

能源革命，大国博弈

——2026年金属行业年度投资策略

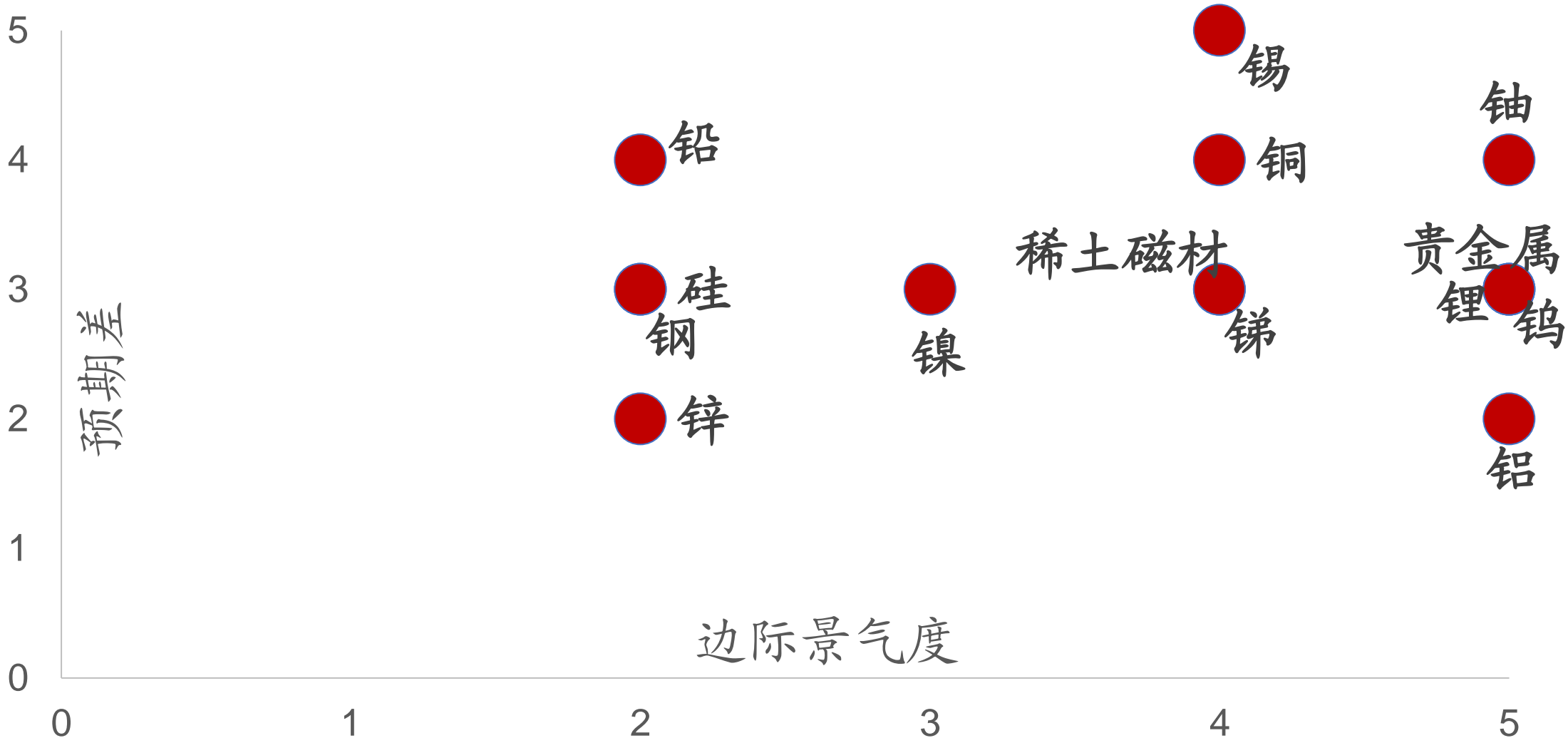
行业评级：看好
2025年12月4日

分析师	沈皓俊	分析师	王南清	分析师	何玉静	分析师	沈家悦
邮箱	shenhaojun@stocke.com.cn	邮箱	wangnanqing@stocke.com.cn	邮箱	shenhaojun@stocke.com.cn	邮箱	shenjiayue@stocke.com.cn
证书编号	S1230523080011	证书编号	S1230523100001	证书编号	S1230525070004	证书编号	S1230525080013
研究助理：张轩							

- **回顾2025年，全球政治、经济局势愈加动荡，我们面对的是百年未有之大变局。** 2025年全球主要经济体的内外政策开始进入实质性调整与碰撞阶段，俄乌/中东等冲突常态化、大国博弈纵深化，加大了全球供应链断裂风险——将“安全”置于“成本”之上，全球经济延续弱增长态势。欧美开启了降息周期，但主要为应对经济放缓而非刺激繁荣。
- **展望2026年：这轮商品超级大周期进程或还未过半，与过去基建地产驱动的周期不同之处在于，这轮需考虑“大国博弈”这一时代背景，从而拉长进程。重点关注去美元化、“反内卷”进程、供应链重构。美元走弱大周期下大宗价格水涨船高+金属供给扰动频发，继续看好金属牛市延续。**
 - **主线一：能源革命。** 绿色工业革命和电力消费时代带来了产业趋势性投资机遇，从新能源汽车到储能、固态、人形机器人、AI等，金属作为能源转型与产业变革的核心载体，迎来需求重构与价值重估的黄金周期。重点关注：**能源金属（锂/钴/镍）、铜/铝、铀。**
 - ✓ **能源金属（锂/钴/镍）：**刚果配额制，钴价维持高位；储能需求超预期使锂价迎来年度拐点；镍系破晓前夕的蛰伏，或迎供给侧利好。
 - ✓ **铜：**金融属性+商品属性双向正向催化，电力消费+战略自主对铜的需求及库存提出更高的要求，矿端供应不足长期难解。
 - ✓ **铝：**供给紧约束进入平台期，需求强释放进入启动期，低库存下铝价有望跳出过去三年的区间震荡，进入需求催化的主升浪。
 - ✓ **天然铀：**核心矛盾在于远期需求增长叙事不断强化，而供给端的增长困难被低估，新一轮采购潮或已在途，铀价看长牛。
 - **主线二：大国博弈。** 国际经贸摩擦、地缘政治动荡加剧使得全球供应链加速分化与重构，战略金属作为我们2025年度策略报告提出的主线，未来几年继续看好，各品种将轮番演绎。重点关注：**黄金/白银、战略金属（稀土磁材/钨/锡/锑/锆/铀）。**
 - ✓ **贵金属：**黄金中期逻辑在于美元信用走弱，是新旧秩序切换最佳价值载体，降息系催化。成本是慢变量，黄金矿企盈利加速走阔。
 - ✓ **稀土磁材：**资源充足&意志坚决≠供给释放，产业链并非一日之功。战略属性价值延续，继续看好板块迎来盈利和估值共振修复。
- **建议关注：** **锂：**赣锋锂业，中矿资源，盐湖股份，盛新锂能； **钴：**华友钴业、力勤资源； **贵金属：**紫金黄金国际，山东黄金，赤峰黄金，盛达资源； **铜：**紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、中国有色矿业； **铝：**云铝股份、中国宏桥、神火股份、天山铝业、南山铝业、创新实业； **稀土磁材：**中国稀土、中稀有、北方稀土、金力永磁； **铀：**中广核矿业； **锡/锑：**华锡有色、锡业股份； **钢铁：**南钢股份、华菱钢铁、久立特材、翔楼新材。

风险提示：金属价格大幅波动；下游需求修复不及预期；行业供给超预期。

金属板块各子领域景气度、预期差点阵图



目录

CONTENTS

1

2025年复盘

2

2026年度行业机会挖掘

3

选股思路

4

关注标的

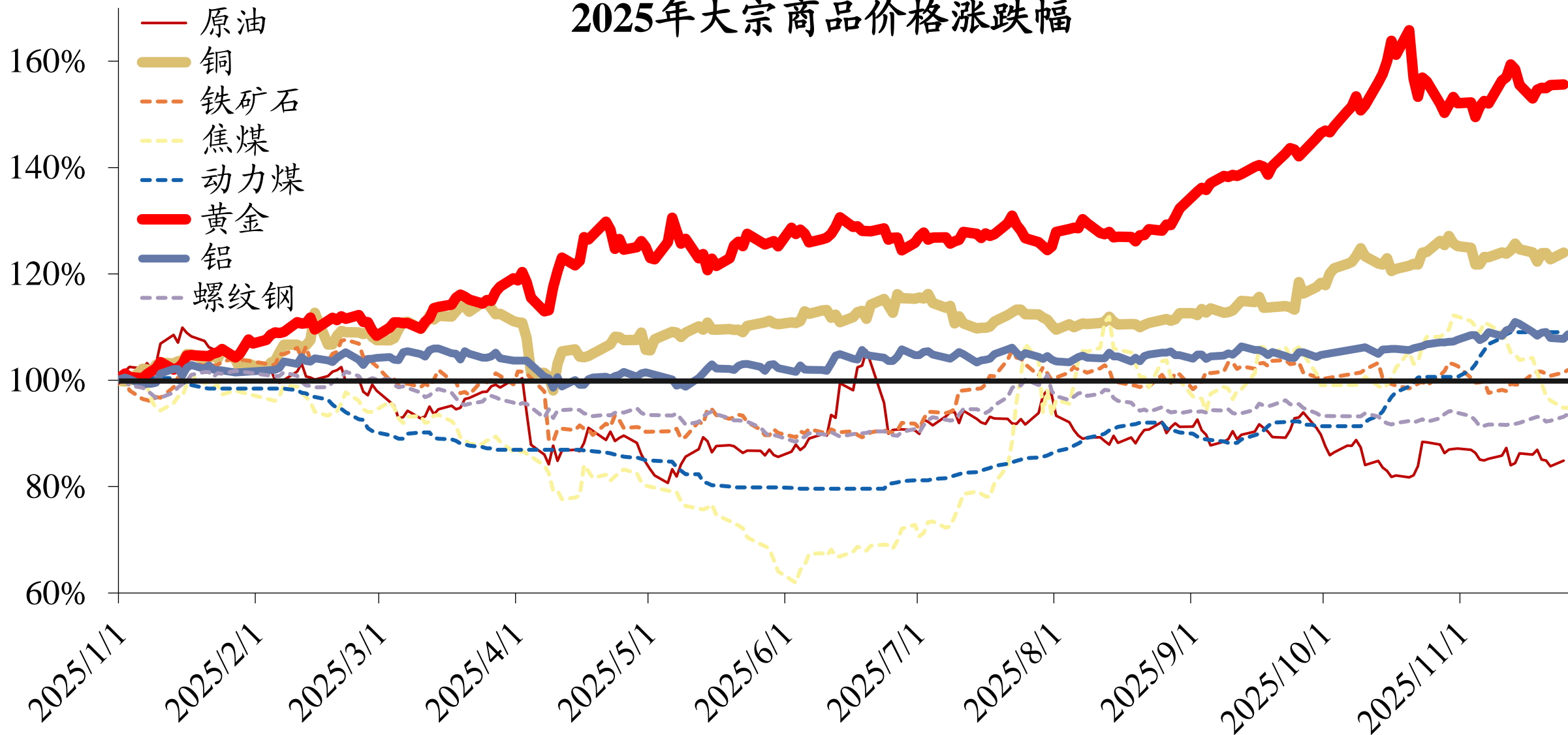
1

2025年复盘

- **回顾2025年，全球政治、经济局势愈加动荡，我们面对的是百年未有之大变局。** 2025年全球主要经济体的内外政策开始进入实质性调整与碰撞阶段，俄乌/中东冲突常态化、大国博弈纵深化，加大了全球供应链断裂风险——将“安全”置于“成本”之上，全球经济延续弱增长态势。欧美开启了降息周期，但主要为应对经济放缓而非刺激繁荣。
- **有色金属指数行业指数涨幅Top1/31，但板块内部有所分化。** 截止12月2日，申万有色金属行业指数本年度涨幅73.8%，沪深300指数涨幅15.7%，上证A股指数涨幅16.3%，有色行业指数跑赢上证指数57.5pct。全年金属价格整体上处在高位运行，但细分来看，有色板块内部出现分化：
 - ◆ **贵金属：** 全年呈现上涨-震荡-再上涨的走势。1-4月交易特朗普关税政策与美元信用下行，4-8月因利好交易充分震荡，9月后因降息与美联储转鸽继续上行。
 - ◆ **工业金属：** 4月关税影响下回调后全年普涨。3-5月第一轮上涨来自供需表现超预期；后4月关税预期下价格暴跌；8-10月，美联储鸽派发言+美联储降息周期开启+国内政策刺激，价格逐步进入主升浪；11月-12月，美国降息预期反复，价格处于震荡。
 - ◆ **能源金属：** 7月以来，受储能需求持续超预期，锂行业整体处于去库状态，锂价底部已走出，Q4预计8-10万宽幅震荡。钴价自刚果金禁止出口以来，钴价中枢逐步抬升，9月配额细节出台以后，价格维持40万震荡。
 - ◆ **小金属：** 供给强约束仍是各品种的主导叙事，需求侧整体景气向上，价格中枢持续抬升，伴随出口管制政策加码、大国博弈加剧，战略资源显著加快各品种价值重估。
 - ◆ **稀土：** Q1，供需支撑稀土价格温和上涨；Q2，战略属性锋芒毕露拔估值；Q3，国内外政策多重共振，稀土价格快速上涨；Q4，战略相持新常态下，稀土价格跟随管制政策波动。
- **随着主要大国争夺关键资源能源、确保安全供应及主导能源结构转型的博弈不断升级，叠加供给扰动频发，粮食、金属矿产资源等全球初级产品的供求持续处于严重失衡状态，初级产品价格波动风险和供应链风险更加凸显。** 此外，受应对气候变化等因素影响，资源能源的低碳化、绿色化发展成为潮流。低碳经济发展继续推升对铜、锂、稀土等的需求，并加剧大国对稀有资源的争夺。

资金配置视角看大宗：“多有色、空黑色”、“衰退交易”、“反内卷”的切换

2025年大宗商品价格涨跌幅





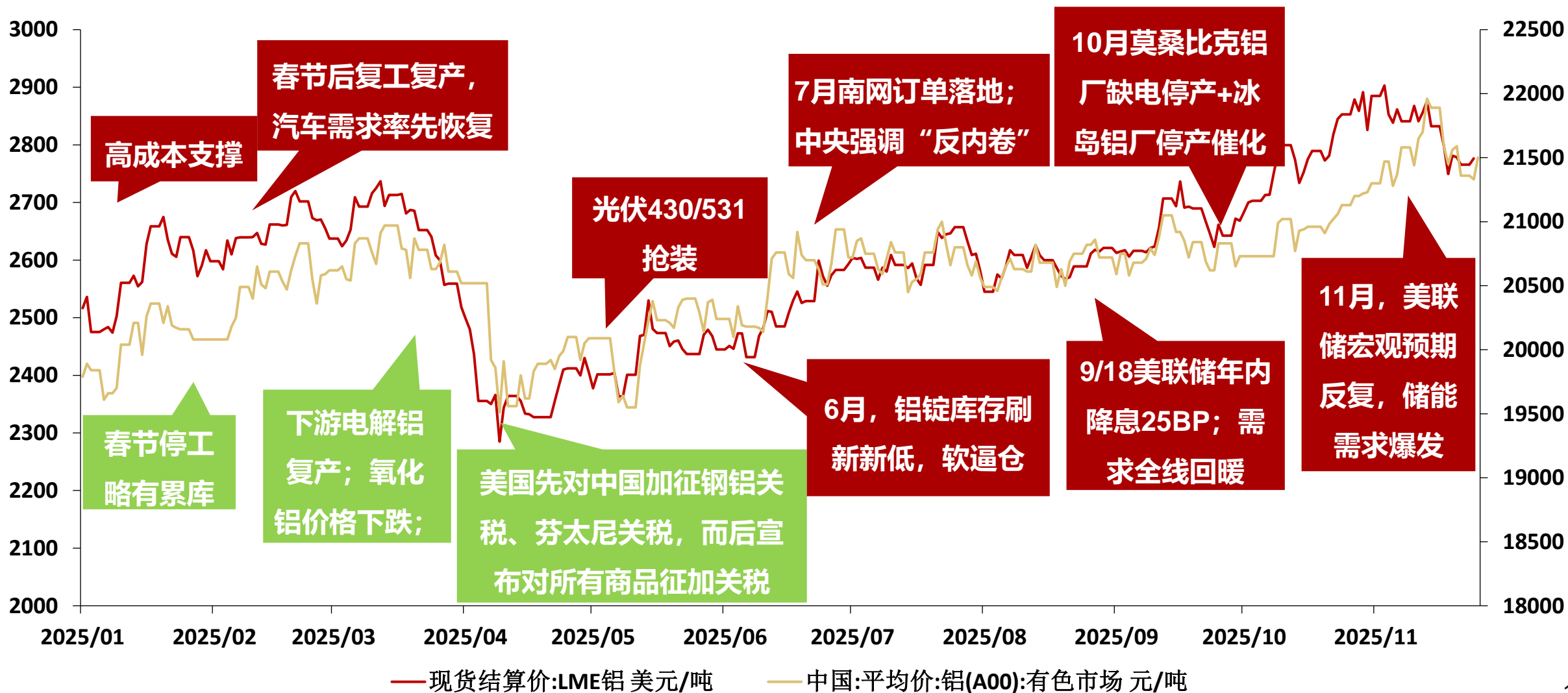
1.2 2025年复盘——铜：矿山事故频发，降息/关税为关键节点

图：LME铜价（关税预期创造年内低点，矿山事故+美国抢运+降息落地形成有利反弹）



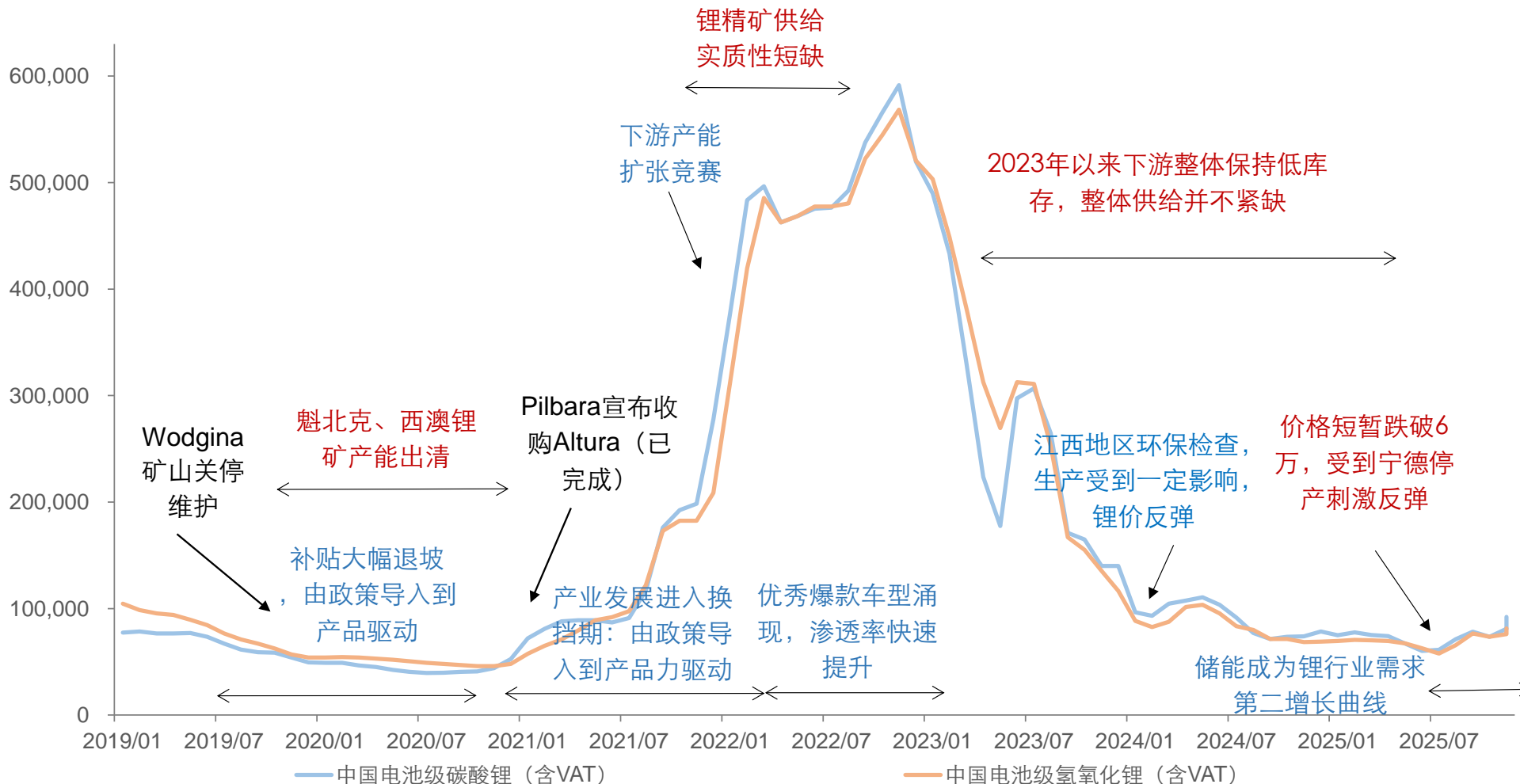
资料来源: Wind, iFind, SMM, 浙商证券研究所注: 数据截止2025年11月13日

