7.5%	29.2%	224.4%	61.1%
纽科	-7.8%	51.1%	842.9%	104.1%
克利夫兰岭	-8.2%	-4.7%	312.0%	64.9%
派博迪能源公司	-8.6%	-15.2%	696.1%	80.2%
核心自然资源	-9.1%	-5.1%	-	14.5%
钢动力（Göng Döngli）	-10.7%	49.4%	1734.3%	92.1%
阿勒科阿公司	-13.2%	12.6%	989.2%	109.7%

日内定价
来源: Factset, Jefferies

美联储本周的鹰派立场已抑制了金属和矿业的中期势头。

图9 - 摩根士丹利大宗商品价格预测

	Spot	杰弗里斯的预测							
		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	长期
基础金属（美元/磅）									
铝	1.54	1.11	1.19	1.71	1.70	1.65	1.60	1.60	1.40
铜（LME）	6.17	4.21	4.51	6.14	6.50	7.00	7.50	8.00	5.00
镍	8.08	7.64	6.88	8.36	8.16	7.75	7.75	7.75	8.00
Zinc	1.65	1.26	1.30	1.56	1.50	1.40	1.30	1.20	1.00
PGMs 和黄金（每盎司美元）									
铂金	1,703	955	1,281	1,925	1,800	1,500	1,300	1,200	1,200
钯	1,292	981	1,150	1,531	1,400	1,300	1,200	1,100	1,100
Gold	4,228	2,388	3,436	5,079	5,200	4,750	4,500	4,000	3,500
铁矿石（到中国成本加运费）（每吨美元）									
罚款（含62%铁）	99	108	99	99	95	90	90	90	90
煤炭（离岸价）（美元/吨）									
澳大利亚硬焦煤	244	240	190	234	235	225	225	225	220
澳大利亚动力煤（纽卡斯尔，6000大卡/公斤）	144	135	106	136	125	115	110	105	100