图：LME铝价（关税预期创造年内低点，低库存状态下季节性回调被熨平）



➤ 由于今年以来，储能电池出货量超预期大涨，锂价逐步走出底部区间。

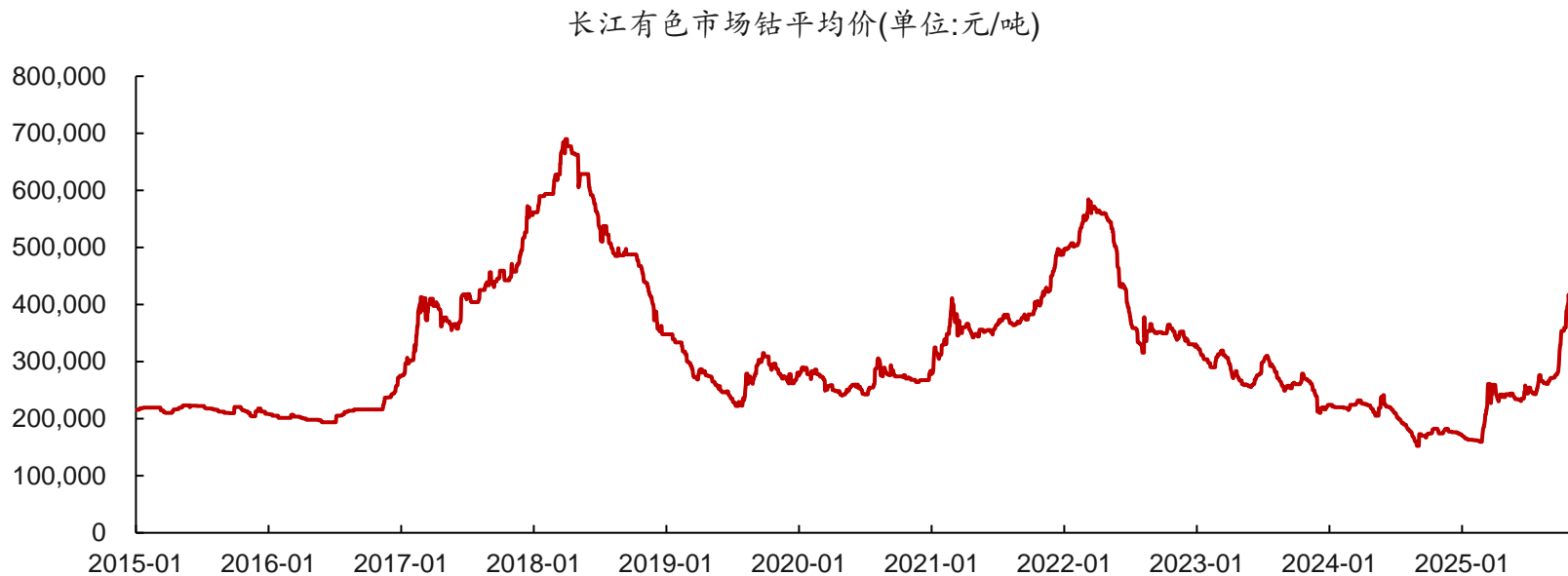
图：锂价复盘



资料来源：Wind，亚洲金属网，各公司公告，浙商证券研究所

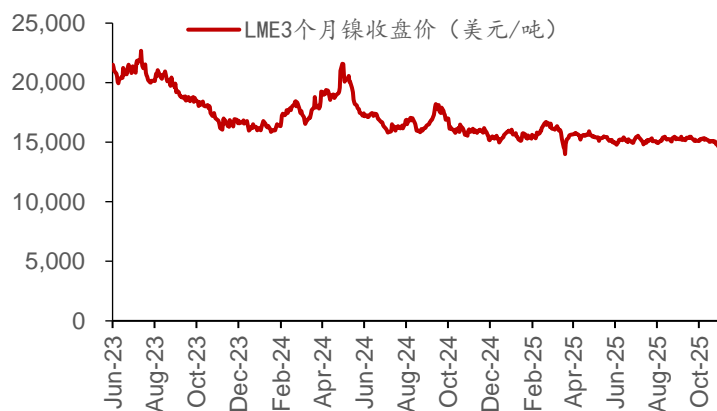
- 2015年以来，钴目前正经历第三轮周期，前两轮主因新能源汽车销量增长带来价格弹性，而本轮周期主因刚果金禁止钴矿出口供给约束而带来。
- 2025年2月刚果金禁止钴产品出口，随后多次延长禁令，9月出台细则，整体供给收紧超预期，钴价中枢逐步抬升。
- 截止2025年11月26日，电解钴价格为40.5万元/吨。

图：电解钴价格

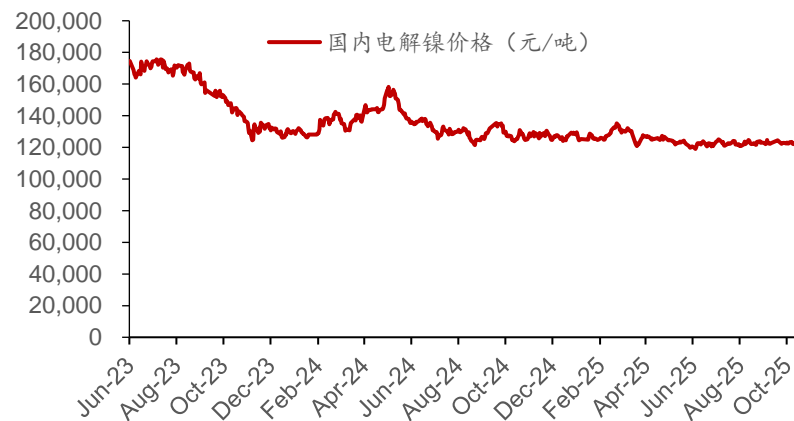


- 截止2025年11月26日，LME镍收于1.49万美元/吨，10月以来均价为1.51万美元/吨。截止2025年11月26日，国内电解镍收于12.1万元/吨，10月以来均价为12.1万元。
- 菲律宾镍矿价格整体平稳，1.8%品位价格约69.5美元/湿吨，对镍价形成一定支撑。

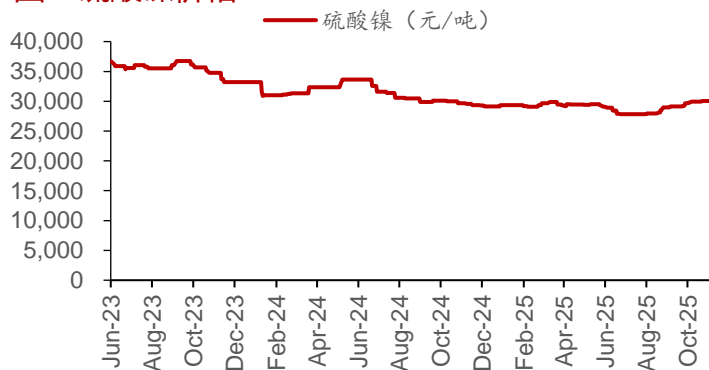
图：LME镍收盘价



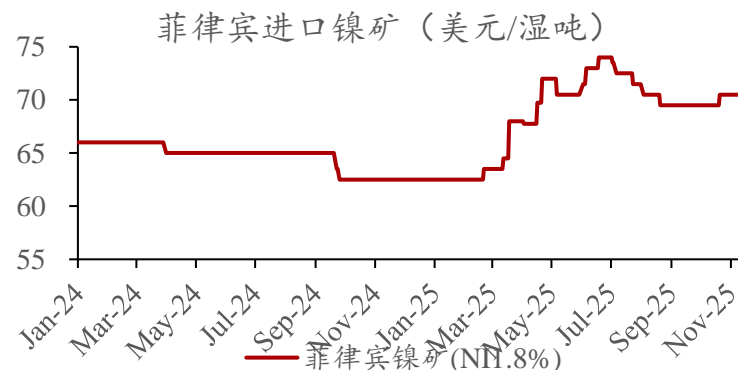
图：国内电解镍价格



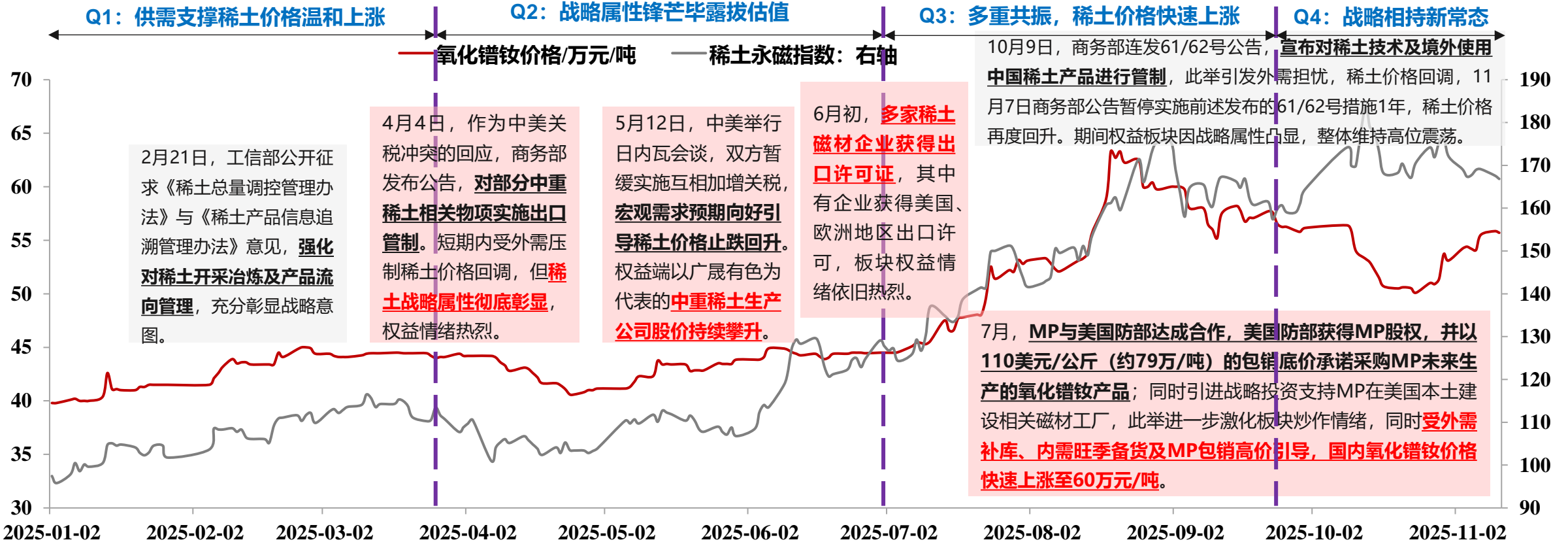
图：硫酸镍价格



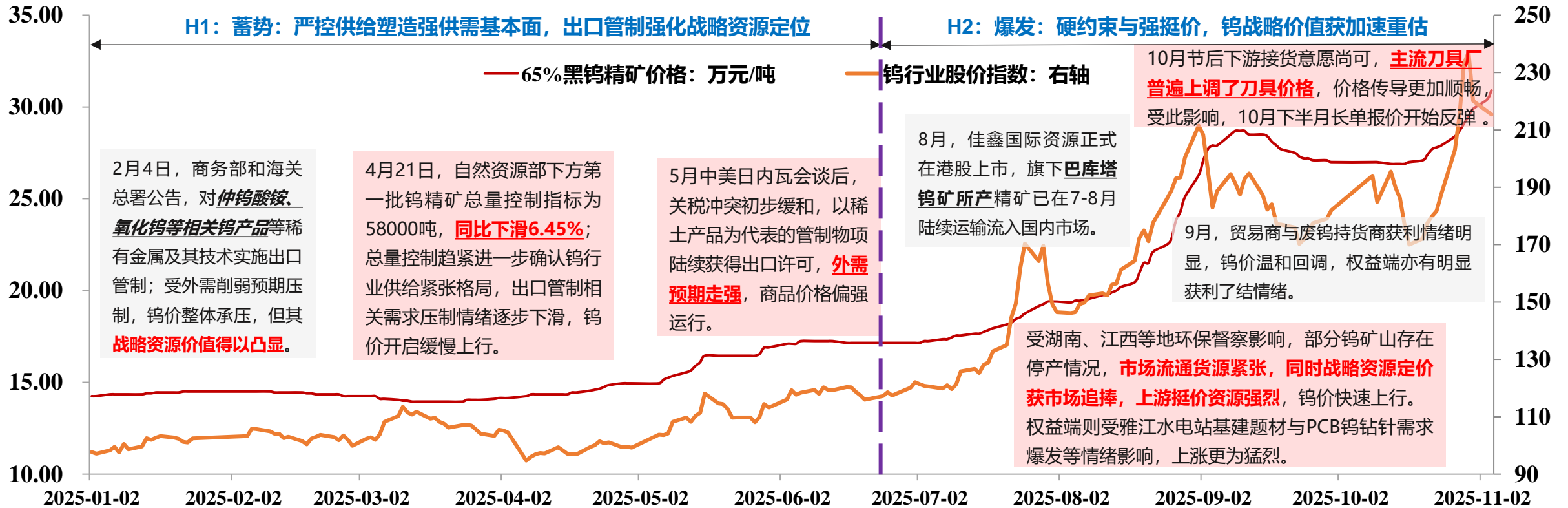
图：菲律宾进口镍矿价格



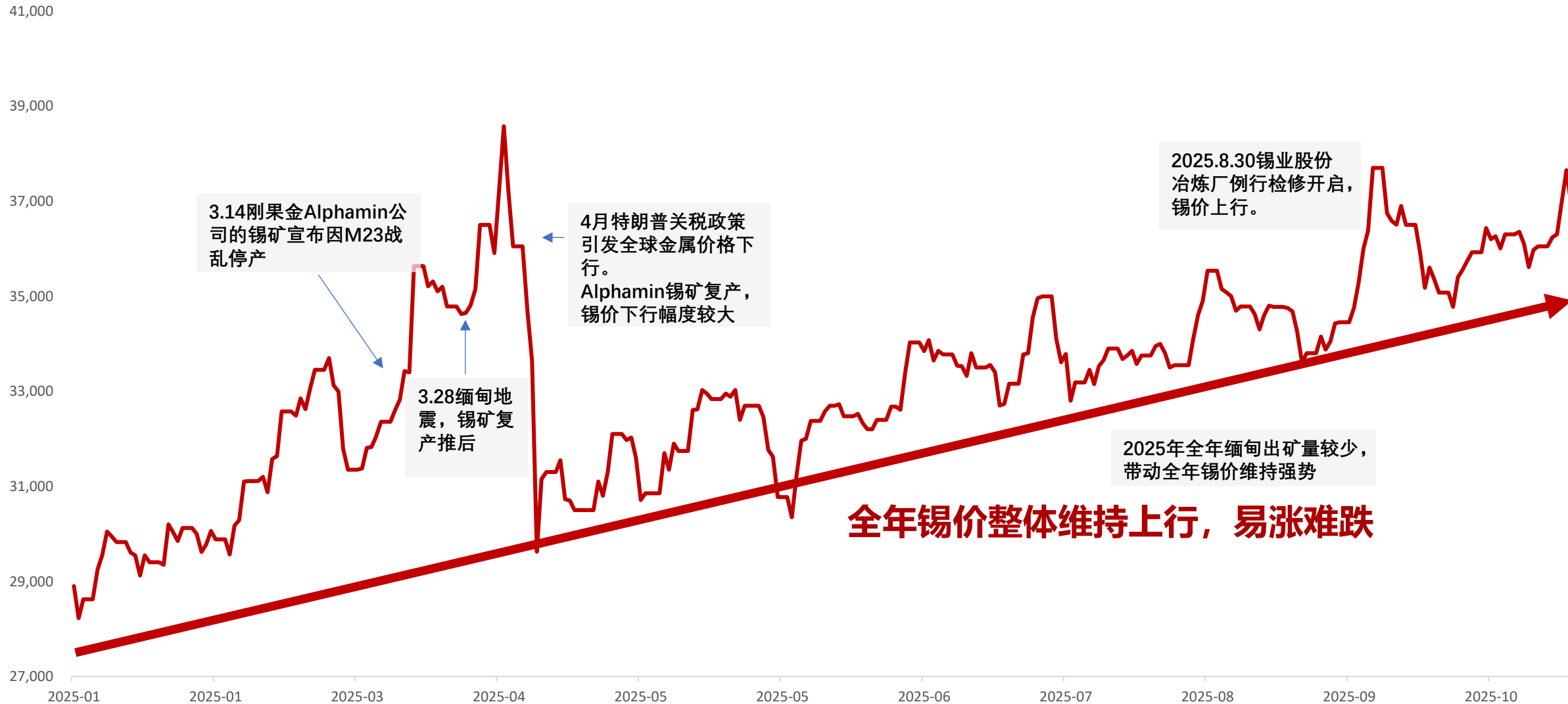
- 商品价格表现：2025年稀土产品价格整体明显上涨，截至11月10日，氧化镨钕/氧化镝/氧化铽价格分别为55/154/663万元/吨REO，较年初分别上涨36%/-7%/18%；
- 业绩困境反转：受稀土价格上行带动，板块整体盈利大幅改善，2025年前三季度板块合计利润41.8亿元，同比上涨428%；
- 行情复盘：2025年稀土行情紧紧围绕“**大国重器·战略资源**”主线展开，在2024年内外供给共振确立板块拐点向上后，**稀土板块迎来业绩与估值的戴维斯双击**：Q1延续24H2的稀土价格温和回升态势，Q2-Q3则在中美激烈博弈波动中充分彰显稀土作为我国战略资源的价值，板块估值迅速提升，且在进入7月后迎来稀土价格一波快速上涨，进入Q4中美国围绕稀土出口管制仍在激烈交锋，稀土王牌价值支撑板块易涨难跌。



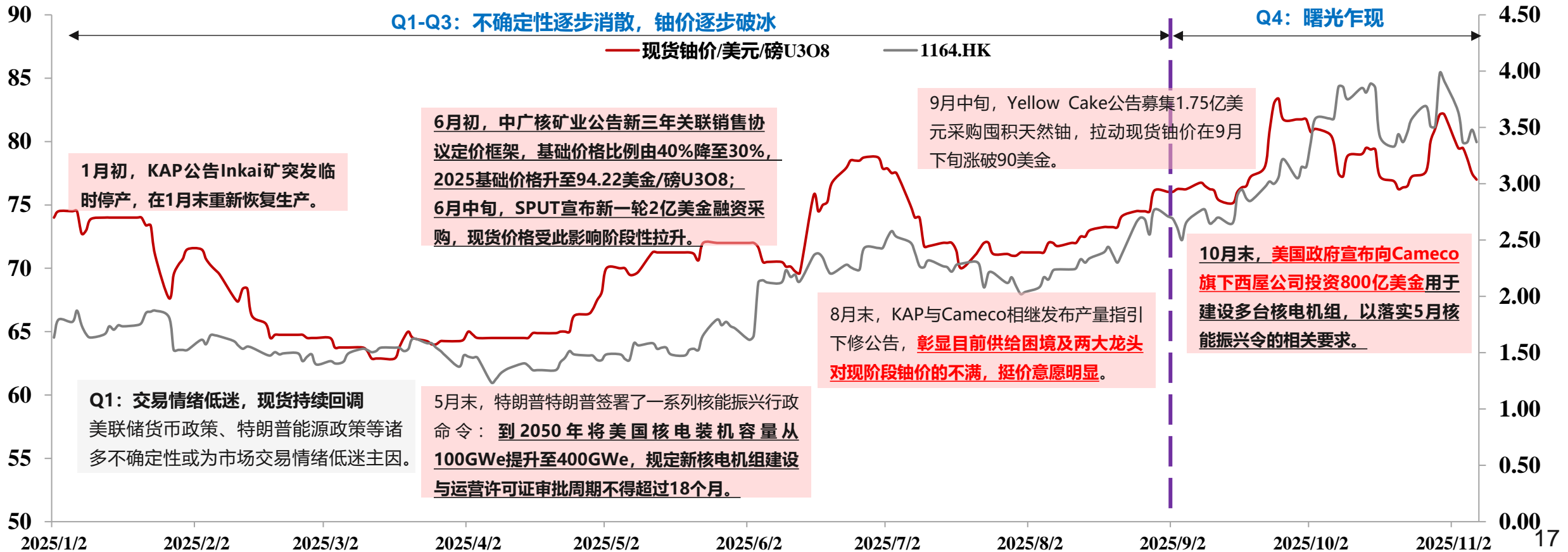
- 商品表现：2025钨市表现欲扬先抑，H1波澜不惊，**7月起钨价高歌猛进，呈加速上涨态势**，65%黑钨精矿最新价格突破30万/吨，较年初上涨超120%；
- 权益表现：截至2025.11.10，中钨高新、厦门钨业、章源钨业等钨企年内股价分别上涨163%/86%/98%；
- 行情复盘：钨行业供给呈现“**资源增量不足、存量品位下滑、国内严控生产**”特征，需求端整体与制造业景气度关联呈复苏态势，因此钨价具备中长期中枢上移趋势；25H1受出口管制压制需求情绪，整体钨价上涨缓慢，7月以来受**宏观流动性情绪利好引导、相关战略资源价格普遍上涨影响**，钨价快速上行；我们认为**供给紧缺确立趋势，战略资源定位提升商品价值，宏观流动性则决定短期价格发现速度，三重共振塑造当下钨牛格局**。



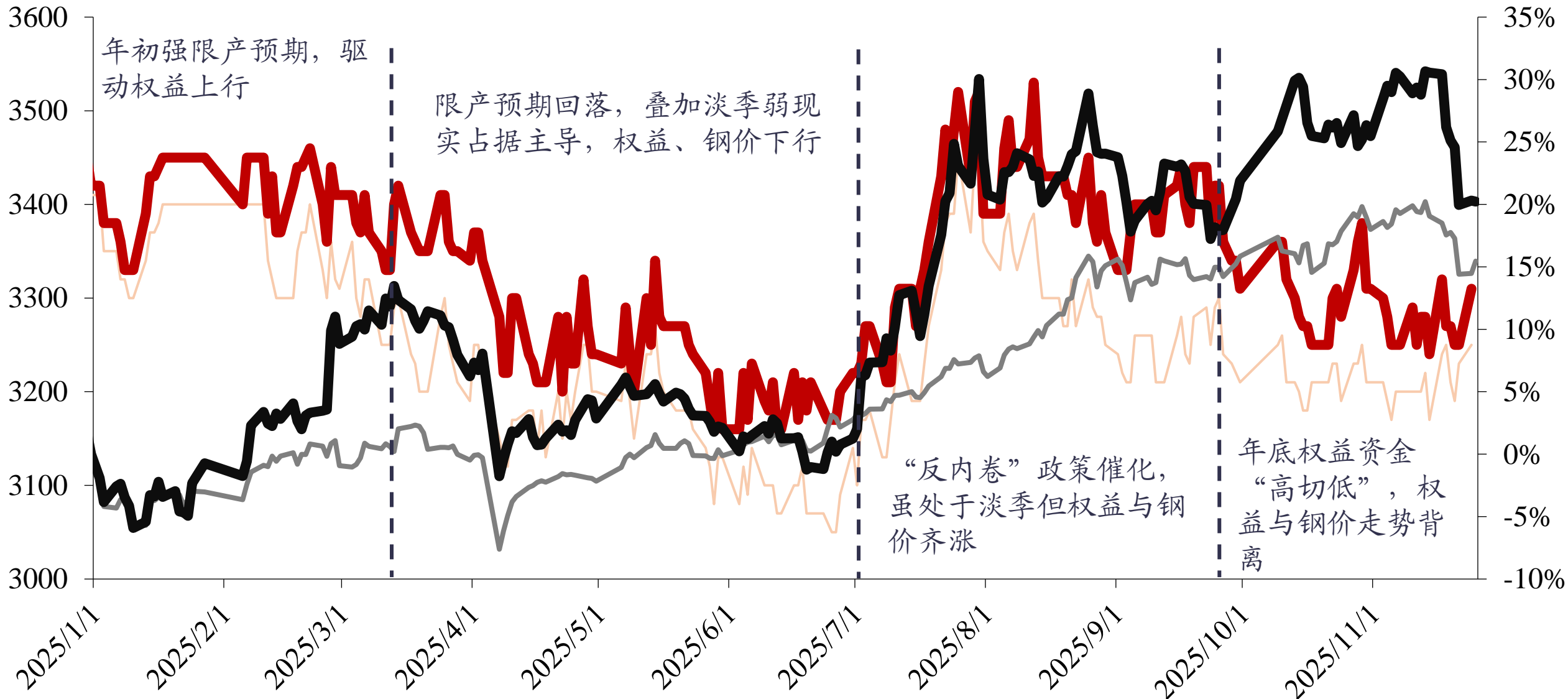
图：2025年锡价复盘（美元/吨）



- 商品表现：2025年天然铀市场整体呈修复态势，现货铀价在经历Q1的低谷后，Q2起逐步向长协价格修复靠拢，截至11月，最新市场长协价格指数达到85美金，相较于年初上涨4美金/磅U₃O₈；
- 行情复盘：天然铀权益在H1受到现货铀价低迷、宏观情绪波动较大的情况下，整体呈现磨底；进入H2后伴随相关核能发展政策刺激、新定价协议激励以及现货价格的修复，权益表现亮眼。



宏观主导钢价走势，“强预期”与“弱现实”的博弈



— 上海:价格:螺纹钢(HRB400,20mm,元/吨) — 上海:价格:热轧板卷(Q235B,4.75mm,元/吨) — 上证综合指数(%, 右轴) — 申万行业指数:普钢(%, 右轴)

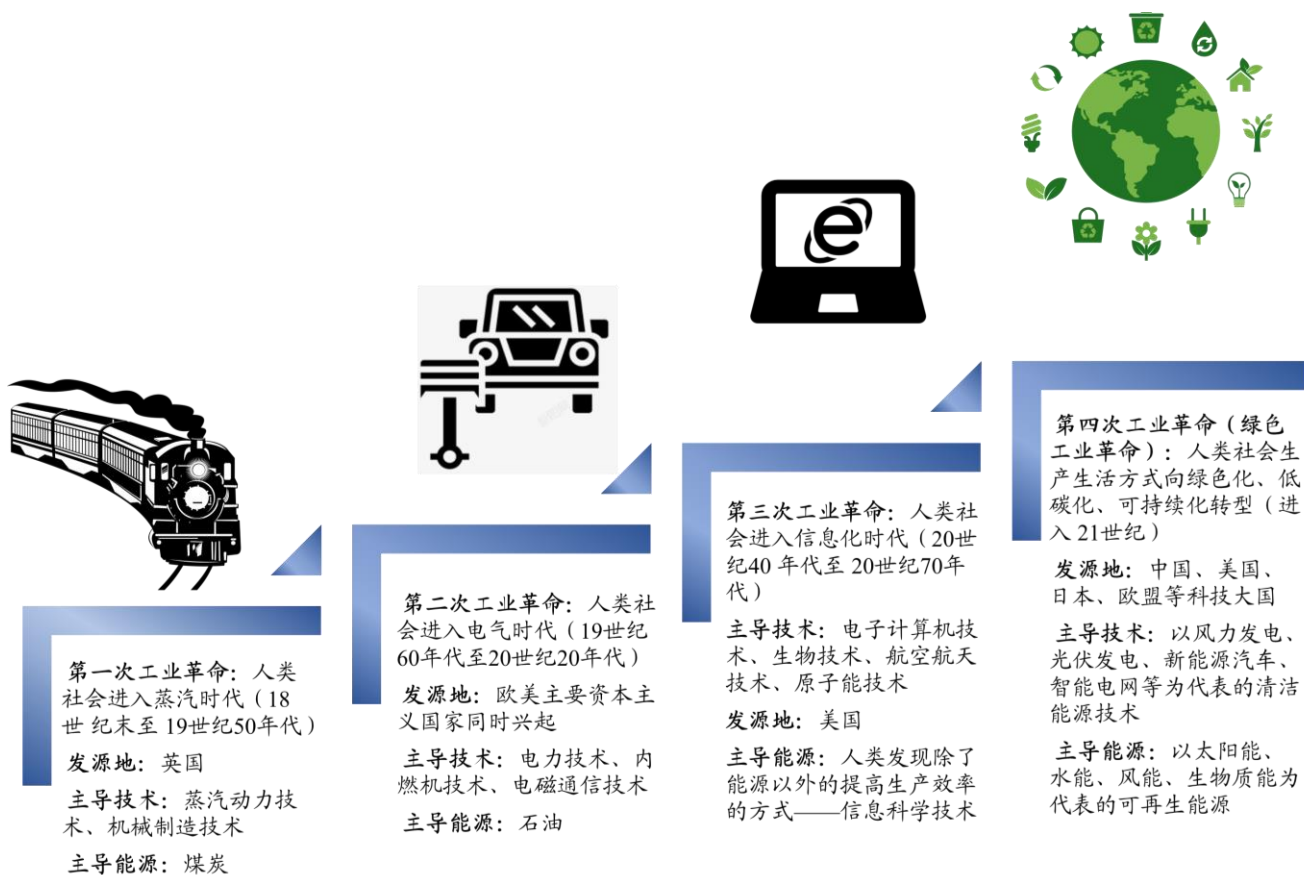
资料来源: Wind, 浙商证券研究所 注: 上证指数、申万普钢指数以2024年12月31日为基准日

2

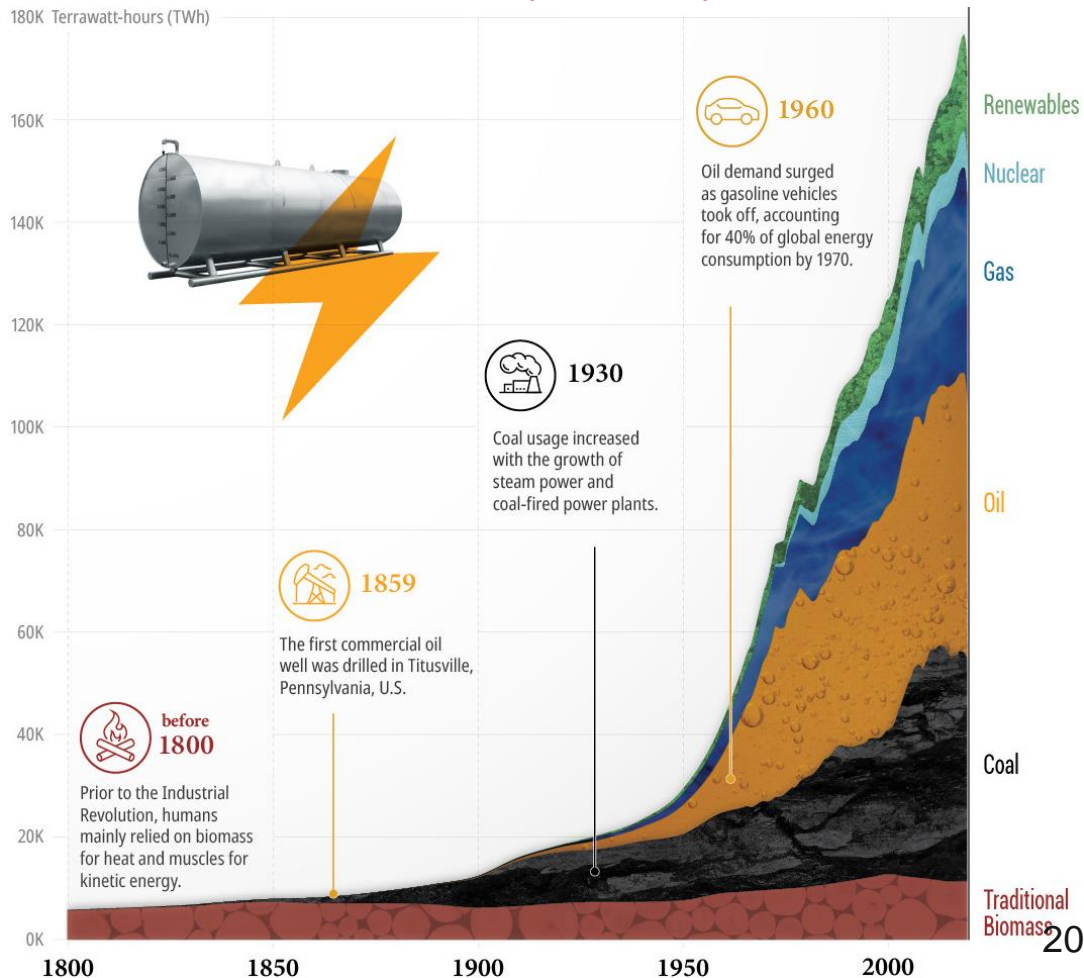
**2026年度机会挖掘：
能源革命，大国博弈**

➤ **工业革命驱动全球能源结构的变迁：**工业革命对能源、金属资源需求具有深刻的影响，我们正处于**第四次工业革命——绿色工业革命**

图：绿色工业革命将推动社会生产生活方式向绿色化方向转型



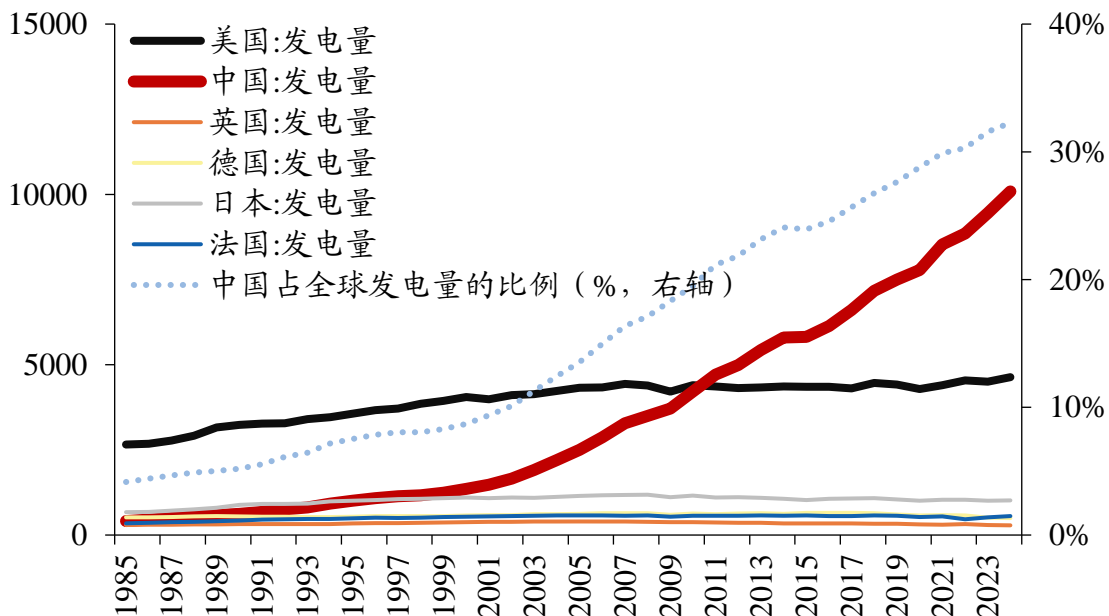
图：全球能源消费结构的变迁（自1800年）



电力消费的时代：新能源汽车、人形机器人、储能、固态电池、AI等

- **电力消费大时代**：绿色工业革命中，可再生能源最主要的、最高效的利用形式就是发电，因此能源结构转型的直接结果是全社会终端能源消费中，电力的比重将急剧提升。能源底层的巨变，将把我们的社会带向电力消费时代。
- **把握中国电力消费大时代**：2024年中国发电量10万亿千瓦时，已占据全球发电总量的32%，是美国的2.2倍，理论上的发电量可以作为工业产能的参考。中国发电量的快速增长，势必伴随着巨大的投资浪潮与投资机会。
- **消费端的投资机遇**：新能源汽车、储能、固态电池、人形机器人、AI等

图：中国发电量已远超美国（万亿千瓦时）



表：“十五五”时期中国新兴支柱产业

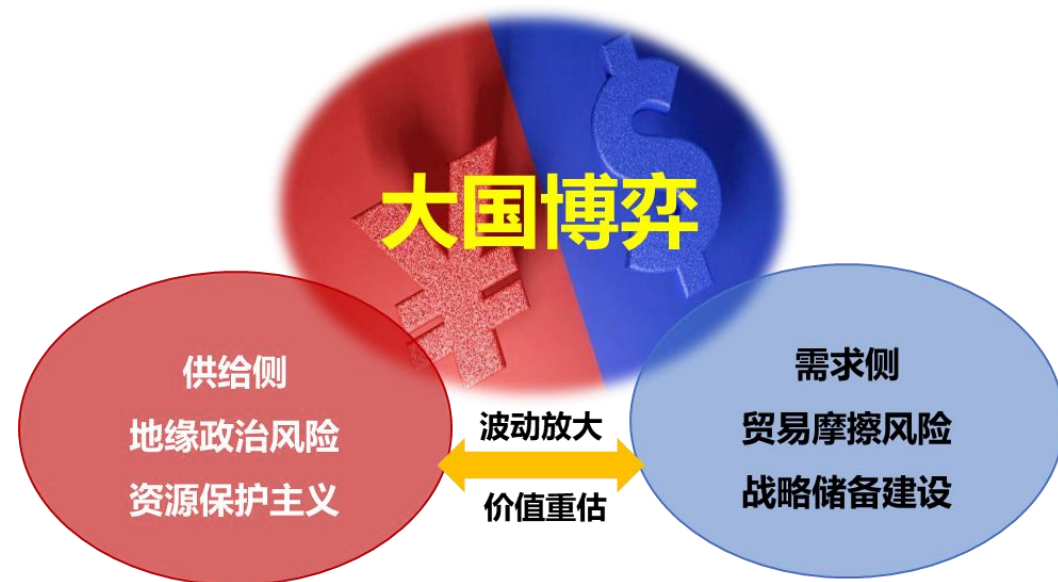
重点领域	子领域
AI	生成式人工智能、具身智能、类脑计算
新能源产业	储能、光伏、风电、生物质能、钙钛矿、深远海风电、绿氢制取
新能源汽车	动力电池、智能驾驶、车规级芯片、锂矿资源、正负极材料、电芯制造、整车装配及回收利用、固态电池
集成电路	10纳米以下先进制程芯片先进制程、第三代半导体材料及先进封装技术、逻辑芯片、存储芯片、算力芯片等
机器人	人形机器人、工业机器人。高精度减速器、伺服驱动系统、人工智能大模型与具身智能技术深度耦合
生物医药	细胞治疗、抗体药物、mRNA技术、基因治疗、多肽药物、基因编辑、合成生物学等

- 在2025年投资策略中，我们指出“**在逆全球化背景下，国际经贸摩擦、地缘政治动荡加剧使得全球供应链加速分化与重构**”，因此战略金属成为全年配置建议的主线之一，而2025年陡然上行的全球宏观经济不确定性与中美之间围绕关税贸易开展的激烈交锋深刻印证了我们的判断；
- 展望2026，我们认为百年未有之大变局的历史趋势并未改变、逆全球化趋势并未改变、全球宏观的不确定性风险并未消除，“**大国博弈**”仍然是**我们把握资源品投资策略的底层逻辑之一**。

2025年中美两国贸易博弈时间线

时间	关键事件/会谈	核心内容与影响
2025年2月	美方率先加征关税，中方实施反制	美国以芬太尼问题为由，对华加征10%关税；中国对原产于美国的能源商品等加征报复性关税。
2025年3月	美方提升关税，中方扩大反制范围	美国将关税翻倍至20%；中国对自美进口的农产品（如大豆、猪肉）加征10%-15%关税。
2025年4月	对等关税博弈加剧	美对全球推行“对等关税”，对华税率先后升至34%、84%，最终达125%；中方实施对等反制，税率也升至125%。摩擦扩展至非关税领域，如中方对部分稀土物项实施出口管制。
2025年5月	首次高级别会谈：日内瓦会谈	达成首份重要协议：双方同意在90天内暂停大部分高额关税（美方暂停24%的“对等关税”，中方暂停24%的反制关税），仅保留10%的基准关税。建立了中美经贸磋商机制。
2025年6月	伦敦会谈	双方就落实日内瓦会谈共识和后续措施框架达成原则一致。
2025年7月	斯德哥尔摩会谈	会谈富有建设性。8月12日发表联合声明，同意将“关税休战”（即暂停24%关税）措施再延长90天。
2025年10月	吉隆坡磋商	围绕美对华海事物流和造船业301调查、延长关税暂停期、农产品贸易等议题进行深入磋商，就解决各自关切的安排达成基本共识。
2025年10月	中美元首釜山会谈	美方取消10%的“芬太尼关税”，并将24%“对等关税”的暂停期延长一年。中方相应地将24%的反制关税暂停一年，保留10%的税率，并取消了3月对美农产品加征的关税。

大国博弈加速资源品价值重估

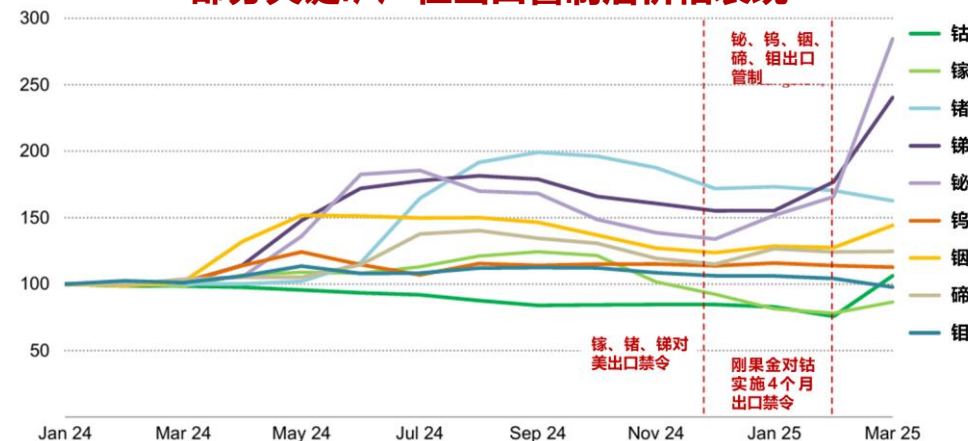


- 综合来看，大国博弈推动全球秩序重构，将在供需两侧点石成金，**供给侧由博弈引发的地缘政治风险和资源保护主义风险系统性上升，天然构成资源品供给侧的扰动、引发相关资源品战略属性重估；需求侧看，秩序重构过程中，传统经济体的增长更加注重安全，商品需求在内生增长之外或将面临明显的储备建设趋势，这也有望为战略性商品资源提供需求韧性。**

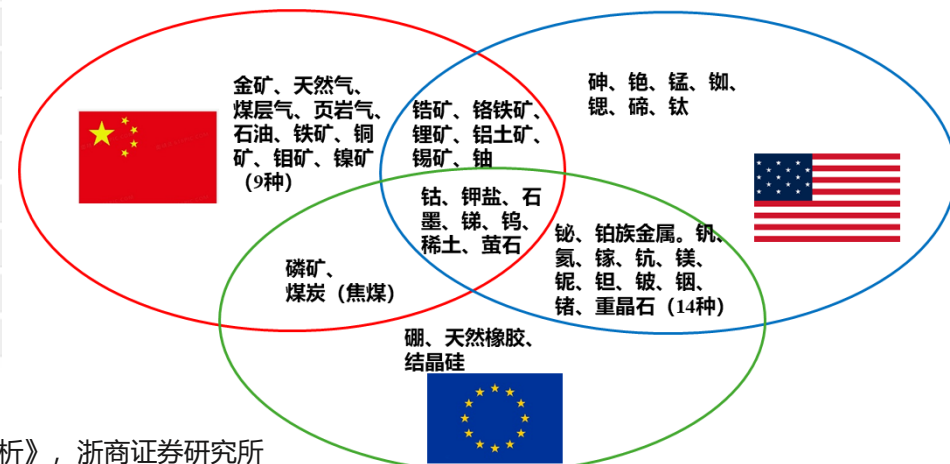
近年来资源优势国发布的出口管制政策梳理

资源/技术	国家	市场份额	管制类型
锂	津巴布韦	9%*	2022.12对锂矿石实施出口禁令，2023.01对未加工基础矿物实施出口管制
镓	中国	99%	2023.07实施出口管制，2024.12实施对美出口禁令
锗	中国	74%	2023.07实施出口管制，2024.12实施对美出口禁令
锑	中国	74%	2024.09实施出口管制，2024.12实施对美出口禁令
稀土	中国	92%	2023.11实施出口报告，2025.04对七种中重稀土实施出口管制
石墨	中国	98%	2023.12实施出口管制
钴	刚果金	68%*	2025.02宣布暂停出口4个月
钨	中国	44%	2025.02实施出口管制
铋	中国	80%	2025.02实施出口管制
铟	中国	70%	2025.02实施出口管制
碲	中国	77%	2025.02实施出口管制
钼	中国	81%	2025.02实施出口管制
镍	菲律宾	9%*	拟于2025.02禁止原矿出口
稀土	中国	92%	2023.12禁止稀土提取与分离技术出口
磷酸铁锂	中国	98%	2025.01拟议技术出口管制
锂冶炼	中国	72%	2025.01拟议技术出口管制