彭博社，杰富瑞估计

图10 - 全球矿业和钢铁可比估值，2025A-2027E

2026年6月18日			当前价格			P/E			市盈率/息税折旧摊销前利润			FCF收益率			股息收益率			P/NPV
公司	股票代码	评分	2025A	2026E	2027E	#	目标价	2025A	2026E	2027E		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
铜																		
英美	AAL LN购买		3995p	5000p	98.0x	25.5x	21.7x	11.8x	7.3x	6.6x		0.2%	2.1%	3.3%	0.4%	1.6%	1.8%	1.6x
安托法加斯塔	安东LN持		4169p	4500p	42.7x	25.6x	22.4x	16.5x	12.1x	10.7x		-1.8%	0.8%	1.9%	1.2%	1.4%	1.6%	1.5x
必和必拓有限公司	BHP LN 持有		3327p	3600p	19.1x	15.6x	14.3x	7.8x	6.6x	6.2x		4.0%	4.0%	5.0%	3.0%	3.5%	3.8%	1.2x
嘉能可	格伦+李 Buy		566p	720p	N/A	13.9x	11.9x	9.5x	6.0x	5.7x		0.9%	3.5%	6.8%	1.3%	2.3%	1.3%	0.9x
力拓集团	里约LN持仓		7589p	8500p	15.0x	10.3x	9.7x	7.4x	5.8x	5.4x		2.8%	6.4%	8.8%	4.0%	5.8%	6.2%	1.0x
黄金																		
阿勒科阿公司	美国AA Buy		\$59.65	\$100.00	15.8x	6.5x	6.4x	9.2x	4.2x	3.4x		3.9%	8.1%	12.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5x
必和必拓有限公司（英国存托凭证）	BHP 英国持仓	87.82 美元	96.00 美元	19.1倍	15.3倍	14.3倍		7.8x	6.6x	6.2x		4.0%	4.0%	5.0%	3.0%	3.5%	3.8%	1.2x
第一量子	FM CN 购	C\$43.72	C\$55.00	每/米	57.9x	10.5x		21.9x	11.5x	5.5x		3.2%	1.1%	8.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8x
弗里波特-麦克莫兰	FCX 美国买入		\$68.59	\$85.00	38.9x	21.9x	14.1x	16.8x	10.1x	7.7x		-0.2%	3.0%	7.2%	0.9%	0.8%	1.8%	1.2x
伦丁矿业	LIN CN 购买	C\$37.35	C\$52.00	29.4倍	20.7倍	17.1倍		13.9x	10.1x	8.7x		2.7%	4.7%	5.4%	0.6%	0.3%	0.3%	0.8x
力拓集团（ADR）	里奥美国持有	100.25 美元	114.00 美元	15.0倍	10.3倍	9.7倍		7.4x	5.8x	5.4x		2.8%	6.4%	8.8%	4.0%	5.8%	6.2%	1.0x
力拓资源	TECK.B CN 买入	C\$90.90	C\$113.00	29.3倍	16.4倍	16.6倍		11.4x	6.3x	5.7x		0.6%	5.2%	8.5%	0.6%	0.8%	1.6%	1.4x
瓦莱（美国存托凭证）	VALE US 购买		\$15.43	\$21.00	28.0x	7.6x	6.7x	5.1x	4.7x	4.6x		4.2%	5.9%	8.6%	5.2%	10.4%	6.1%	0.8x
亚太地区																		
必和必拓有限公司	BHP AU 持仓	65.04澳元	68.00澳元	19.9倍	16.2倍	14.9倍		8.1x	6.9x	6.4x		3.9%	3.9%	4.8%	2.9%	3.4%	3.7%	1.2x
MMG	1208 HK 持有	8.25 HK\$	10.00 HK\$	25.1x	9.2x	9.4x		6.6x	3.8x	3.6x		10.7%	9.1%	12.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8x
力拓集团	里奥黄金矿业公司（RIO AU）持有	澳元183.09澳元，澳元203.00澳元，19.2倍，13.2倍，12.4倍		9.3x	7.3x	6.8x		2.1%	5.0%	6.9%		3.1%	4.5%	4.8%				1.3x
锂矿工人																		
阿尔法金属资源 AMR 美股 持仓	193.37美元	195.00美元	每股	71.4倍	12.7倍			20.9x	11.5x	5.9x		0.8%	0.1%	7.7%	N/M	N/M	N/M	1.2x
核心自然资源	中车美国买入		\$86.60	\$110.00	N/M	28.8x	10.8x	10.2x	5.9x	4.0x		0.5%	7.4%	13.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.8x
派博迪能源公司	美式英热单位购买		\$25.02	\$40.00	N/M	18.7x	6.5x	6.4x	4.5x	2.4x		-2.5%	4.7%	16.4%	1.2%	1.2%	1.2%	0.6x
拉马科资源	美东时间买入		\$14.14	\$20.00	N/M	N/M	N/M	20.2x	16.6x	8.3x		-8.9%	-6.0%	7.9%	1.9%	0.0%	0.0%	0.8x
战士逻辑	HCC美国买入		\$90.83	\$120.00	84.0x	14.7x	8.0x	18.5x	7.6x	5.1x		-3.4%	4.5%	12.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.9x
钢铁生产商																		
阿尔马钢铁	ASTL CN 持仓	C\$6.52	C\$7.50	N/M	N/M	N/M		N/M	N/M	7.2x		-52.8%	6.3%	17.8%	1.5%	0.0%	0.0%	0.4x
克利夫兰-克利夫斯	CLF 美国持有	12.66美元	10.00美元/每桶/净值/净值	42.6倍				NM	11.8x	7.8x		-15.7%	-1.0%	4.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7x
CMC	CMC 美国买入		\$73.02	\$85.00	17.9x	10.4x	10.2x	8.4x	7.1x	6.4x		4.0%	9.9%	11.0%	1.0%	1.1%	1.1%	0.9x
纽科	NUE 美股买入	\$245.51	\$275.00	32.6倍	16.8倍	16.2倍		14.6x	9.3x	8.6x		-0.3%	4.6%	7.3%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9x
钢动力（Gang Dongli）	STLD 美股买入	\$252.12	\$310.00	31.4倍	17.1倍	16.5倍		18.9x	10.9x	9.9x		1.4%	6.0%	6.7%	0.8%	0.8%	0.9%	1.1x

来源：FactSet, Jefferies
日内定价

公司估值/风险

本报告所推荐公司的重要披露信息，请访问我们的网站：[https://javatar.bluematrix.com/sellside/ Disclosures.action](https://javatar.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action) 或者致电212. 284. 2300。