部分关键矿产在出口管制后价格表现

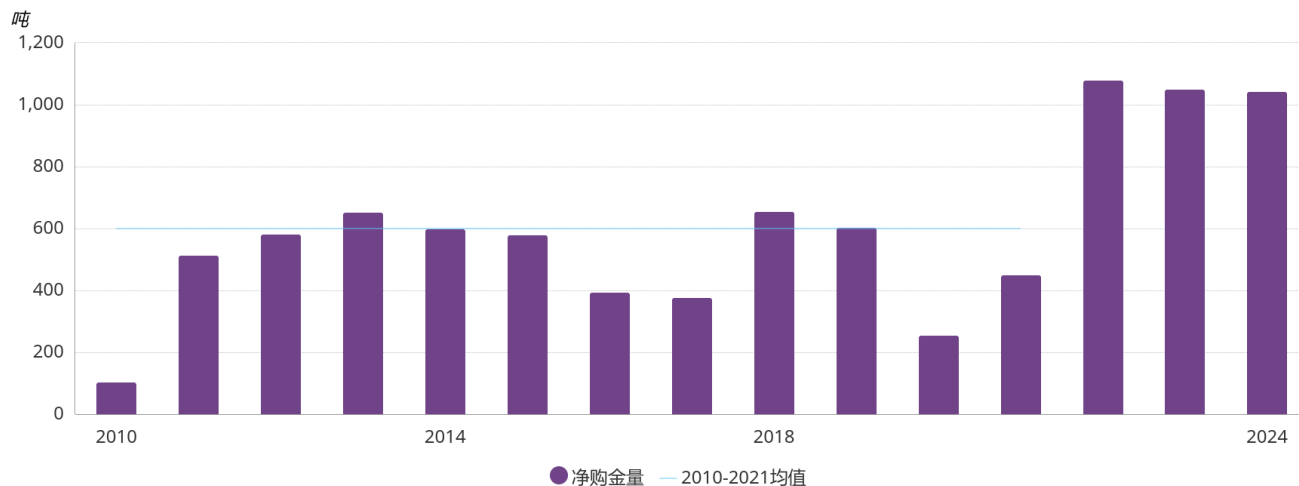


中美欧关键矿产重叠分析

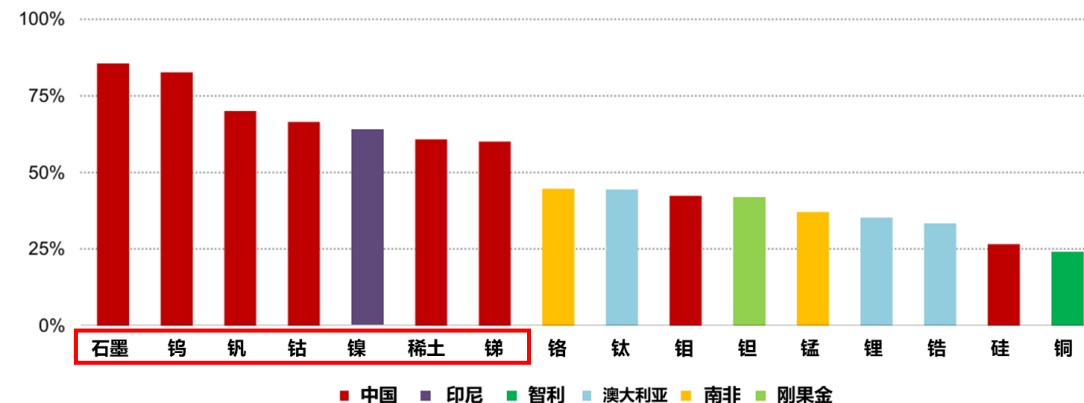


- 根据前述对于大国博弈主线的分析，我们认为该主线内投资方向主要有两个方向：1) 以黄金为代表的信用资产：在全球高债务与“去美元化”趋势下，其投资逻辑根植于美元信用体系的重构，其核心驱动力来自美元信用弱化与央行购金潮，其长期避险属性和货币功能的重估构成了更稳固的上涨基石；2) 以稀土、钨为代表的战略资产：此类资产投资逻辑已从简单的景气周期轮动，转变为对其战略稀缺性的长期价值重估；中国对稀土全链的精准管控，已使其从工业原料升维为大国博弈中的核心战略筹码，而钨作为中国优势资源则兼具战略属性与高端制造业升级机遇。
- 推荐关注品种：黄金、白银、战略金属（稀土磁材/钨/锡/锑/锆/铀）。

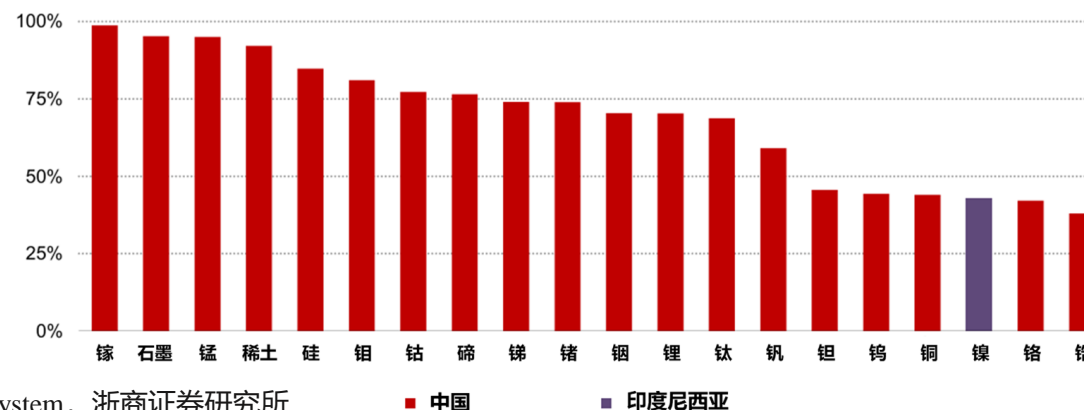
全球央行购金中枢显著抬升至1000吨/年以上



全球超过40%的关键战略矿产第一大供应国产量占比超50%

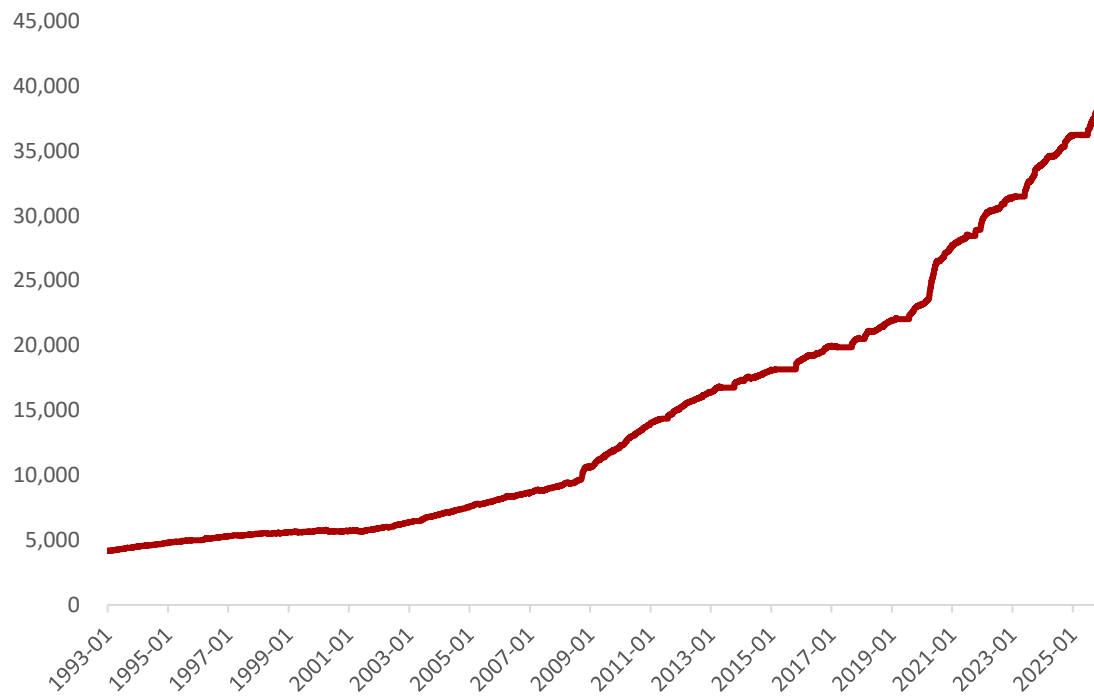


中国几乎是全部20种关键矿产的第一大“冶炼”商，平均占比超70%

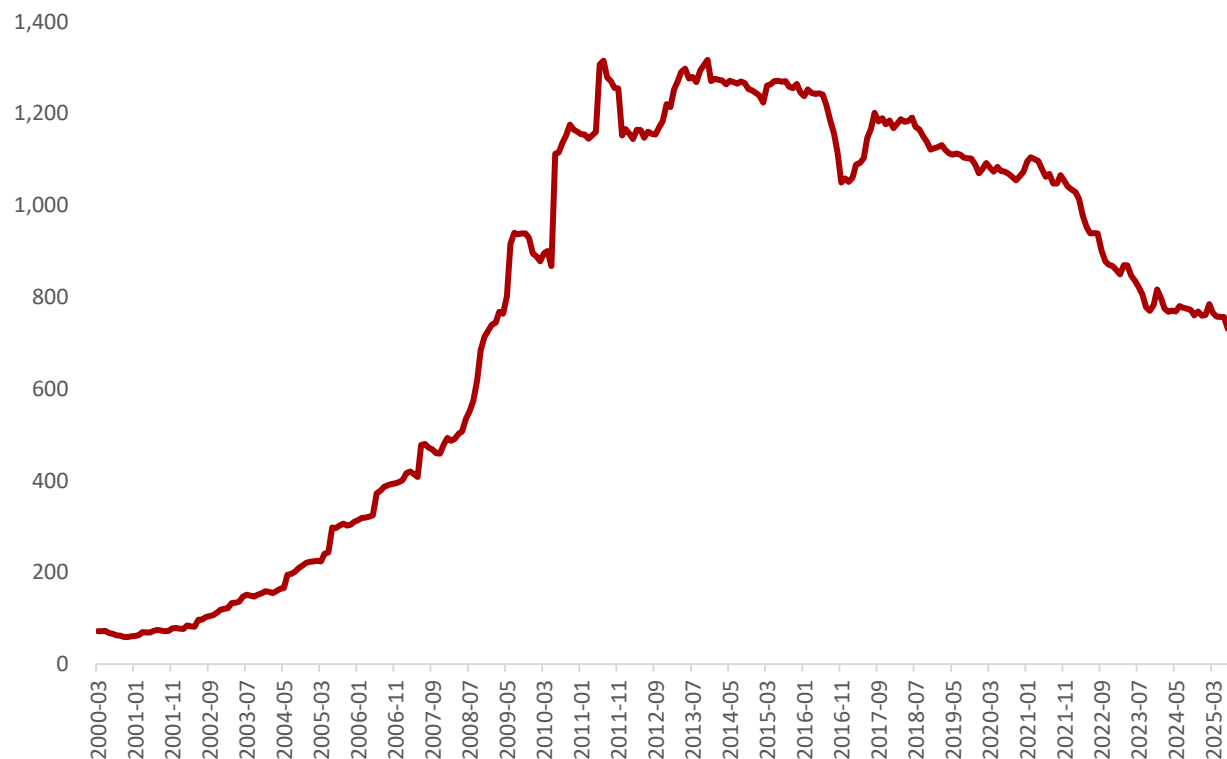


- **美国国债总额加速上升，明年或破40万亿大关：**美国国债总额呈加速上升态势，上一轮2012年末黄金大牛市美国国债总额为16.4万亿美元。而本轮美国国债已超38万亿，且国债总额呈加速上升趋势，仅今年美国国债总额增加近2万亿，以目前增长速度外推，2026年末美国国债规模或破40万亿大关。下行的美元信用利好金价上涨。
- **中国持有美债数量下行，美元信用下行的另一个侧影：**中国持有美债额度持续下行，持有黄金储备数量不断上升，是典型的减美元，增黄金的决策。我们认为随着美债规模越来越高，美元信用下行，黄金的价值贮藏与信用货币储备功能或越来越强。

图：美国国债总额加速上升（十亿美元）

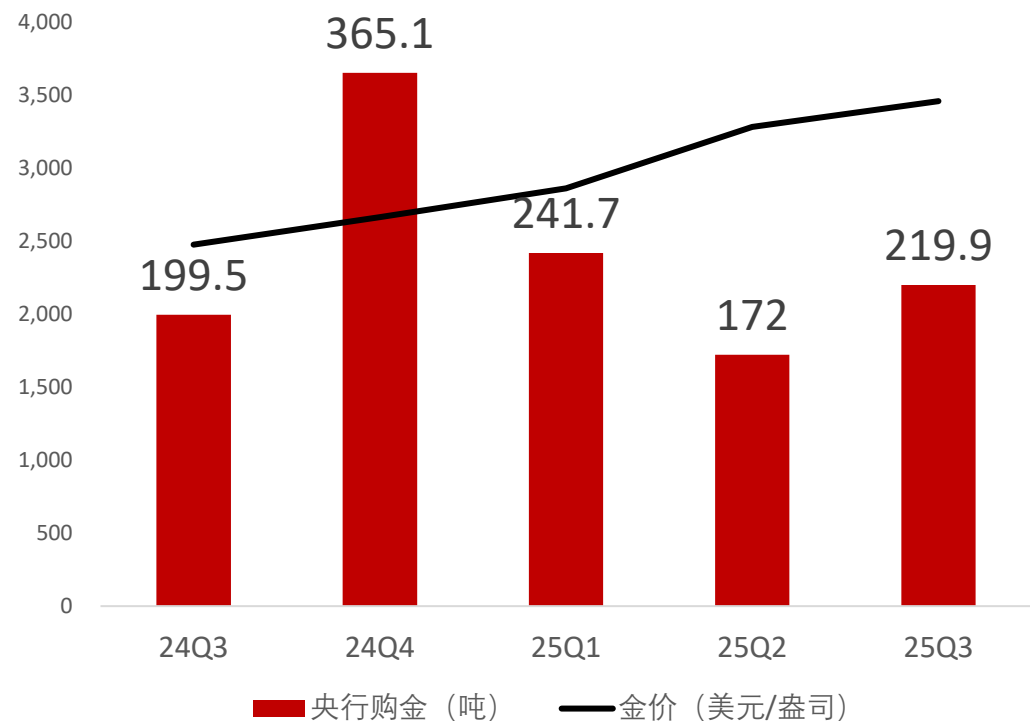


图：中国持有美债额度（十亿美元）

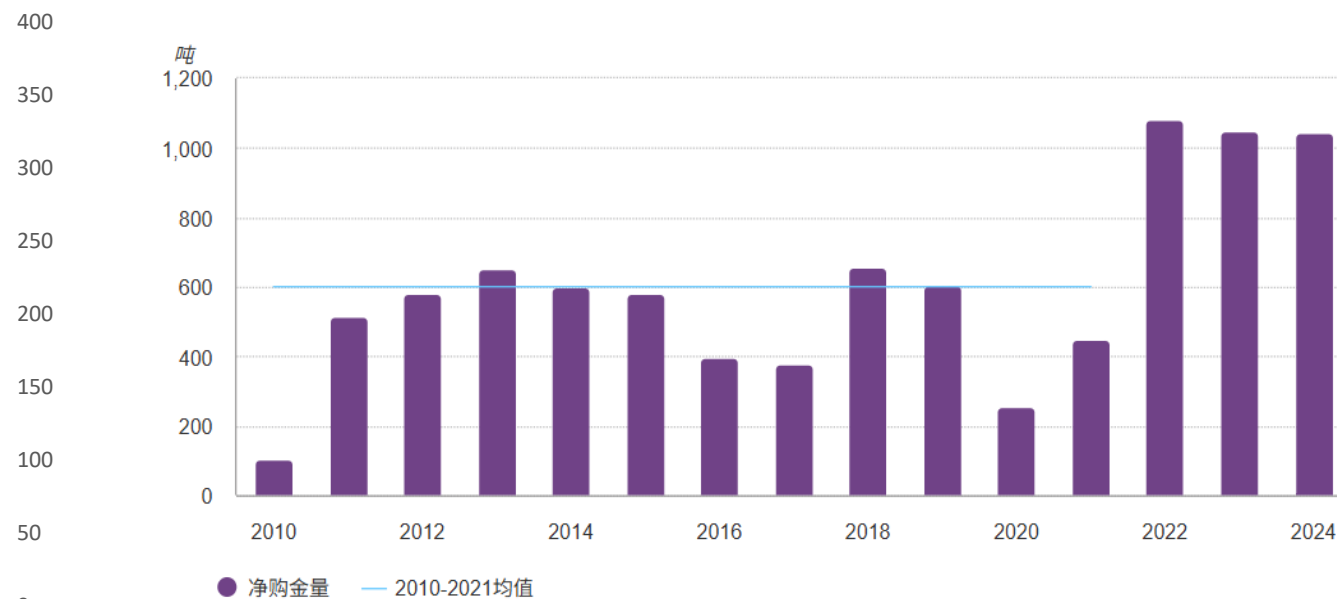


- **美国国债之外，黄金是主流避险与储备资产：**美国国债总额呈加速上升态势，上一轮2012年末黄金大牛市美国国债总额为16.4万亿美元。而本轮美国国债已超38万亿，且国债总额呈加速上升趋势，仅今年美国国债总额增加近2万亿，以目前增长速度外推，2026年末美国国债规模或破40万亿大关。下行的美元信用或让更多国家在美债和黄金之间选择黄金。
- **金价上行不改央行买金趋势：**市场担忧金价快速上行会影响央行购金的节奏。但数据说明金价上行不改央行购金节奏，如25Q3金价上行较多，但央行购金同/环比均上涨。

图：金价上行不改央行买金趋势

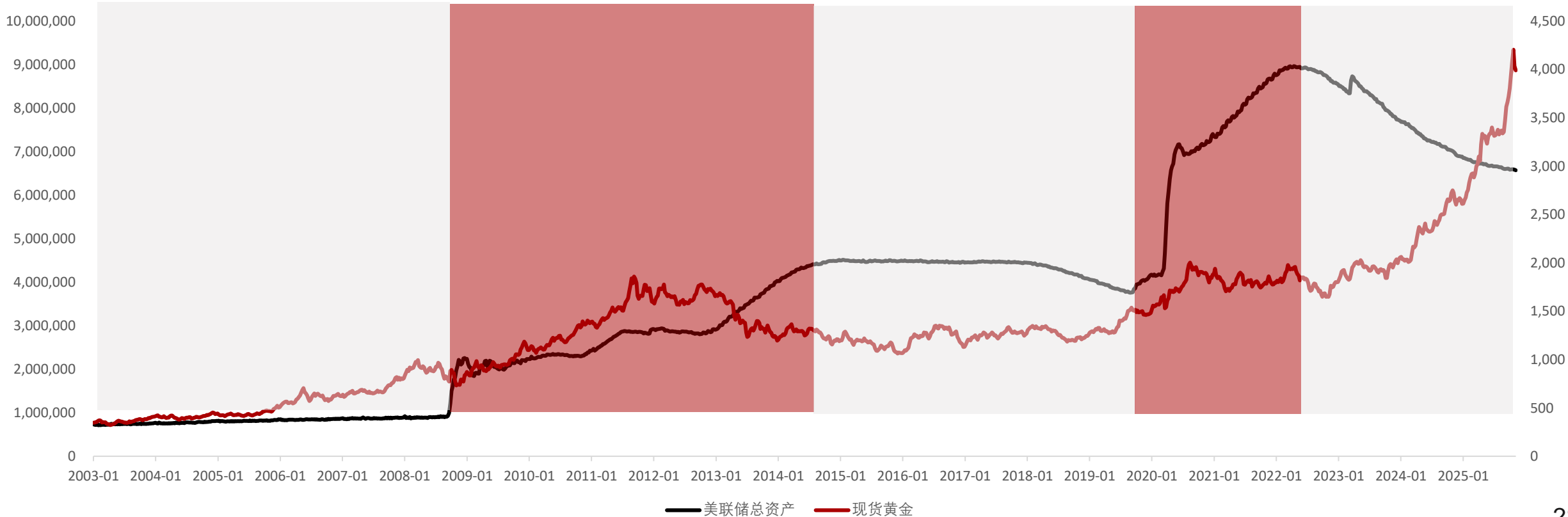


图：2022年后央行购金数量显著提升（年均购金上升至1000吨）



- **美联储结束缩表带来流动性利好：**自2022年起，为控制美国国内通胀，美联储持续缩表。美联储宣布将于12月1日结束缩表，标志着为期三年半的量化紧缩政策正式结束。
- **流动性宽松利好黄金，彼时彼刻恰如此时此刻：**2008年后，美联储开始逐步扩表至2012年。而2012年也是黄金的大牛市。我们认为本轮黄金大牛市的流动性框架方面更像2012年，黄金伴随着美联储一路扩表一路走高，流动性框架利好黄金走高。

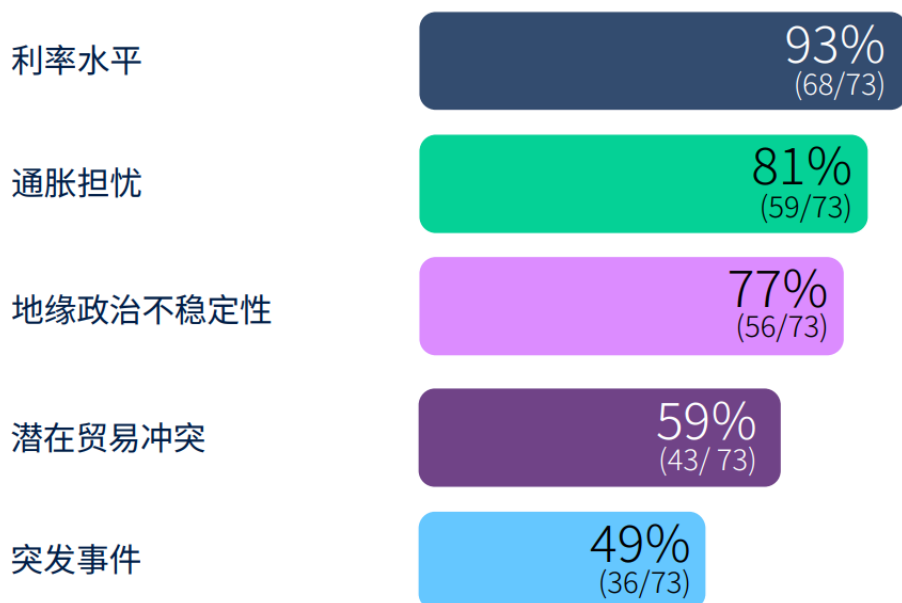
图：历史上美联储扩表周期黄金表现均较好（红色为扩表周期）



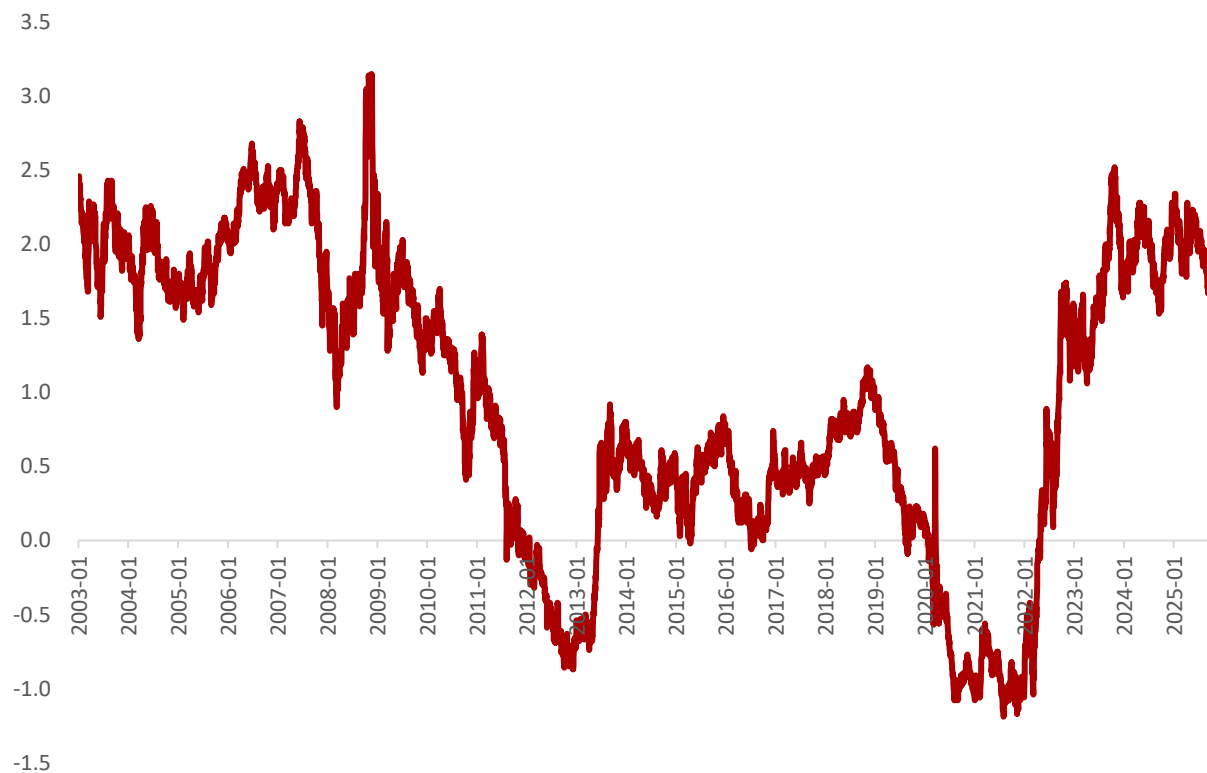
- **利率是决定机构特别是央行是否买入的重要因素：**根据对73家央行的调查可知，利率水平是所有央行黄金储备决策的**TOP1因素**。因此判断利率未来走向是决定机构是否配置的关键。
- **十年期美债实际利率处于历史高位，下行空间大：**在明确利率是金价波动的重要因素后，我们拉取2003年至今的美国十年期国债实际利率与金价进行比较，目前实际利率仍处于2%的高位，预示着美国的实际利率仍有巨大的下降空间。

图：利率框架为什么如此重要？来自央行的答案

影响贵央行黄金储备管理决策的最相关因素（调查基数：73家央行）

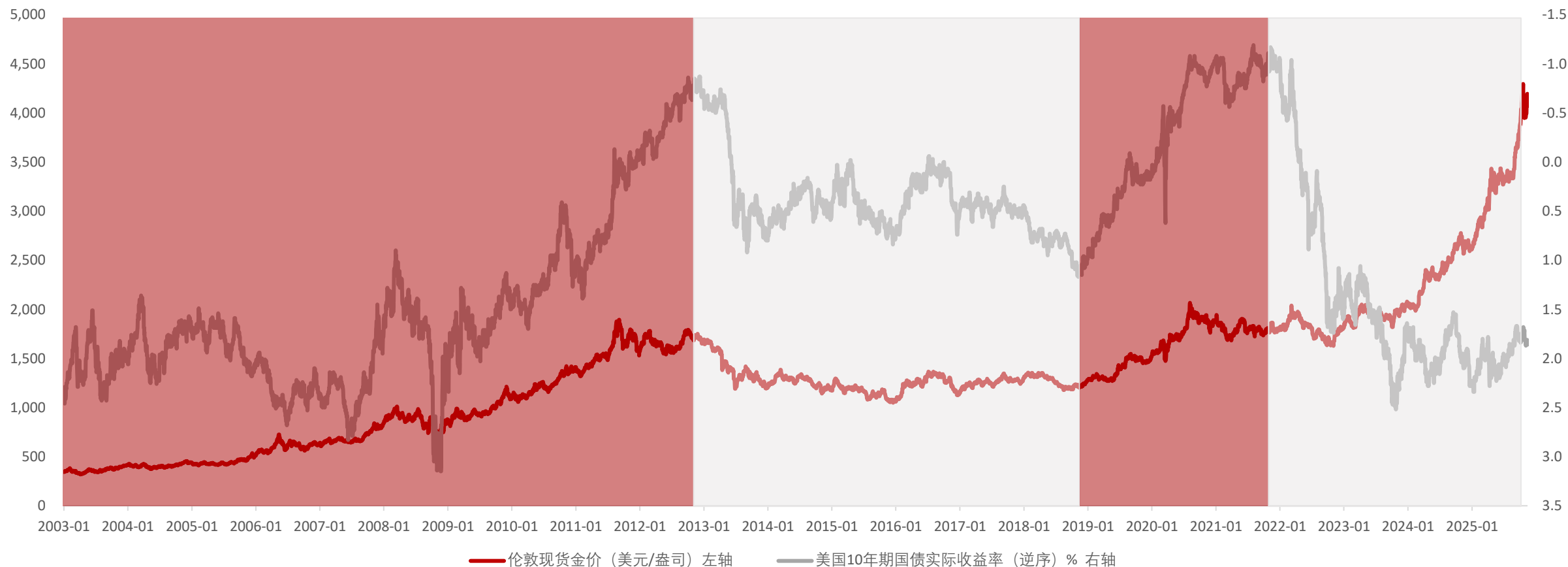


图：十年期美债实际利率位于历史高位（%）



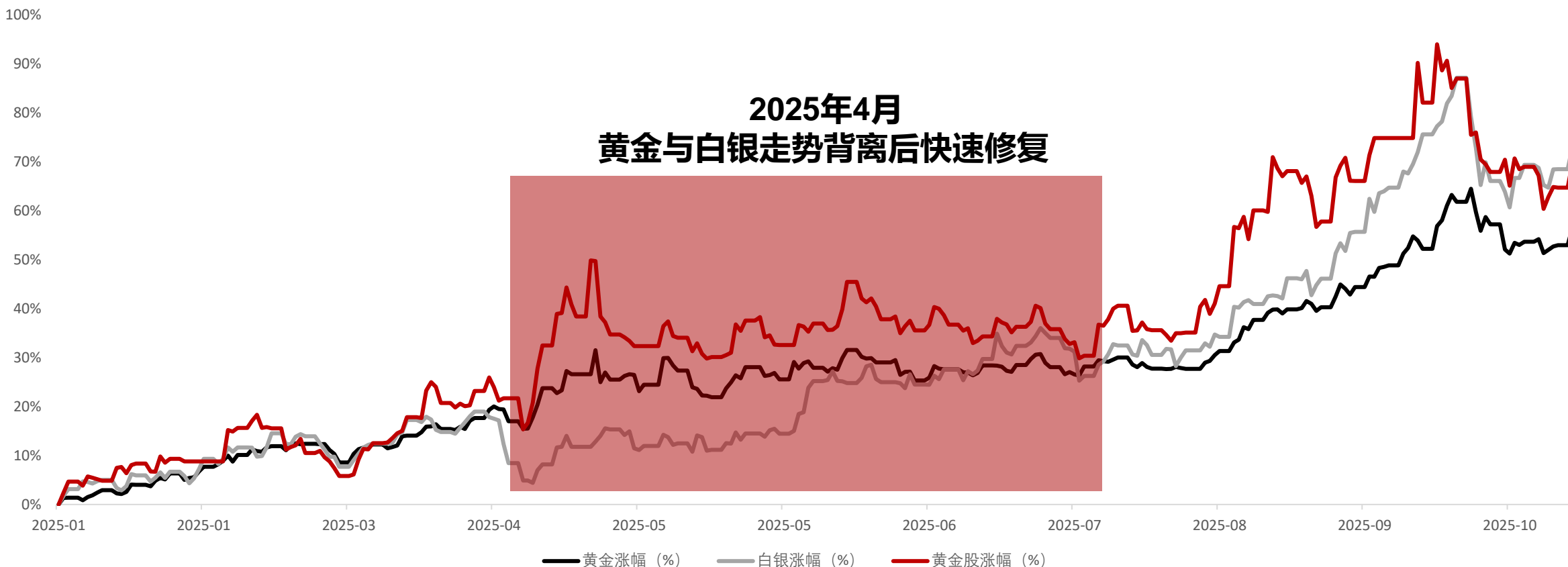
- **以史为鉴，利率下行期黄金往往容易上涨：**2012年第二轮黄金大牛市的中后期，美国实际收益率开始下降，由3%的高位逐渐下降至负数，黄金越来越低的持有成本推动金价持续上涨并创历史新高，随后实际利率上行，金价受压制下行。
- 究其背后的深层原因：黄金不生息，因此对于持有的机会成本往往很敏感。

图：实际利率下行期，黄金往往倾向于上涨



- **白银：黄金之影，如影随形。**我们认为白银走势跟随黄金，价格可以看作弹性更大的黄金。今年白银与黄金的走势仅在4月有所背离，随后快速修复，因此对于白银价格的判断更多的是对于黄金价格的判断。
- **工业属性+贵金属属性：**最适合白银的商品环境：铜价上涨+金价上涨，白银金融属性与工业属性共振，表现较好。对应美国宏观环境：经济软着陆+降息预期渐起。而当前无论是宏观环境（美国经济衰退预期下降）还是商品环境（金价上行）均利好白银。

图：2025年白银和黄金走势在大部分时间都是一致的

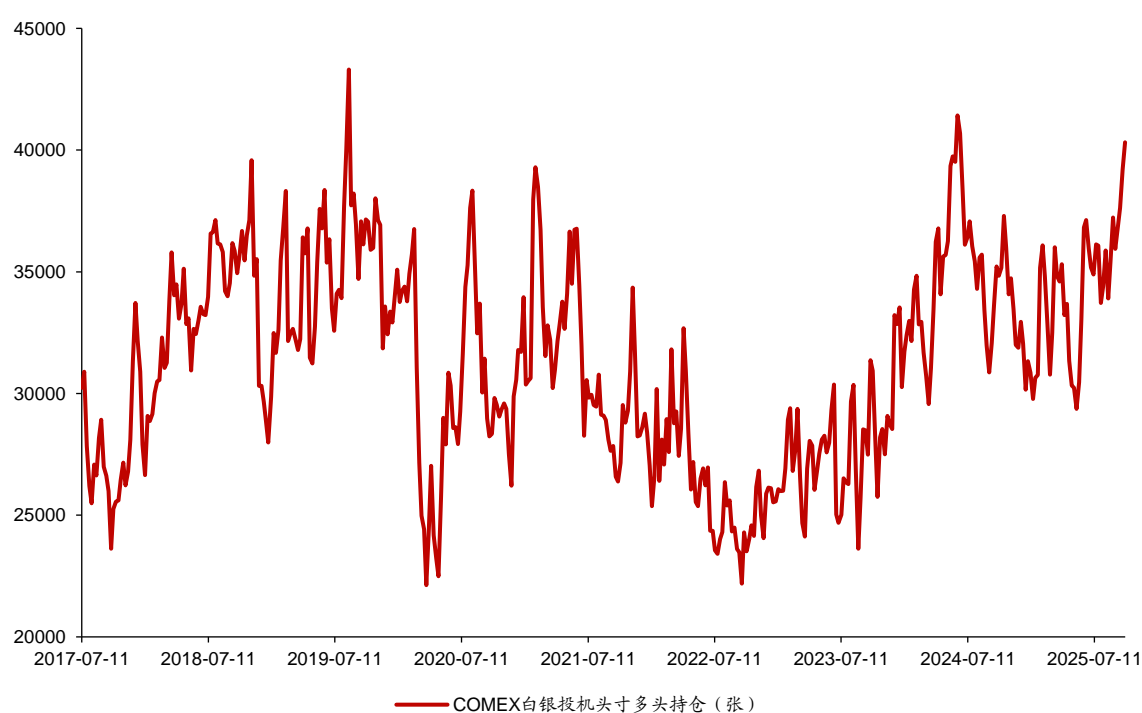


- **从底层逻辑来看，白银未来或面临供需失衡的风险。**供给方面，白银短期的库存是有限的难以上行。而需求方面，白银的工业需求较为稳定。但投机/投资相关需求逐渐上升，期货方面，COMEX白银投机性头寸逐渐上升。接近年来高位。ETF持仓角度看，白银ETF持仓量（特别是SLV白银ETF持仓）逐渐上行。若未来金价进一步上行，我们认为投资白银的需求也会进一步上行，可能进一步导致未来白银需求的短缺。

图：COMEX白银库存今年4月以来逐步下行（金衡盎司）



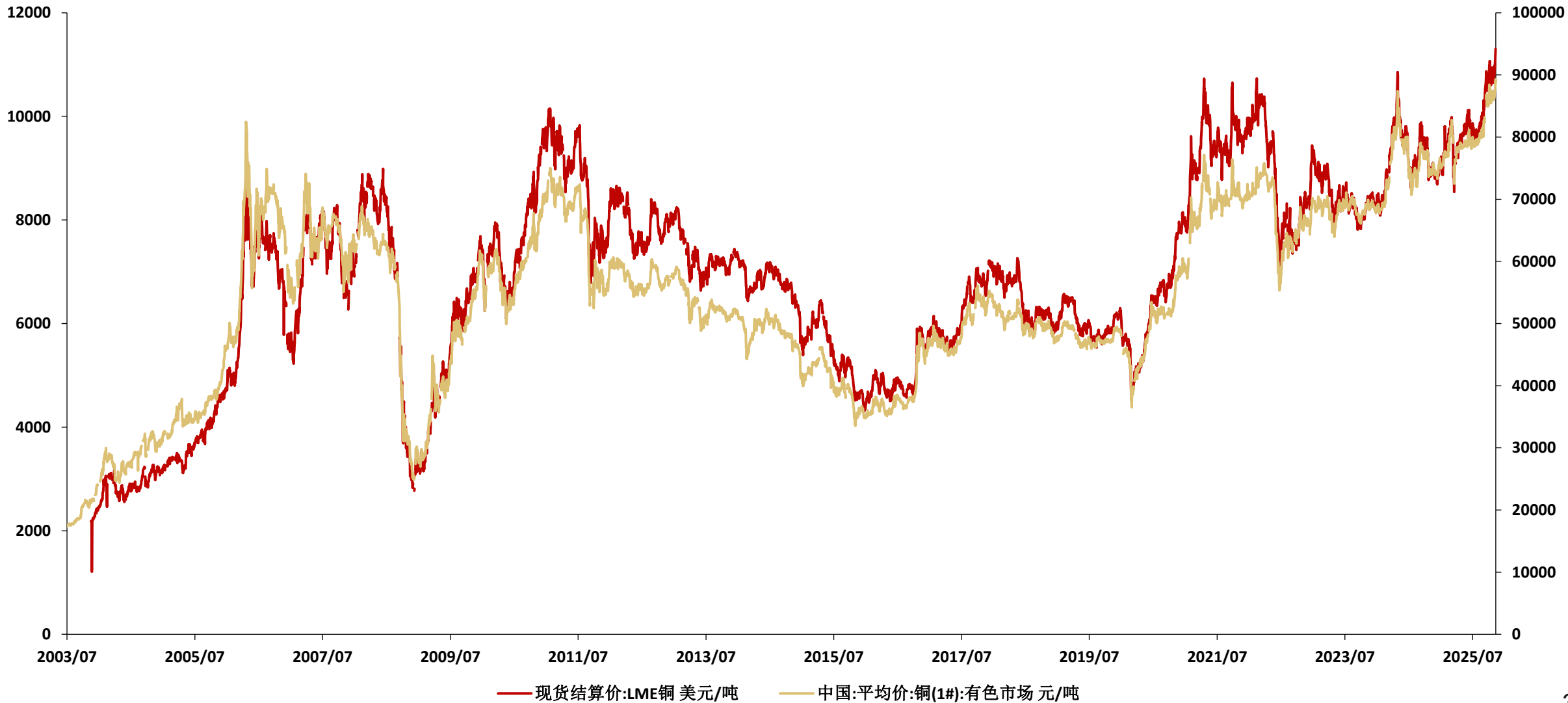
图：白银投机性头寸逐渐上升



表：2016-2025年白银供需平衡表（百万盎司）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2024年同比	同比 2025F
供应												
矿产产量	900.1	863.9	850.8	837.4	783.8	830.8	839.4	812.7	819.7	835	1%	2%
回收	156.3	160.2	162.3	163.8	180.5	190.7	193.5	183.5	193.9	193.2	6%	0%
净对冲供应	0	0	0	13.9	8.5	0	0	0	0	0.9	na	na
净官方部门销售	1.1	1	1.2	1	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	-9%	4%
总供应	1,057.40	1,025.10	1,014.30	1,016.20	974	1,023.10	1,034.60	997.8	1,015.10	1,030.60	2%	2%
需求												
工业总需求	491	528	525.8	525.4	511.9	564.1	592.3	657.1	680.5	677.4	4%	0%
电气与电子	309	339.1	330.4	326.6	321.4	350.7	370.7	444.4	460.5	465.6	4%	1%
... 其中光伏	81.6	99.3	87	74.9	82.8	88.9	118.1	192.7	197.6	195.7	3%	-1%
钎焊合金与焊料	49.1	50.9	52	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	51.6	52.9	3%	3%
其他工业	132.9	138	143.5	146.4	142.9	162.9	172.4	162.6	168.4	158.9	4%	-6%
摄影	34.7	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.7	27.3	25.5	24.2	-7%	-5%
珠宝	189.1	196.2	203.2	201.6	150.9	182	234.5	203.1	208.7	196.2	3%	-6%
银器	53.5	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.1	54.2	46	-2%	-15%
净实物投资	212.9	155.8	165.9	187.4	208.1	284.3	338.3	244.3	190.9	204.4	-22%	7%
净对冲需求	12	1.1	7.4	0	0	3.5	17.9	11.5	4.3	0	-62%	na
总需求	993.3	972.9	1,000.80	1,006.40	929	1,102.40	1,284.20	1,198.50	1,164.10	1,148.30	-3%	-1%
市场平衡												
市场平衡	64.1	52.2	13.5	9.8	45.1	-79.3	-249.6	-200.6	-148.9	-117.6	-26%	-21%
ETPs 净投资	53.9	7.2	-21.4	83.3	331.1	64.9	-117.4	-37.6	61.6	70	na	14%
不含 ETPs 的市场平衡	10.2	45.1	34.9	-73.5	-286.1	-144.3	-132.2	-163	-210.5	-187.6	29%	-11%
名义银价（美元/盎司，伦敦价）	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	50	21%	77%
银价涨跌幅	-	-0.5%	-7.9%	3.2%	26.8%	22.3%	-13.6%	7.5%	21.1%	76.9%	21%	77%
金价涨跌幅	-	12.7%	-0.9%	18.4%	24.6%	-4.3%	0.4%	14.6%	25.5%	56.1%	21%	77%

2.5 2026年铜：长周期矿端供应不足长期难解，战略地位上升国家安全



2.5 2026年铜：降息周期复盘——铜价在预防式降息创下新高

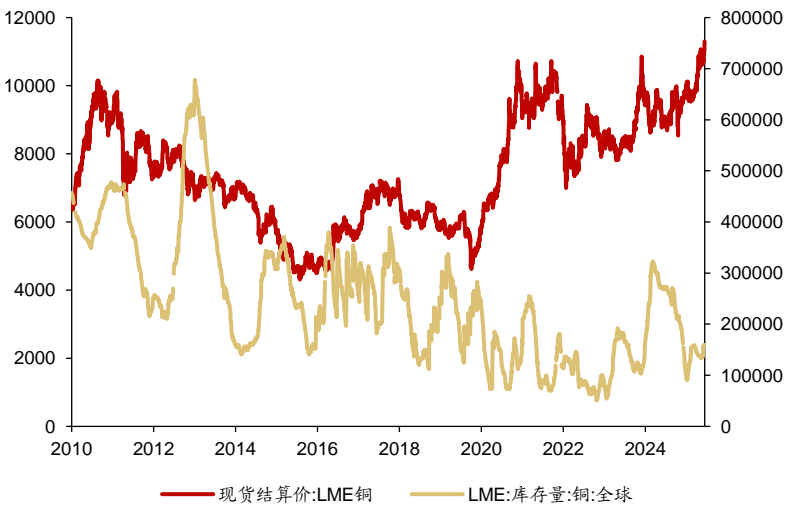
降息周期	启动时间	时间节点	利率 (%)	失业率(%)	CPI同比(%)	制造业PMI (%)	金价 (美元/盎司)	铜价 (美元/吨)
1984复苏调整型	1984年9月	降息启动月	11.0	7.3	4.3	50.0	340	1,294
		3个月后	8.1	7.3	4.0	50.6	320	1,321
		6个月后	8.5	7.2	3.8	47.8	314	1,390
		12个月后	8.0	7.1	3.2	49.9	323	1,366
1989衰退应对型	1989年6月	降息启动月	9.6	5.3	5.2	47.3	368	2,546
		3个月后	9.1	5.3	4.4	46.0	362	2,884
		6个月后	8.3	5.4	4.6	47.4	409	2,419
		12个月后	8.3	5.2	4.7	49.2	352	2,585
1995预防宽松型	1995年7月	降息启动月	5.8	5.7	2.8	50.7	386	3,076
		3个月后	5.8	5.5	2.7	46.7	383	2,814
		6个月后	5.3	5.6	2.8	45.5	399	2,616
		12个月后	5.3	5.5	2.9	49.7	383	1,986
1998预防宽松型	1998年9月	降息启动月	5.3	4.6	1.4	48.7	289	1,648
		3个月后	4.8	4.4	1.6	46.8	292	1,474
		6个月后	4.8	4.2	1.7	52.4	286	1,378
		12个月后	5.3	4.2	2.6	57.0	265	1,750
2001衰退应对型	2001年1月	降息启动月	5.5	4.2	3.7	42.3	265	1,788
		3个月后	4.5	4.4	3.2	42.7	260	1,664
		6个月后	3.8	4.6	2.7	43.5	268	1,525
		12个月后	1.8	5.7	1.2	47.5	282	1,504
2007衰退应对型	2007年9月	降息启动月	4.8	4.7	2.8	51.0	713	7,649
		3个月后	4.3	5.0	4.1	49.0	803	6,588
		6个月后	2.3	5.1	4.0	48.3	968	8,439
		12个月后	2.0	6.1	5.0	44.8	830	6,991
2019预防宽松型	2019年8月	降息启动月	2.3	3.6	1.7	49.1	1,500	5,709
		3个月后	1.8	3.6	2.1	48.1	1,471	5,860
		6个月后	1.8	3.5	2.3	50.1	1,597	5,688
		12个月后	0.3	8.4	1.3	56.0	1,969	6,499
2024年预防宽松型	2024年9月	降息启动月	5.0	4.1	2.4	47.2	2,571	9,237
		3个月后	4.5	4.1	2.9	49.3	2,648	8,916
		6个月后	4.5	4.2	2.4	49.0	2,983	9,740
		12个月后	4.3	4.4	3.0	49.1	3,668	9,984

资料来源：wind，浙商证券研究所

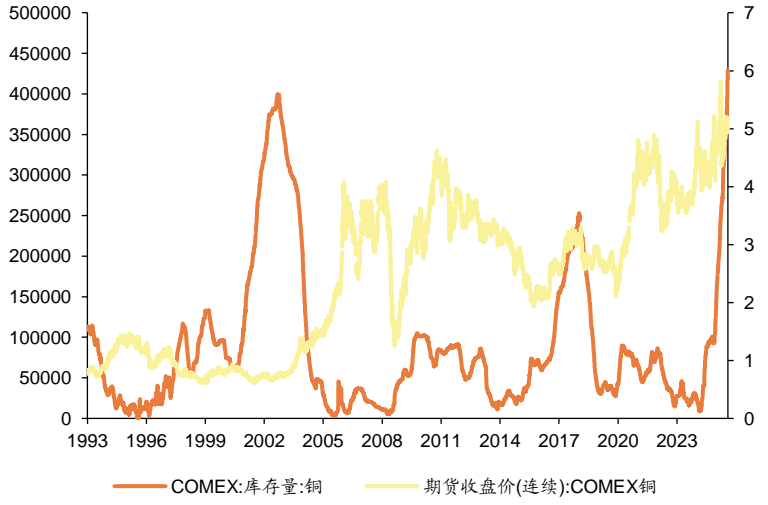
铜价与库存指标的相关性“极弱”，LME和国内社会库存表现为负相关，COMEX和SHFE库存表现为正相关，如将库存合计或单一地区库存变化作为先瞻性指标，则可能导致严重的判断谬误。COMEX铜价以及SHFE铜价跟库存的非传统反向关系反映了在铜价上涨的情况下中美博弈中对于铜的囤货需求以及战略金属需求。