分析师认证：

我，克里斯托弗·拉费明纳（CFA），证明本研究报告中所表达的所有观点准确地反映了我对相关证券（或公司）的个人看法。我还证明，我的任何薪酬部分，现在或将来，均未直接或间接地与本研究报告中表达的具体建议或观点相关。

我，帕特丽夏·霍夫（Patricia Hove），特许金融分析师（CFA），证明本研究报告中所表达的所有观点均准确反映了我对相关证券（及/或）相关公司的个人看法。我还证明，我的任何薪酬部分，现在或将来，均未直接或间接地与本研究报告中表达的具体建议或观点相关。

我，阿尔伯特·雷阿里尼，注册会计师（CPA），证明本研究报告中所表达的所有观点均准确反映了我对相关证券（或相关公司）的个人看法。我还证明，我的任何薪酬部分，现在或将来，均未直接或间接地与本研究报告中表达的具体建议或观点相关。

我，亚历山大·里克德，证明本研究报告中所表达的所有观点准确地反映了我对相关证券（及/或）相关公司的个人看法。我还证明，我的任何薪酬部分，现在或将来，均未直接或间接地与本研究报告中表达的具体建议或观点相关。

我，乔瓦尼·霍姆斯，特此证明，本研究报告中所表达的所有观点均准确反映了我对相关证券（或相关公司）的个人看法。我还特此证明，我的任何薪酬部分，现在或将来，均未直接或间接地与本研究报告中表达的具体建议或观点相关。

非美国分析师注册：Giovanni Holmes受雇于Jefferies International Limited, Jefferies LLC的非美国附属公司，其并非FINRA注册/合格的证券分析师。该分析师可能并非Jefferies LLC（FINRA会员公司）的关联人士，因此可能不受FINRA规则2241的约束，也不受与研究分析师所持证券相关的与标的公司沟通、公开露面等方面的限制。

与所有Jefferies员工一样，负责本报告所述金融工具覆盖的分析师的部分薪酬基于公司整体业绩，包括投资银行业务收入。我们力求根据适当情况更新我们的研究，但各种法规可能阻止我们这样做。除了定期发布的某些行业报告外，大部分报告将根据分析师的判断，在不规则的时间间隔内发布。

投资建议记录

《MAR》第3条第1款e项和第7条

推荐已发布 推荐已分发	2026年6月18日 下午4点49分
	2026年6月19日 凌晨1点

公司特定披露

哈米什·威尔特希尔（Hamish Wiltshire）持有必和必拓集团有限公司（ASX: BHP）的股权。

杰弗里金融集团及其关联公司或子公司在英美资源集团的证券或存托凭证上做市。
杰弗里金融集团及其关联公司或子公司在安托法加斯塔的证券或存托凭证上做市。
杰弗里金融集团及其关联公司或子公司在嘉能可的证券或存托凭证上做市。
杰弗里金融集团及其关联公司或子公司在阿塞洛米塔尔集团的证券或存托凭证上做市。
杰弗里金融集团及其关联公司或子公司在力拓集团的证券或存托凭证上做市。

杰弗里金融集团股份有限公司、其附属公司或子公司正在作为经理或共同经理，参与阿尔戈马钢铁集团股份有限公司或其附属公司证券的承销或配售。

在过去12个月内，杰弗里金融集团及其关联公司或子公司已从Algom获得投资银行服务的报酬。

钢铁集团股份有限公司

在过去12个月内，Jefferies金融集团及其关联公司或子公司已从克利夫兰-克利夫公司获得投资银行服务的报酬。

杰弗里斯金融集团股份有限公司、其关联公司或子公司正在担任克利夫兰-克利夫公司或其关联公司证券承销或配售的管理人或共同管理人。

杰弗里斯金融集团股份有限公司、其关联公司或子公司在过去十二个月内曾作为经理或共同经理，为克利夫兰-克利夫公司或其关联公司承销或分销证券。

杰弗里金融集团股份有限公司、其关联公司或子公司在过去十二个月内曾作为管理人或共同管理人，为科瑞自然资源股份有限公司或其关联公司承销或分销证券。

在过去12个月内，Jefferies金融集团及其关联公司或子公司已从摩根大通的投资银行服务中收到报酬。

量子

在过去十二个月内，First Quantum一直是Jefferies Financial Group Inc. 及其关联公司或子公司的投资银行服务客户。

正在提供或已提供

杰弗里斯国际有限公司、其关联公司或子公司在过去12个月内曾与富量子子公司签订过提供投资服务的协议。

本报告所推荐公司的重要披露信息，请访问我们的网站：<https://javatar.bluematrix.com/sellside/ Disclosures.action> 或者致电212. 284. 2300。