- 相关性弱：库存的绝对水平并非铜价走势的核心驱动因素，市场可能更关注库存的变化趋势或预期，而非静态水平。同时，库存的影响在很大程度上被更强大的金融流动和成本驱动因素所掩盖。
- 方向不一致：LME和国内社会库存的微弱负相关符合“库存上升则价格承压”的经典理论，然而COMEX和SHFE库存出现微弱正相关，这可能反映了价格驱动库存的现象，即当价格因强烈的看涨预期和金融推动而上行时，会刺激显性库存的同步积累，从而扭曲了传统的反向关系。

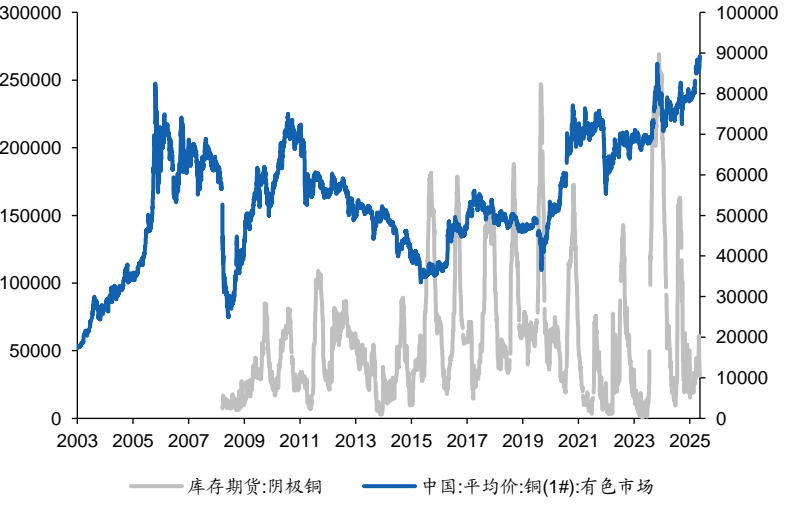
图：LME铜与LME库存偏负相关



图：COMEX铜与库存偏正相关



图：SHFE铜与LME库存偏正相关



资料来源：三维有色，wind，浙商证券研究所 注：数据截止2025年11月13日

2.5 2026年铜：供给——自由港印尼矿山停矿，2026年供给增速下滑

- 我们梳理了全球约17家矿企规划（占全球铜矿产量约60%），2025年净增量合计仅17万吨（考虑KK矿影响，2024年约52万吨），相较2024年全球铜矿总产量增速仅0.76%。预计2025年全球铜矿供给增量约为42万吨，供给增速约为1.8%，全年供给增速大幅下调。同时，由于自由港印尼Grasberg停矿，预期25年减产25-26万吨，26年下调23万吨，同时卡莫阿发布2026年矿产铜指引为38-42万吨，嘉能可下调2026年产量指引到84万吨，综上，我们下调2026年全球前17家供给增速增量3万吨，供给增速约为0.1%。
- 2025年年内存在大量的供给扰动：智利大规模停电、矿山品位下滑、印尼矿山维护、卡莫阿矿震、自由港矿泥倒灌、泰克资源QB矿尾矿问题等，年内各大矿企均出现不同程度的产量下调，根据我们统计前17家矿企事故影响产量达到57万吨，约占供给增速2%。

图：2026年前17大矿企供给统计

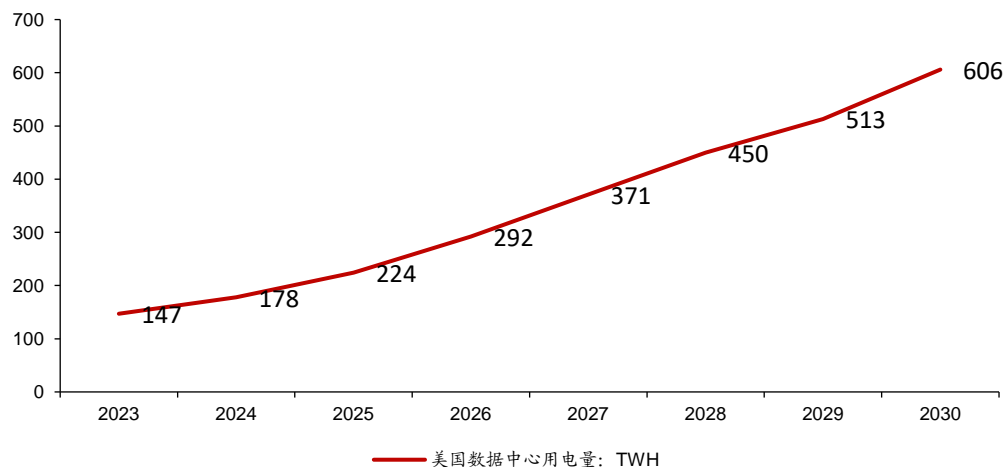
单位：万吨	企业	2023	2024	24增量	2025E	25增量	2026E	26增量
Rio Tinto Corp	力拓	62	70	8	82	12	84	2
MMG	五矿资源	35	40	5	50	10	50	0
Teck	泰克	30	45	15	53	8	51	-3
BHP Group	必和必拓	172	187	15	195	8	196	1
CODELCO	智利国家铜业	133	133	0	137	4	134	-3
Antofagasta	安托法加斯塔	66	66	0	68	2	74	6
Udokan Copper	乌多坎铜业	0	1	1	4	3	14	10
Vale	淡水河谷	33	35	2	36	1	37	1
Zijin	紫金矿业	102	107	5	108	1	120	12
KGHM Polska Miedz	波兰铜业	51	54	3	54	0	46	-8
Southern Copper	南方铜业	91	97	6	97	-1	94	-3
Nornickel	诺利斯克镍业	43	43	1	42	-1	43	1
CMOC	洛阳钼业	42	65	23	65	0	65	0
First Quantum Minerals	第一量子	71	43	-28	41	-2	43	2
Lundin Mining	伦丁矿业	32	37	5	32	-5	33	1
Anglo American	英美资源	83	77	-5	72	-5	72	0
Glencore	嘉能可	101	95	-6	88	-7	84	-4
Freeport-MCMoRan	自由港	191	191	0	182	-9	168	-14
合计		1335	1386	51	1403	17	1406	3

2.5 2026年铜：强基本面，AI/储能等新兴领域增量需求显著

图：数据中心需求

	2025E	2026E	2027E	2028E
全球数据中心新装机 (GW)	26.7	45.9	74.1	95.3
每MW对应铝需求 (吨)	64	64	64	64
每MW对应铜需求 (吨)	27	27	27	27
AI数据中心耗铜量 (万吨)	72	124	200	257

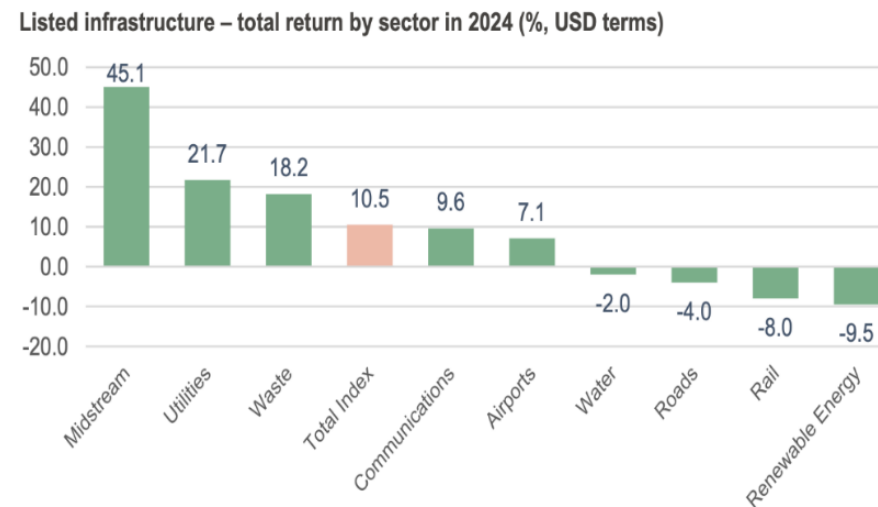
图：AI电力需求测算 (单位：TWH)



图：储能需求

	2025E	2026E	2027E	2028E
储能装机量 (GWH)	277	360	432	496
储能电池发货量 (GWH)	590	885	974	1071
单GWH储能电池用铜量 (吨)	620	620	620	620
储能电池用铜量 (万吨)	37	55	60	66

图：美国资本开支 (按板块) -按行业划分的回报率



Source: Bloomberg, Factset, FTSE Global Core Infrastructure 50/50 Total Return Index in USD

2.5 2026年铜：关税战缓和利好全球贸易修复，供给收紧催化供需矛盾

表：供需平衡表 (单位：万吨)

		2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
供给端	全球精炼铜产量 (万吨)	2490	2528	2651	2740	2767	2796	2859
	增速		1.5%		4.9%	3.4%	1.0%	1.0%
	全球铜矿产量 (万吨)	2120	2190	2260	2300	2316	2332	2382
	增速		3.3%		3.2%	1.8%	0.7%	0.7%
	全球再生铜产量 (万吨)	410	412	452	464	476	489	502
	增速		0.7%		9.6%	2.7%	2.7%	2.7%
	精炼系数	1.02	1.03	1.02	1.01	1.01	1.01	1.01
需求端	全球铜需求: 万吨	2974	3000	3034	3143	3205	3274	3352
	全球铜需求增速: %		0.9%		1.1%	3.6%	2.0%	2.2%
需求拆分	电力电子 (含风光储)	827	857	873	923	936	918	926
	同比增速: %		4%		2%	6%	17%	15%
	房屋建筑	822	791	786	776	767	758	749
	同比增速: %		-4%		-1%	-1%	-1%	-1%
	交通领域(含新能源)	371	388	406	458	530	591	656
	同比增速: %		5%		5%	13%	16%	12%
	消费 (家电/3C)	665	678	690	701	713	725	737
同比增速: %		2%		2%	2%	2%	2%	
其它	288	286	279	284	283	282	283	
	同比增速: %		-1%		-2%	2%	0%	0%
增量需求	新能源汽车	50	78	104	130	173	204	235
	新能源汽车用铜量同比增速 (%)		55%		33%	25%	33%	18%
	光伏	103	139	246	324	351	325	333
	光伏用铜量同比增速		31%		66%	28%	4%	-12%
	风电	91	77	114	115	132	156	168
	储能				19	29	51	75
机器人				52	77	81	85	
数据中心				35	72	124	200	
供需缺口: 万吨		-46	-29	7	30	-4	-45	-60

资料来源: Wind, ICSG, IEA, Navigant Research, GWEC, SMM, 国际太阳能光伏网, 北极星太阳能光伏网, 各矿业公司官网, 浙商证券研究所

关于铝价的观点：我们强调研究框架的迭代——供给的紧约束进入平台期，指标/电力/废料限制形成铝供给的瓶颈，全球供给增速CAGR约为1.5%；需求的强释放进入启动期，建筑影响减弱，工业材+电力+交通增量需求集中释放，全球性资本开支增长效果初现。现有低库存水平下，铝价有望跳出过去三年的区间震荡，进入需求催化的主升浪，向上空间打开。

2025年年度复盘：2025年，铝价中枢维持上移趋势，关税造就全年低点，**季节性框架被打破**。2025年制造业景气度突出，淡季不淡，需求表现突出，低库存和海外高成本给予价格强支撑，美联储持续推进降息，经济复苏预期强化，东南亚国家潜力释放，金融和商品属性双线正向启动。

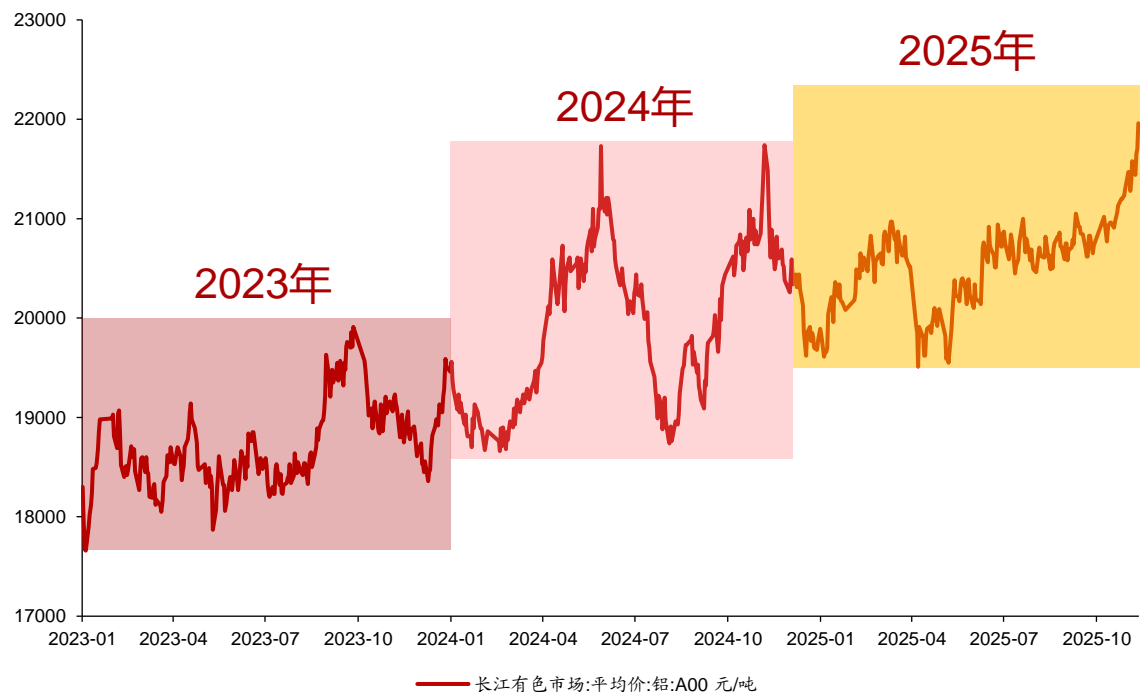
2026年指标观测：①2025年全球去库，库存处于低位，**国内社会流通库存天数仅为5天**，有望放大价格弹性。②截止到2025年11月13日，**伦沪价差为1101元/吨**，伦沪价差自今年6月份以来持续转正，沪铝价格变化滞后与伦铝，存在较为显著的区域间套利，海外铝短缺显著，出口通道有望进一步打开；③截止到2025年11月13日，**铜铝比为3.8**，处于相对高位，从历史情况看铜铝比处于相对高位情况下短期内铝价存在补涨。

- **供给侧：我们强调供给侧的约束主要来源于政策红利，“反内卷”政策环境下，电解铝行业生命周期延长。**①国内：“反内卷”政策环境下，电解铝作为各行业政策实施的标杆案例，存在较强的政策定力和远期保障，行业生命周期延长。②海外：“东未升西已落”格局不改，东南亚地区成为增产主力，然而**中国承诺“不对外建设火电机组”**，新能源电力难以独立承接电解铝用电需求；发达国家电力市场供需趋紧，**电解铝电力协议到期难续**，未来AI等用电需求或将持续挤压电解铝企业生存空间。
- **需求侧：我们强调需求侧的增长从新能源的单一驱动转化为电力+交通+工业材的需求全面开花。**
- **利润端：中国电解铝产能技术领先，“低耗”优势凸现，受益于全球低位的电价水平，获得位于成本曲线左侧的超额利润，伴随氧化铝利润转移回电解铝端，电解铝盈利进入“供改”红利期。**①到2024年，中国电解铝综合交流电耗降至13300kWh/t左右，比世界平均水平低800kWh，处于全球领先水平。②能源价格在全球处于较低水平，中国平均电价不足美国的1/2，约为德国电价的1/6。
- **权益端：把握资产重估机会，重视周期+红利共振。建议关注中国宏桥/云铝股份/神火股份/天山铝业/南山铝业/创新实业/中孚实业/中国铝业等。**

风险提示：国际政治形势变动风险、供给超预期放量风险、下游需求释放不及预期

- **沪铝价格**：截止到2025年11月13日，SMM铝收盘价为21960元/吨，同比上升1140元/吨，增幅5%，年初至今涨幅2120元/吨。
- **伦铝价格**：截止到2025年11月13日，LME现货结算价为2856美元/吨，同比上升342美元/吨，增幅14%，年初至今涨幅381美元/吨。
- 2025年制造业景气度突出，淡季不淡，需求表现突出，低库存和海外高成本给予价格强支撑，美联储持续推进降息，国内经济刺激政策频繁出台，经济复苏预期强化，东南亚国家潜力有望释放，金融和商品属性双线正向启动，铝价处于上行周期。

图：沪铝价格（铝价中枢持续上移，从慢牛逐渐走向主升）



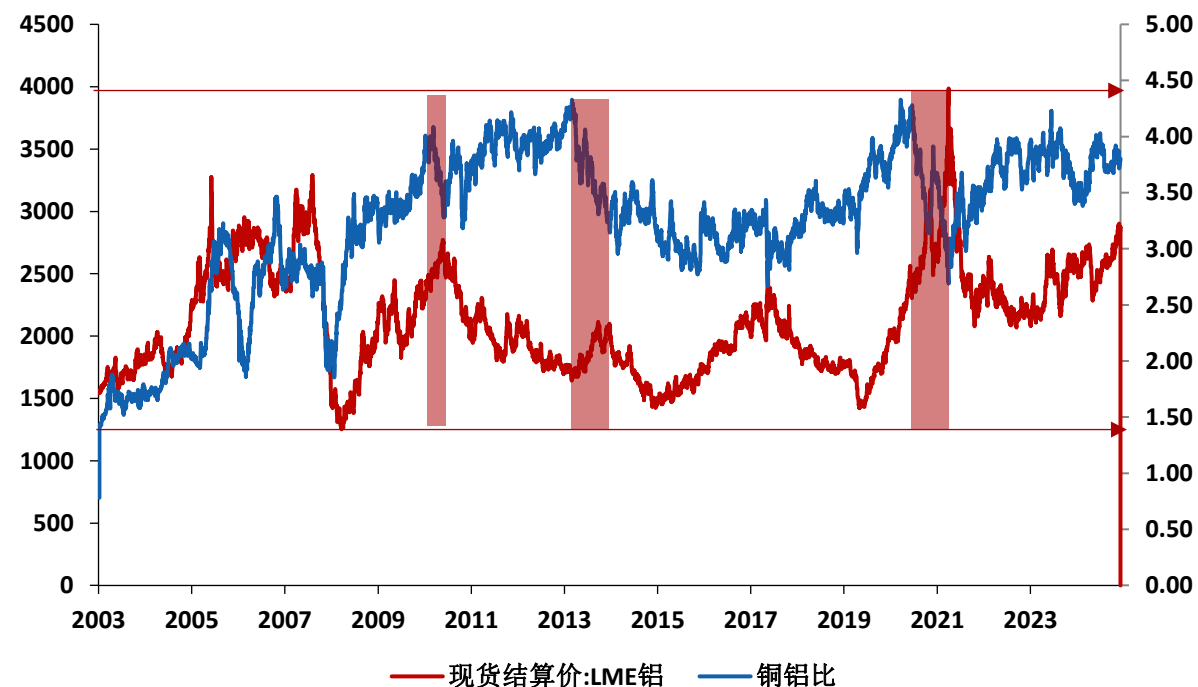
图：LME铝价（关税预期创造年内低点，低库存状态下季节性回调被熨平）



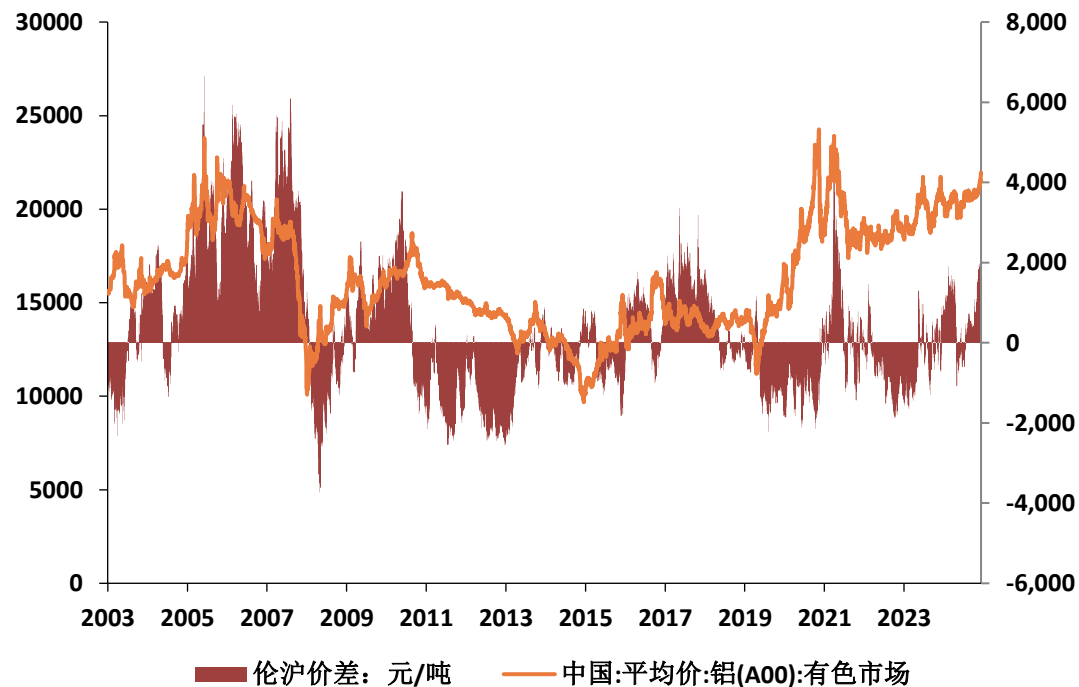
伦沪价差：截止到2025年11月13日，伦沪价差为1101元/吨，伦沪价差自今年6月份以来持续转正，沪铝价格变化滞后与伦铝，存在较为显著的区域间套利，海外铝短缺显著，出口通道有望进一步打开。从当前伦铝价格来看，对应沪铝价格约为23000元/吨，铝价向上空间持续打开。