杰弗里斯评级说明

买入 - 描述我们预期在12个月内提供总回报（价格增值加上收益）达到15%或更高的证券。

持有 - 描述我们预期在12个月内提供总回报（价格增值加上收益）在+15%或-10%之间的证券。

表现不佳 - 指我们在12个月内预期其总回报（价格上涨加上收益）为负10%或更低的证券。

预期评级为买入的证券（其平均证券价格持续低于10美元）的总回报率（价格上涨加上收益）在12个月内为20%或更高。

由于这些公司通常比整体股市波动性更大，因此评级为持有（Hold）的证券在平均证券价格持续

低于10美元，预期总回报（价格增值加上收益）在12个月内为正负20%。对于被评为表现不佳的证券，

平均安全价格持续低于10美元，预期12个月内总回报（价格增值加上收益）为负20%或更低。

NR - 投资评级和目标价已被临时暂停。此类暂停符合相关法规和/或Jefferies的要求。

政策

CS - 覆盖暂停。Jefferies已暂停对该公司的覆盖。

NC - 不涵盖。Jefferies 不覆盖该公司。

受限 - 描述在摩根士丹利参与某些交易的情况下，由于公司政策或适用的证券法规禁止某些类型的沟通（包括投资建议），因此禁止向某些发行人提供沟通服务的情形。

监控股 - 指其公司基本面和财务状况正在被监控的证券，且不提供任何财务预测或对公司投资价值的意见。

评估方法

杰富瑞评级方法可能包括以下因素：市值、到期日、成长/价值、波动性以及未来12个月的预期总回报。目标价位基于多种方法，可能包括但不限于市场风险分析、增长率、收入流、折现现金流（DCF）、EBITDA、每股收益（EPS）、现金流（CF）、自由现金流（FCF）、EV/EBITDA、市盈率（P/E）、PE/增长率、P/CF、P/FCF、溢价（折价）/平均组EV/EBITDA、溢价（折价）/平均组市盈率、分部估值法、净资产价值、股息回报以及未来12个月的净资产收益率（ROE）。杰富瑞品牌精选

杰富瑞精选股包括我们股权分析师在12个月内提出的最佳股票建议中的股票选择。股票选择基于基本面分析，并可能考虑分析师信心、差异化分析、有利的风险/回报比以及杰富瑞分析师推荐的投资主题等因素。杰富瑞精选股将仅包括买入评级股票，具体数量会根据分析师的纳入建议而变化。股票将在新机会出现时被添加，并在纳入原因改变、股票达到预期回报、不再获得买入评级和/或触发止损时被移除。标准普尔指数120天波动率处于最低四分之一的股票将继续维持15%的止损位，其余股票将设定20%的止损位。精选股并非旨在代表推荐的股票组合，也不是按行业划分，但我们可能会指出我们认为某个精选股属于哪种投资风格，例如成长型或价值型。

可能阻碍我们实现价格目标的风险

本报告旨在供一般参阅，并不提供针对个别投资者的投资建议。因此，本报告中讨论的金融工具可能并非适合所有投资者，投资者必须根据自身的具体投资目标和财务状况，并视需要利用其自身的财务顾问，自行做出投资决策。本报告推荐之金融工具的过往业绩不应被视为对未来结果的指示或保证。本报告中提到的任何金融工具的价格、价值及收入均可能上涨或下跌，并可能受到经济、金融和政治因素变化的影响。如果某金融工具以投资者本国货币以外的货币计价，汇率变动可能对报告所述金融工具的价格、价值或收入产生不利影响。如价格以非美元货币显示，请注意，我们的本币价格目标基于此前一交易日的汇率进行货币转换（除非另有注明）。若该日期后的汇率出现波动，将影响非美元目标价格，且不应再被依赖。此外，投资于ADR等其价值受基础证券货币影响的证券的投资者，实际上承担了货币风险。

本报告中提到的其他公司

- 阿尔科（AA：59.37美元，买入）

• Algoma Steel Group Inc (ASTL CN: C\$6.38, 持平) • Alpha Metallurgical Resources, Inc. (AMR: \$185.77, 持平) • Alphabet, Inc. (GOOGL: \$368.03, 买入) • Anglo American (AAL LN: p3,995.00, 买入) • Antofagasta (ANTO LN: p4,169.00, 持平) • ArcelorMittal (MT: \$63.41, 买入) • ArcelorMittal (MT NA: €55.86, 买入) • BHP Group Ltd (BHP: \$87.87, 持平) • BHP Group Ltd (BHP AU: AUD62.59, 持平) • BHP Group Ltd (BHP LN: p3,327.00, 持平) • Capstone Copper Corp (CS CN: C\$15.23, 买入) • Cleveland-Cliffs Inc (CLF: \$12.28, 持平) • Commercial Metals Co. (CMC: \$72.36, 买入) • Core Natural Resources, Inc (CNR: \$83.57, 买入) • First Quantum (FM CN: C\$43.31, 买入) • Freeport-McMoRan (FCX: \$68.68, 买入) • Glencore (GLEN LN: p566.00, 买入) • Grupo Mexico, S.A.B. de C.V. (GMEX ICOB MM: MXN214.67, 持平) • Ivanhoe Electric Inc (IE: \$11.40, 买入) • Lundin Mining Corp (LUN CN: C\$37.49, 买入) • MMG Limited (1208 HK: HK\$8.25, 持平) • Nucor Corp. (NUE: \$243.83, 买入) • Peabody Energy (BTU: \$24.80, 买入) • Ramaco Resources, Inc. (METC: \$13.99, 买入) • Rio Tinto (RIO LN: p7,589.00, 持平) • Rio Tinto (RIO AU: AUD178.55, 持平) • Rio Tinto (RIO: \$100.08, 持平) • South32 Limited (S32 AU: AUD4.15, 买入) • South32 Limited (S32 LN: p226.00, 买入) • Steel Dynamics, Inc. (STLD: \$249.91, 买入) • Teck Resources Limited (TECK/B CN: C\$91.02, 买入) • Vale (VALE: \$15.42, 买入) • Warrior Met Coal, Inc. (HCC: \$90.58, 买入)

评分分布			IB服务/过去12个月		JIL市场营销部/过去12个月	
	数	百分比	数	百分比	数	百分比
BUY	2214	62.31%	383	17.30%	112	5.06%
HOLD	1178	33.16%	107	9.08%	20	1.70%
表现不佳	161	4.53%	1	0.62%	1	0.62%

其他重要披露

其他重要披露

高盛的业务范围涵盖与其研究报告涉及的公司进行交易，并期望从这些公司获得投资银行业务等活动的报酬。因此，投资者应注意高盛可能存在利益冲突，从而影响本报告的客观性。投资者应将本报告视为其投资决策的单一因素。

高盛股票研究是指由以下高盛金融集团（“高盛”）公司雇佣的分析师出具的研究报告：美国：高盛有限责任公司，该公司是美国证券交易委员会（SEC）注册的经纪自营商，也是FINRA的成员（并且由高盛研究服务有限责任公司，一家美国证券交易委员会注册的投资顾问，向单独支付此类研究费用的客户分发研究报告）。

加拿大：Jefferies证券公司，该公司是在加拿大的十三个司法管辖区均注册的投资商，也是加拿大投资监管组织的交易商成员，包括由Jefferies证券公司与其他Jefferies实体联合制作（并由Jefferies证券公司发行）的研究报告。

当Jefferies证券公司（Jefferies Securities Inc.）分销由Jefferies有限责任公司（Jefferies LLC）、Jefferies国际有限公司（Jefferies International Limited）、Jefferies日本株式会社（Jefferies Japan Company Limited）或Jefferies印度私有限公司（Jefferies India Private Limited）制作的研究报告时，我们建议您注意：Jefferies有限责任公司、Jefferies国际有限公司、Jefferies日本株式会社和Jefferies印度私有限公司根据加拿大国家指令第31-103号《注册要求、豁免和持续注册人义务》（National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations）中的豁免规定，在其管辖区域内从事交易商业务，因此，Jefferies有限责任公司、Jefferies国际有限公司、Jefferies日本株式会社和Jefferies印度私有限公司均无需，且并非其管辖区域内的注册交易商或顾问。我们建议您注意：如果是由Jefferies有限责任公司或Jefferies国际有限公司编制本研究报告，则该报告并非根据加拿大关于加拿大研究报告的披露要求编制的。