铜铝比：截止到2025年11月13日，铜铝比为3.8，处于相对高位，从历史情况看铜铝比处于相对高位情况下短期内铝价存在补涨，多数情况下铜铝价格同涨同跌。

图：铜铝比（处于历史相对高位）



图：伦沪价差（伦沪价差转正，沪铝价格上涨）

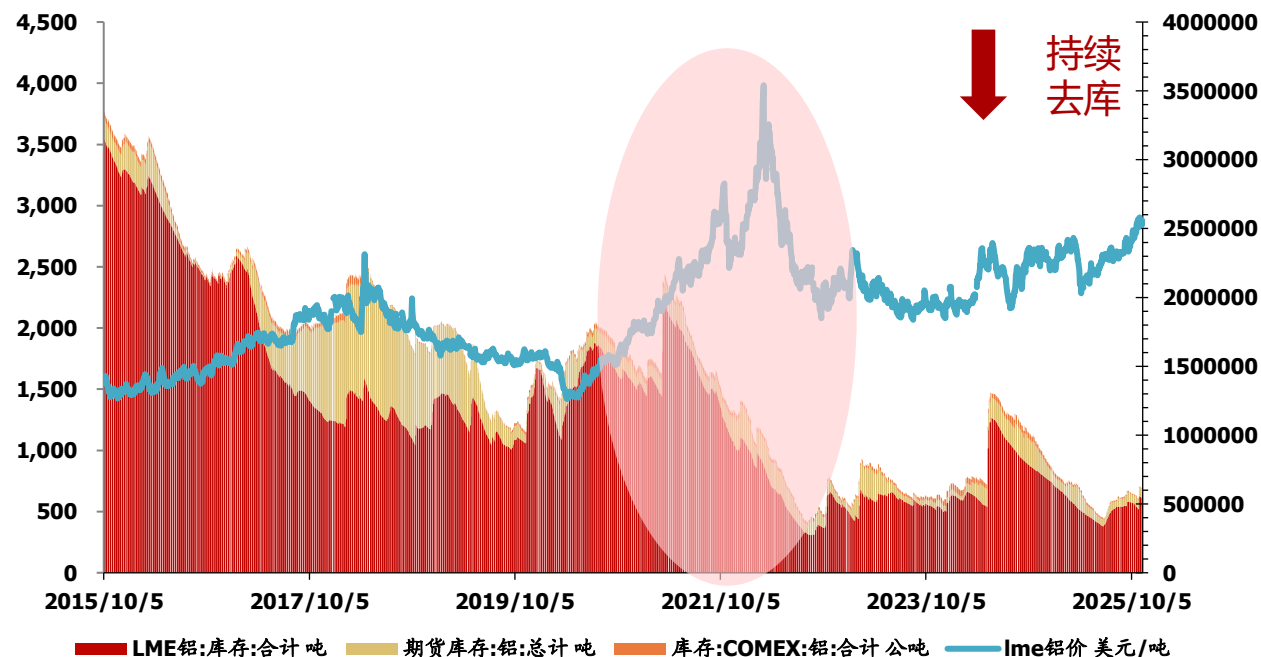


2.6 2026年铝：库存——全球去库，库存处于低位，有望放大价格弹性

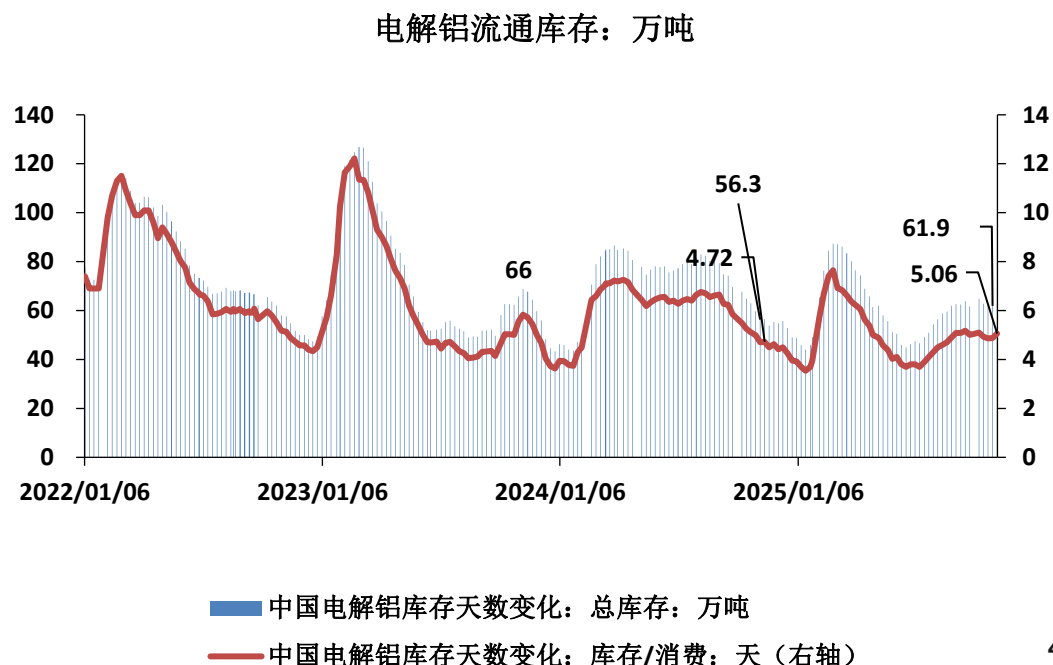
社会流通库存：库存天数仅为5天。截止到2025年11月13日，电解铝铝锭社会库存处于历史较低位置，约为62万吨，库存天数为5天；截止到2025年11月13日，电解铝铝棒社会流通库存约为14万吨，相较于去年同期基本持平，库存天数为4天。

期货所库存：2025年全年去库28万吨。2024年5月底，欧洲发起对俄铝的制裁，隐性库存显性化，伦铝库存单月快速增长约60万吨，后持续去库。截止到2025年11月13日，LME库存为55万吨，相较于去年同期去库17万吨，同时COMEX铝库存亦急速下降，当前库存水平低于1万吨，上期所库存降至6万吨，去库约8万吨。从目前库存来看，三地期货所累计库存显著低于去年，处于持续去库阶段。

图：LME铝价及库存



图：国内社会流通库存（库存天数仅5天）



2.6 2026年铝：供给——“反内卷”标杆，产能指标形成稀缺资源

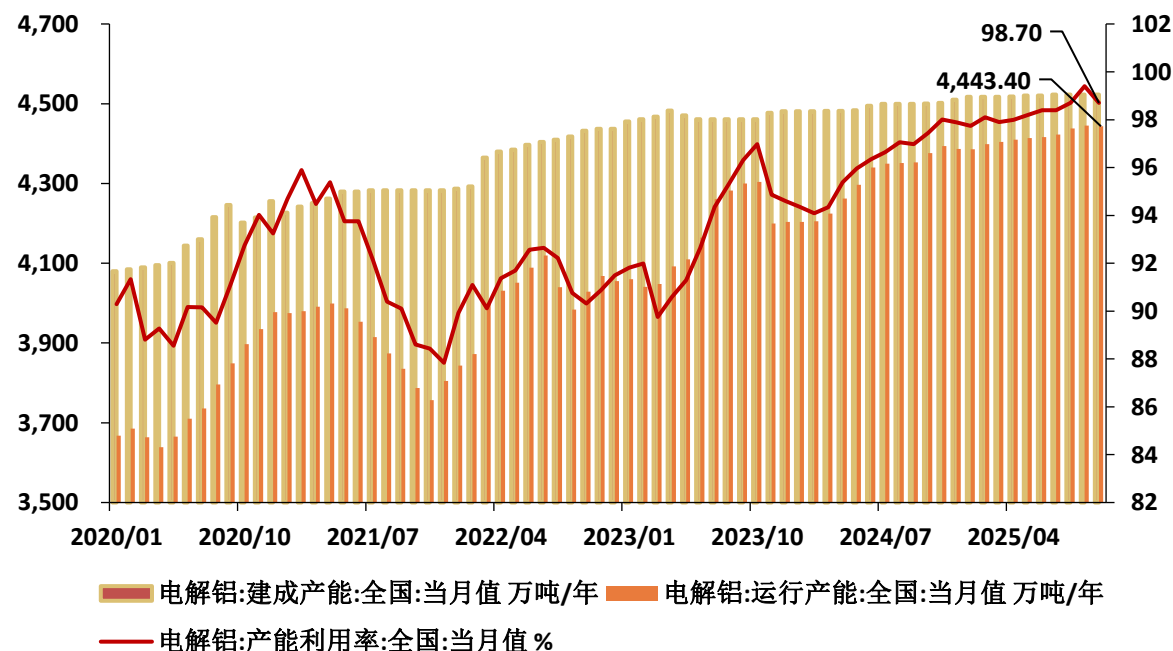
国内：“反内卷”政策环境下，电解铝作为各行业政策实施的标杆案例，存在较强的政策定力和远期保障，行业生命周期延长。“产能天花板”限制下电解铝行业成为“指标”生意，产能指标本身形成了稀缺资源。

- 新增产能：供给侧接近产能天花板，新增产能方面闲置指标投产基本结束，2025年天山&电投能源指标投产后，市场闲置指标仅剩青海11万吨+辽宁30万吨，均无具体投产时间规划，剩余产能建设多为置换产能；
- 复产产能：截止到2025年11月，电解铝产量累计值约为3775万吨，同比增产136万吨，同比增幅约为4%，主要源于年内云南四川等地复产；当前电解铝运行产能约为4443万吨，全国产能利用率为99%，复产产能已基本完全释放。

图：闲置指标投产计划

省份	项目名称	类别	产能：万吨	计划投产时间
内蒙	霍煤鸿骏扎铝	新投	35	2025/12/20
新疆	天山铝业	新投	24	Apr-26
辽宁	营口忠旺	新投	30	暂无
青海	海源绿能	新投	11	暂无

图：电解铝产能利用率达到99%



2.6 2026年铝：供给——“东未升西已落”，正视电力缺口

海外：“东未升西已落”格局不改，电力仍是产能限制的矛盾所在，电解铝需要长期稳定的能源配套，短期内难以爆发式量增。

- **东未升**：海外东南亚地区成为增产主力，然而中国承诺“不对外建设火电机组”，新能源电力难以独立承接电解铝用电需求，全球电解铝产能增速受到制约。当前海外主要增产区域来自印尼/印度/中东地区，Vedanta/Inalum等多数项目均出现持续性延期，从当前统计来看，预计2026/2027年海外新增电解铝产量约为118/136万吨。
- **西已落**：发达国家电力市场供需趋紧，**电解铝电力协议到期难续**，高成本地区持续减产，未来AI等用电需求或将持续挤压电解铝企业生存空间。2025年底，莫桑比克铝厂因电力合同到期宣布2026年停产，但这并非个例，根据我们统计，自2022年以来，海外退出产能已达到167万吨。根据IAI统计，2024年底全球电解铝耗能936TWH，其中北美耗能54TWH，根据Mckinsey预测，2030年，美国数据中心耗能606TWH，全球数据中心用电需求达到1400TWH，如电解铝企业出现电力合同到期，则议价能力显然更低。

图：海外新增电解铝产能投产规划：2026/2027年产量新增约118/136万吨

铝厂	国家	规划新建产能	2026E	2027E	待建产能
Balco	印度	44	22	22	多次延期
Odisha	印度	300			300
Aditya/Mahan	印度	56			20 (2028) ; 36 (未定)
华青铝业	印度尼西亚	100			50
Inalum	印度尼西亚	60			60(2028)
PT Adaro Energy	印度尼西亚	150	20	30	100
NAS&PAI	印度尼西亚	25		25	
聚万铝业	印度尼西亚	100	42	6	50(纬达贝 (IWIP))
Morowali	印度尼西亚	120	15	45	60 (青山工业园)
南方铝业	伊朗	30			30, 延期
华通线缆	安哥拉	24	12		12, 二期
得农铝业	越南	45	8	8	30 (延期)
诺拉塔尔萨港工业园	美国	60			60 (2029年)
沙特延布工业区项目	沙特阿拉伯	50			50 (2028)
合计：万吨		1194	118	136	888

资料来源：SMM，浙商证券研究所

图：海外减产电解铝产能汇总：2021-2025累计减产225万吨

铝厂	建成产能	减产产能	当前复产	备注
Dunkerque industries Franct	28.5	6.3	6.3	完成重启
Aldel (Aluminium Delfzijl BV)	11	11	0	彻底关停
Primary Products Hamburg (Trimet)	13	3.9	-	2025年重启计划搁置
Niederlassung Voerde (Trimet)	9.5	2.9	-	
Essen (Trimet)	16.5	8.3	-	
Speira	14	14	0	彻底关停
Slovalco	17.5	17.5	0	彻底关停
Alro Slatina	26.5	15.9	0	能源问题严重
San Ciprian Works (AA)	22.8	22.8	0	17.1万吨重启计划
Podgorica	6	6	0	进口原铝
Kidricevo	8.5	8.5	0	业务转向铝加工
Lista	9.4	3.1	-	
Century Aluminum Hawesville	25	25	0	有重启打算，还需等待
Warrick (AA)	26.9	5.4	0	劳动力短缺
Portland Aluminium smelter (AA)	35.8	3.9	3.5	完成重启
Tiwai Point (Tinto)	34.5	12.5	0	早已复产
south32	60	37		计划2026年减产
Norðurál Grundartangi (Century)	32	21		电力设备故障
Tomago Aluminium (Tinto)	59	59		2028/12电力合同到期
合计	456	284	10	

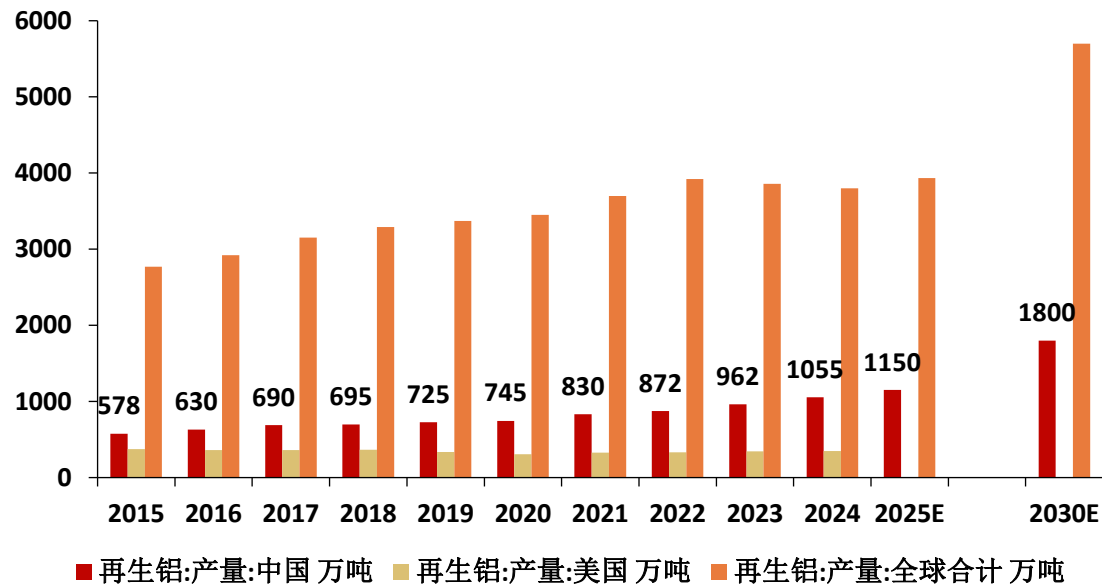
2.6 2026年铝：供给——再生铝为后续核心方向，增长受废料限制

再生铝：废料成为再生铝核心限制，全球易拉罐已实现75%的回收率（2023），海外废料保护初现，国内回收体系尚未成熟。

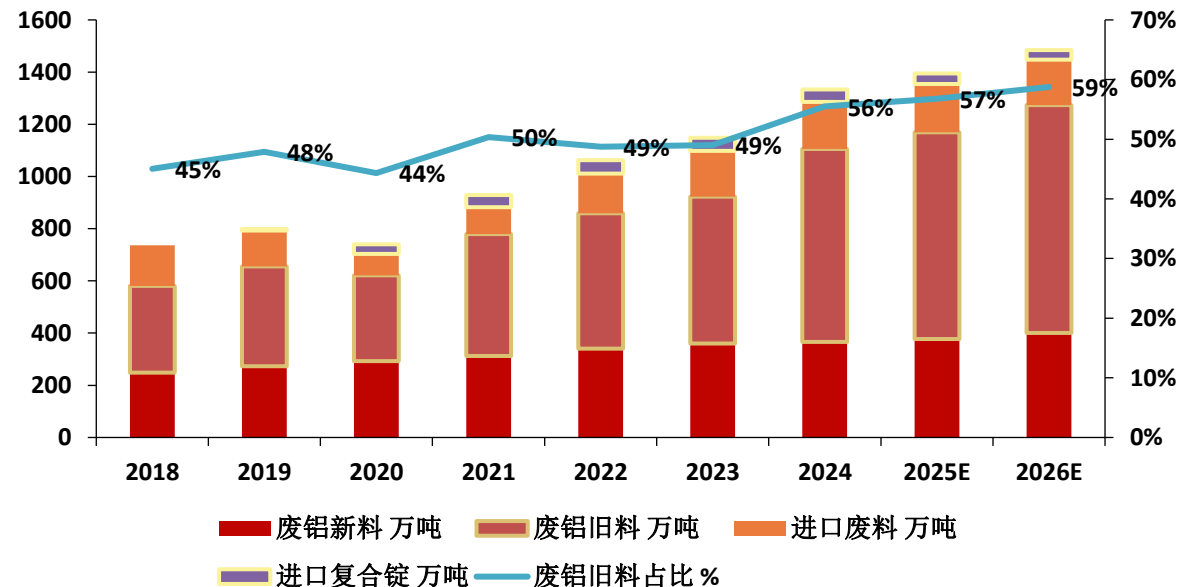
国内：回收体系处于建设阶段。现阶段废铝旧料的回收主要来自于平均约10-20年间社会旧料回收而来，其中以建筑，交通领域的回收料为主导。当前废料回收体系尚未成熟，大部分变形铝合金废料无法保级使用，大部分降级成为再生铸造铝合金的原料，未来旧料产生有望随着“城市更新”以及“旧车拆解”进入爆发式增加阶段。2024年国内原料在再生铝原料中的占比为83%。

海外：欧美资源保护呈加速态势。2025年7月，欧盟委员会宣布对钢铁、铝和铜废料实施进出口监控，这一举措所覆盖的贸易量占循环经济材料贸易总量的40%。此项行动旨在直接应对战略原料持续外流的危机，由于土耳其、印度等国家大量吸纳欧盟的废金属，使得欧盟本土冶炼企业面临原料断供的风险。而特朗普政府拟对初级钢铝产品征收50%的关税，使得贸易商为规避成本，提前将废铝转销至美国市场。**行业预警表明，如果缺乏政策干预，欧洲至少会有三家铝冶炼厂在2025年年底停产。**

图：再生铝预期产量（2015-2030）



图：2024年进口废料占比约为17%

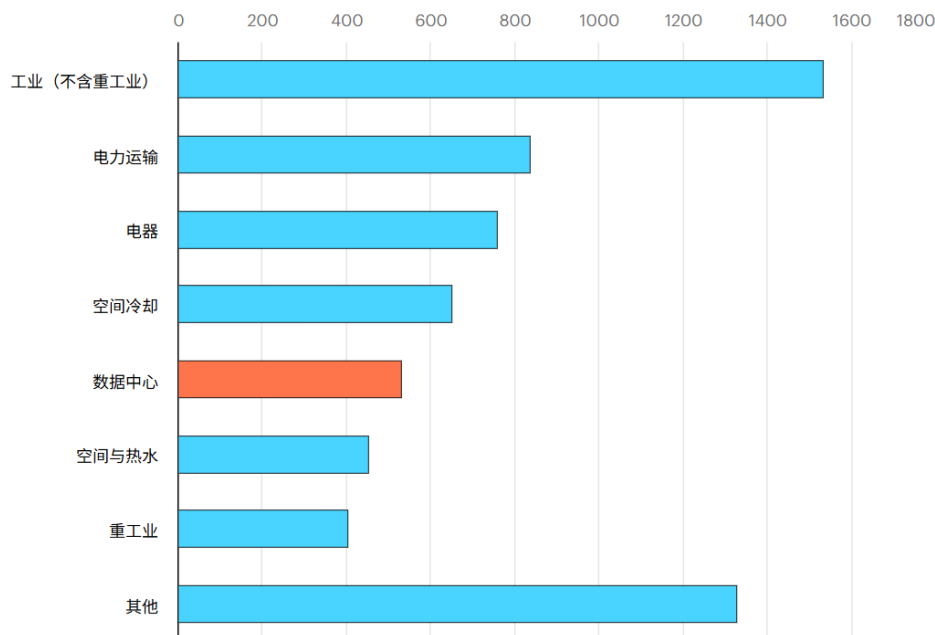


2.6 2026年铝：需求——全球电力需求激增，重回4%增速

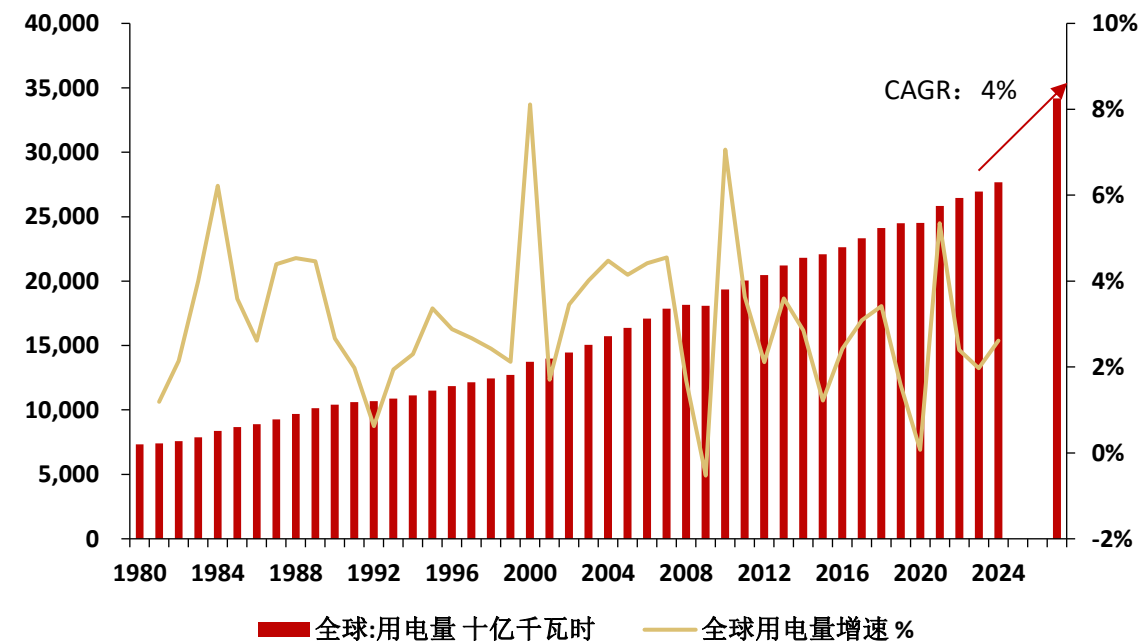
全球电力需求重回高速增长区间，国际能源署（IEA）预计，2025–2027 年全球电力需求将以年均 4% 的速度增长——这是多年停滞后的再加速，而主要动力正来自全球数据中心和 AI 训练集群的爆发性扩张。