英国：杰弗里斯国际有限公司，由金融市场行为监管局授权和监管；注册于英格兰和威尔士，注册号：1978621；注册办公地址：伦敦百灵门100号，EC2N 4JL；电话：+44（0）20 7029 8000；传真：+44（0）20 7029 8010。
德国：Jefferies GmbH，由德国联邦金融监管局（BaFin）授权监管，BaFin编号：10150151；注册地址：德国法兰克福60323波普海默路24号；电话：+49（0）69 719 1870

香港：香港杰富瑞有限公司，获香港证券及期货事务监察委员会颁发ATS546编号之牌照；位于香港中环金钟道8号国际金融中心26楼；电话：+852 3743 8000。

新加坡：由新加坡金融管理局授权的Jefferies新加坡有限公司；地址：新加坡049315, Ocean Financial Centre, Collyer Quay #41-01；电话：+65 6551 3950。

日本：Jefferies Japan Company Limited，由日本金融厅注册的证券公司，为日本证券经销商协会成员；位于东京千代田区二番町1-1-2御茶之水三井大厦中庭30F，电话+8 13 5251 6100，传真+813 5251 6101。

印度：Jefferies印度私人有限公司（CIN - U74140MH2007PTC200509），获得印度证券交易委员会授权，授权范围为：股票经纪（NSE & BSE）INZ000243033、研究分析师IN H000000701以及投资银行家INM000011443，位于印度孟买400 021 Nariman Point Express Towers 16楼；电话+91 22 4356 6000。合规官姓名：Sanjay Pai，电话：+91 22 42246150，邮箱： spai@jefferies.com 投诉官员姓名：Sanjay Pai，电话：+91 22 42246150，邮箱： 合规印度@jefferies.com 塞浦路斯证券交易委员会（SEBI）的注册和NISM的认证在任何情况下都不能保证中介机构的业绩，也不向投资者提供任何回报保证。

澳大利亚：Jefferies（澳大利亚）有限公司（ACN 623 059 898），持有澳大利亚金融服务牌照（AFSL 504712），位于新南威尔士州悉尼马丁广场60号20层；电话：+61 2 9364 2800。
迪拜：由迪拜金融服务管理局（DFSA）授权（授权号F007325）的Jefferies International Limited迪拜分行；注册办公地址：位于迪拜国际金融中心（DIFC）的ICD Brookfield Pace 31楼L31-06、L31-07单元，邮政编码PO Box 121208，阿联酋迪拜。

本报告由与Jefferies（Jefferies证券公司、Jefferies国际有限公司、Jefferies GmbH、Jefferies香港有限公司、Jefferies新加坡有限公司、Jefferies日本株式会社、Jefferies印度私有限公司）及Jefferies（澳大利亚）私人有限公司有关的人员编制；或由同时与Jefferies有限责任公司（Jefferies LLC）和Jefferies研究服务有限责任公司（“JRS”）有关的人员编制。Jefferies LLC是美国注册的证券商和交易商，并与JRS有关联，JRS是美国注册的投资顾问。JRS不创建定制化或个性化的研究，JRS提供的所有研究都是非个性化的。如果您是单独为此项研究付费，则该研究是由JRS提供的。否则，该研究是由Jefferies LLC提供的。Jefferies LLC、JRS及其关联公司以下统称为“Jefferies”。Jefferies可能希望与本报告涵盖的公司进行业务往来。因此，投资者应注意Jefferies可能存在利益冲突，从而可能影响本报告的客观性。投资者应将本报告视为其投资决策众多因素中的一种。具体的利益冲突及其他根据FINRA（美国金融业监管局）、加拿大投资监管机构及其他规则要求披露的信息，在本披露部分予以列明。

如果您是而非美国Jefferies实体收到此报告，请注意以下事项：除非美国1933年证券法（经修订）的S条例禁止，本材料由Jefferies LLC在美国分发，该公司根据美国1934年证券交易法（经修订）第15a-6条的规定对其内容负责。任何美国人或代表美国人进行的交易只能通过Jefferies LLC进行。在英国和欧洲经济区内，本报告由Jefferies International Limited（“JIL”）和/或Jefferies GmbH签发和/或批准分发，仅限于具有（或被评估为具有）适当专业经验和专业知识的人员使用，或仅限于可以合法分发给其他人员的人员。Jefferies LLC、JIL、Jefferies GmbH及其附属公司，可在本报告中提到的金融工具中进行做市或提供流动性；且当它们进行做市时，此类活动将在本报告的“公司特定披露”部分中特别披露。

对于加拿大投资者而言，本材料仅供专业投资者或机构投资者使用。本材料中提及或描述的任何投资或投资服务均不可向任何其他人或加拿大境内不属于《国家指令第31-103号——注册要求、豁免和持续注册人义务》（如适用）所定义的“受许客户”的人提供。本研究报告仅一般性地讨论一项或多项证券的优缺点和风险，绝无任何方式针对任何接收人的需求或情况进行调整之意。本材料中包含的信息并非，且在任何情况下均不应被视为对在本材料中描述的证券的出售要约，或在加拿大或其任何省或地区进行购买该证券的招股要约。在本材料中描述的证券在加拿大进行的任何要约或出售，将仅在适用的情况下，根据豁免向相关加拿大证券监管机构提交招股书的义务，并且仅由根据适用证券法律正当地注册的经销商进行，或者，根据在加拿大做出此类要约或出售的相关省或地区的经销商注册要求豁免进行。本材料中包含的信息在任何情况下均不应被视为加拿大任何省或地区的投资建议，且并非针对接收人的需求进行调整。在本材料中包含的信息，如果涉及在加拿大或其一个省或地区根据加拿大法律或该省或地区的法律组建、成立或创建的发行人的证券，则通过加拿大注册的经销商进行此类证券的任何交易均必须进行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查本研究报告、本材料中包含的信息或本材料中描述的证券的优缺点，且任何与此相反的陈述均属违法行为。

In Singapore, Jefferies Singapore Limited (“JSL”) is regulated by the Monetary Authority of Singapore. For investors in the Republic of Singapore, where this material is prepared and issued by a Jefferies affiliate outside of Singapore, it is distributed by JSL pursuant to Regulation 32C of the Financial Advisers Regulations. The material contained in this document is intended solely for accredited, expert or institutional investors, as defined under the Securities and Futures Act 2001 (Singapore). If there are any matters arising from, or in connection with this material, please contact JSL, located at 80 Raffles Place #15-20, UOB Plaza 2, Singapore 048624, telephone: +65 6551 3950. In Dubai, this material is issued and distributed by Jefferies International Limited, Dubai branch, and is intended solely for Professional Clients and should not be distributed to, or relied upon by, Retail Clients (as defined by DFSA). A distribution of ratings in percentage terms in each sector covered is available upon request from your sales representative. In Japan, this material is issued and distributed by Jefferies Japan Company Limited to institutional investors only. In Hong Kong, this report is issued and approved by Jefferies Hong Kong Limited and is intended for use only by professional investors as defined in the Hong Kong Securities and Futures Ordinance and its subsidiary legislation. In the Republic of China (Taiwan), this report should not be distributed. The research in relation to this report is conducted outside the People’s Republic of China (“PRC”). This report does not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any securities in the PRC. PRC investors shall have the relevant qualifications to invest in such securities and shall be responsible for obtaining all relevant approvals, licenses, verifications and/or registrations from the relevant governmental authorities themselves. In India, this report is made available by Jefferies India Private Limited. In Australia, this report is issued and/or approved for distribution by, or on behalf of, Jefferies (Australia) Securities Pty Ltd (ACN 610 977 074), which holds an Australian financial services license (AFSL 487263). It is directed solely at wholesale clients within the meaning of the Corporations Act 2001 (Cth) of Australia (the “Corporations Act”), in connection with their consideration of any investment or investment service that is the subject of this report. This report may contain general financial product advice. Where this report refers to a particular financial product, you should obtain a copy of the relevant product disclosure statement or offer document before making any decision in relation to the product. Recipients of this document in any other jurisdictions should inform themselves about and observe any applicable legal requirements in relation to the receipt of this document. This report is not an offer or solicitation of an offer to buy or sell any security or derivative instrument, or to make any investment. Any opinion or estimate constitutes the preparer’s best judgment as of the date of preparation, and is subject to change without notice. Jefferies assumes no obligation to maintain or update this report based on subsequent information and events. Jefferies, and their respective officers, directors, and employees, may have long or short positions in, or may buy or sell any of the securities, derivative instruments or other investments mentioned or described herein, either as agent or as principal for their own account. This material is provided solely for informational purposes and is not tailored to any recipient, and is not based on, and does not take into account, the particular investment objectives, portfolio holdings, strategy, financial situation, or needs of any recipient. As such, any advice or recommendation in this report may not be suitable for a particular recipient. Jefferies assumes recipients of this report are capable of evaluating the information contained herein and of exercising independent judgment. A recipient of this report should not make any investment decision without first considering whether any advice or recommendation in this report is suitable for the recipient based on the recipient’s particular circumstances and, if appropriate or otherwise needed, seeking professional advice, including tax advice. Jefferies does not perform any suitability or other analysis to check whether an investment decision made by the recipient based on this report is consistent with a recipient’s investment objectives, portfolio holdings, strategy, financial situation, or needs.

提供本报告，既非JRS也非任何其他Jefferies实体，均不对接收方资产的管理拥有任何授权、自由裁量权或控制权。接收方基于本报告中的信息所采取的任何行动，均由接收方自行判断并承担风险。接收方必须对其任何潜在投资进行独立的审阅。如果接收方在使用Jefferies LLC（或其他关联经纪商）的服务时，涉及购买或出售本材料所述的证券，该经纪商可能以自身账户的名义行事，或代表另一方行事。只有JRS在SEC注册为投资顾问；因此，Jefferies LLC或任何其他Jefferies关联机构在涉及本报告的分发方面，均无任何信托责任。

所提及的投资的价格和价值以及其产生的收入可能会有波动。过去的表现并非未来表现的指引，未来的回报并不保证，且可能发生原始资本的损失。汇率波动可能会对某些投资的价值或价格，或其产生的收入产生不利影响。

本报告可能包含前瞻性陈述，这些陈述可能受到不准确的假设或已知或未知的风险、不确定性以及其他重要因素的影响。因此，该金融产品的实际结果、事件、表现或成就可能与报告中表述或暗示的内容存在实质性差异。

本报告独立于本报告中提到的任何证券发行人，亦不代表任何证券发行人。任何证券研究人员均无权代表发行人作出任何陈述或保证。本报告中的任何评论或声明均为编制本报告的Jefferies实体的观点，并可能与其他Jefferies实体的观点存在差异。

本报告可能包含从第三方获取的信息，包括来自标准普尔等信用评级机构的评级，以及从第三方或专有生成式人工智能（Gen AI）模型中衍生出的信息。Jefferies不保证该信息的准确性、完整性、及时性或可用性，也不对任何错误或遗漏（无论是否因疏忽造成）或使用该内容所获得的结果负责。Jefferies或任何第三方内容提供方（包括Gen AI模型提供方）均不提供任何明示或暗示的保证，包括但不限于任何商品性保证或适用于特定目的或用途的保证。无论何种原因，Jefferies或任何第三方内容提供方均不对因使用其内容（包括评级）而产生的任何直接、间接、偶然、示范性、补偿性、惩罚性、特殊或后果性损害赔偿、费用、支出、律师费或损失（包括收入或利润损失和机会成本）承担责任。信用评级是意见陈述，并非事实陈述或买卖证券的建议。它们不涉及证券的适用性或证券的投资目的适用性，不应被视为投资建议。未经相关第三方事先书面许可，禁止以任何形式复制和分发第三方内容。

杰富瑞的研究报告以电子形式传播并提供，在某些情况下也以印刷形式提供。电子研究报告会同时提供给所有客户。本报告或其任何部分未经杰富瑞事先书面同意，不得由接收方或任何第三方以内容抓取或提取、自动化处理或任何其他形式或方式复制、转载、销售、重新分发或披露。任何未经授权的使用均被禁止。杰富瑞或其各自的董事、高管或员工不对任何投资的财务成功做出保证，也不对因使用本报告或其内容而产生的任何直接、间接或后果性损害或损失承担任何责任。本文件中的任何内容均不得解释为放弃杰富瑞根据适用的美国联邦或州证券法律所承担的任何责任。

就与JRS相关的重要信息披露信息，请参阅 https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=483878 and <https://adviserinfo.sec.gov/Firm/292142> 或访问我们的网站：<https://javatar.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>，或者 www.jefferies.com 或致电 1.888.JEPPERIES。© 2026 Jefferies