- 数据中心在全球能源系统中是相对较新的参与者。目前，数据中心的用电量估计约为415太瓦时（TWh），约占2024年全球用电量的1.5%。过去五年中，它每年增长12%。全球数据中心的用电量预计将翻倍，到2030年达到约945太瓦时，约占2030年全球总用电量的3%。
- 工业用电量持续攀升，工业产出值增长持续超预期。电气化、电动汽车的普及以及机械、电子等持续发挥“压舱石”作用，工业机器人、服务机器人、动车组、高技术制造业、装备制造业等新质生产力需求为经济发展持续注入新的活力。

图：全球电力需求增量：Twh (2024-2030)



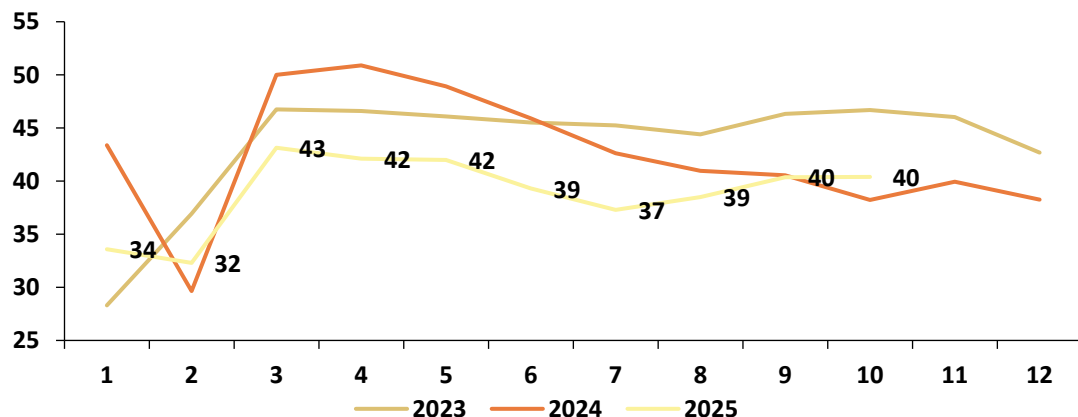
图：全球电力需求增长重回高速增长区间，预计2024-2030年年均增速为4%



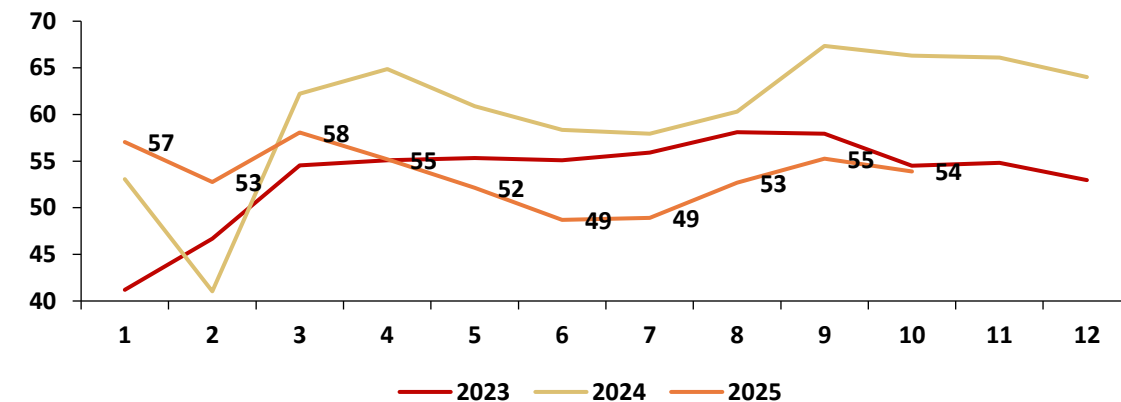
2.6 2026年铝：需求——2025整体开工率水平处于相对高位

从国内的开工率水平来看：铝线缆以及铝板带开工率显著高于去年同期，主要源于电力需求增长以及新能源汽车销量超预期；建筑型材开工率基本稳定在40%上下，需求基本稳定；由于光伏年初抢装影响，工业铝型材开工率呈现出前高后低的趋势，但9/10月份随着其余工业材需求增长，开工率升高回55%左右。

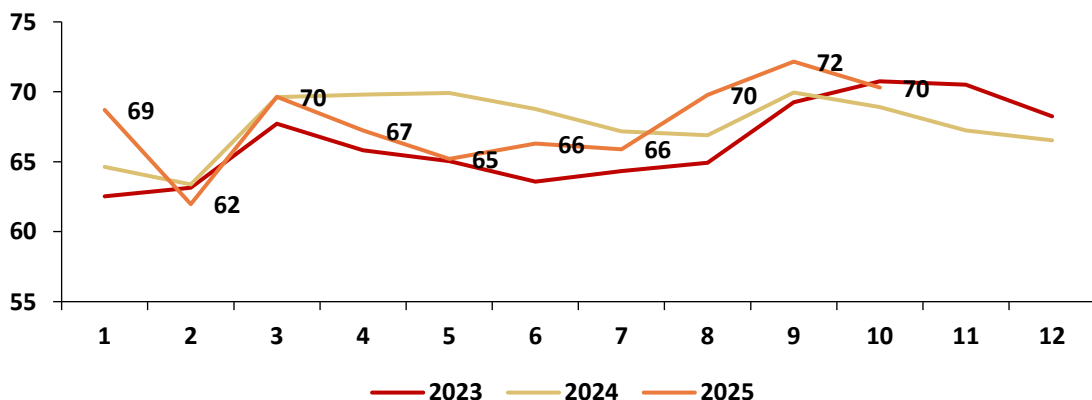
图：建筑铝型材开工率



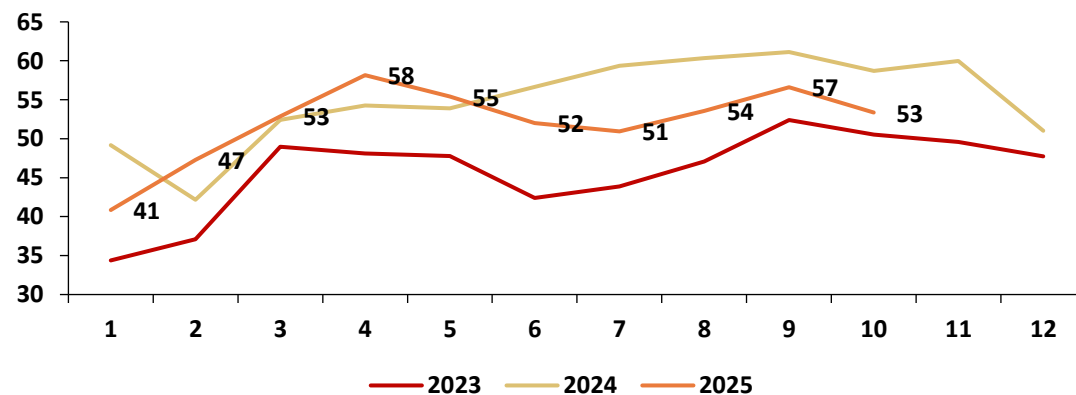
图：工业铝型材开工率



图：铝板带开工率



图：铝线缆开工率

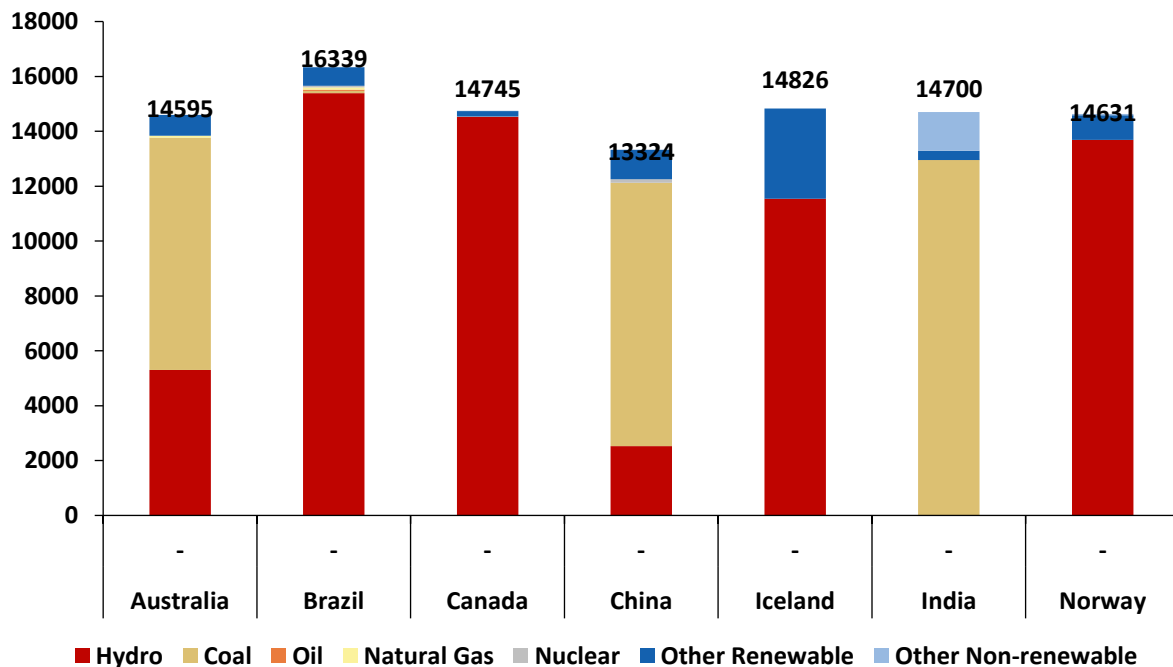


2.6 2026年铝：技术领先能耗全球低位，能源优势带来超额利润

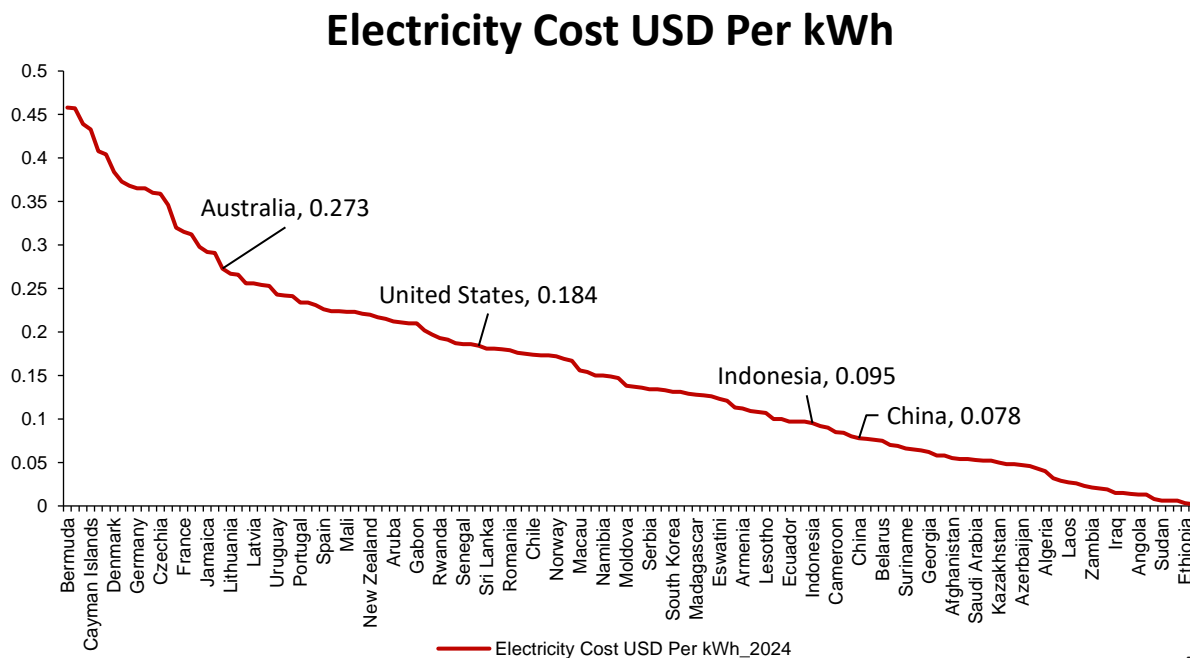
中国电解铝产能技术领先，“低耗”优势凸现，受益于全球低位的电价水平，获得位于成本曲线左侧的超额利润。

- **低耗：**中国经过持续的产能置换，技术升级，大力推进500kA及以上大型电解槽技术的广泛应用。到2024年，中国电解铝综合交流电耗降至13300kWh/t左右，比世界平均水平低800kWh，处于全球领先水平。
- **低电价：**受益于中国高效的能源生产和输配体系，以及政府对能源价格的合理调控，能源价格在全球处于较低水平。根据 Global petrol prices 测算，2023年-2025年Q2，全球各国、地区的居民用户用电价平均为0.166美元/千瓦时。其中，中国的电价仅为0.076美元/千瓦时；美国的电价0.181美元/千瓦时；德国电价为0.402美元/千瓦时。

图：技术领先全球能耗低位 (kwh/t)



图：电力价格处于全球低位



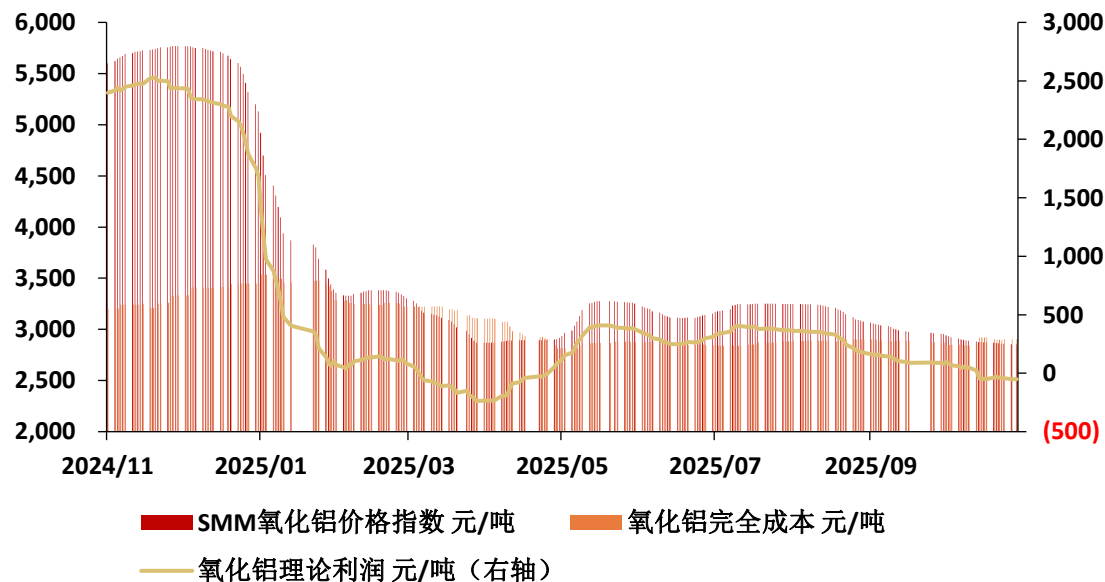
2.6 2026年铝：氧化铝利润转移回电解铝端，盈利进入“供改”红利期

截止到2025年11月12日，氧化铝价格持续回落，氧化铝行业平均利润由盈转亏；电解铝行业平均利润上升到5500元上下，供改红利凸现。

- 氧化铝：截止到2025年11月12日，氧化铝报价为2853元/吨，行业完全成本为2904元/吨，理论氧化铝利润-52元/吨。
- 电解铝：截止到2025年11月12日，电解铝报价为21670元/吨，按照0.40元/度电价核算，行业现金成本约为13900元/吨，行业不含税完全成本为16100元/吨，理论税前吨铝利润为5569元/吨，如按照25%的所得税，则税后吨净利约为4125元/吨。

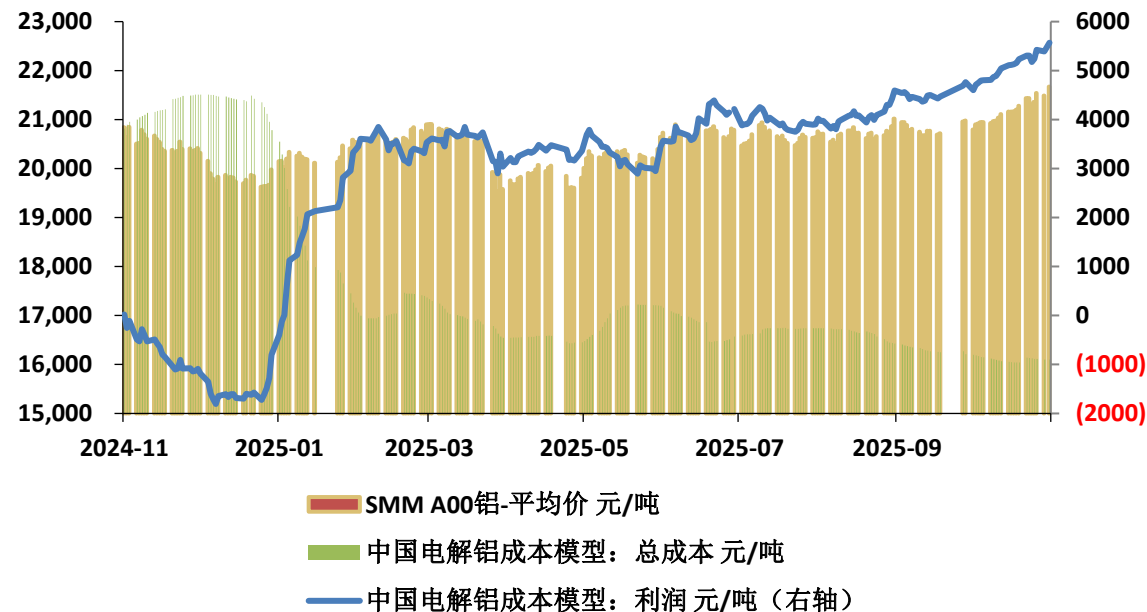
图：氧化铝价格靠近成本

氧化铝成本利润模型：元/吨



图：电解铝利润进入“给供改”红利期

电解铝成本利润模型：元/吨



2.6 2026年铝：把握资产重估机会，重视“周期”“红利”共振

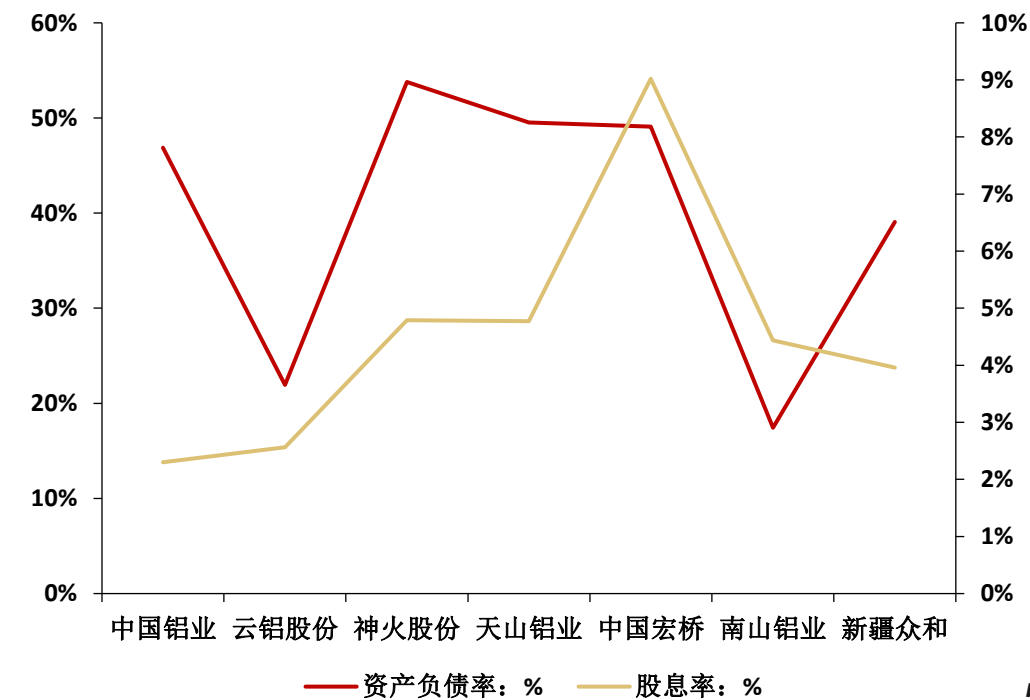
把握周期机会：铝价上行周期，电解铝标的毛利率偏低的情况下，结合氧化铝价格变化，通过较小的铝价涨幅有望兑现较高的利润涨幅。从敏感性测算来看，在20500/3300的价格假设下行业单吨净利约为2500元/吨；在21500/2800的价格假设下单吨净利约为3800元/吨，增幅52%，权益端投资价值凸现；

把握红利机会：电解铝企业在过去三年内实现稳定盈利，行业资产负债率持续改善，公司自由现金流持续增长，在后续较低的资本开支情况下，存在明确的分红机会。2024年电解铝行业普遍上调分红比例，龙头中国宏桥分红比例提升到62%，年中股息率水平超过8%。

表：铝价/氧化铝价格敏感性测算单吨净利（电价假设0.45元/度，所得税假设25%）

	19500	20000	20500	21000	21500	22000	22500	23000	23500
2600	2715	3047	3379	3711	4043	4374	4706	5038	5370
2700	2588	2920	3251	3583	3915	4247	4579	4911	5243
2800	2460	2792	3124	3456	3788	4120	4451	4783	5115
2900	2333	2665	2997	3328	3660	3992	4324	4656	4988
3000	2205	2537	2869	3201	3533	3865	4197	4528	4860
3100	2078	2410	2742	3074	3405	3737	4069	4401	4733
3200	1951	2282	2614	2946	3278	3610	3942	4274	4605
3300	1823	2155	2487	2819	3151	3482	3814	4146	4478
3400	1696	2028	2359	2691	3023	3355	3687	4019	4351

表：电解铝企业资产负债率&股息率



➤ 锂行业：

- ◆ 自2023年以来，行业经历大幅过剩，整体供给增速大于需求增速，锂价单边下行，自最高59万下跌至6万，逐步击穿成本曲线右侧高成本项目成本，澳洲出现部分项目停产，行业巨头开始亏损，资本开支也逐步放缓，行业底部信号明显。
- ◆ 自2025年以来，储能需求持续超预期，成为锂行业需求第二增长曲线，根据我们预期，2025年储能对于碳酸锂需求达34.5万吨，明年有望超50万吨，相比2021年5万吨需求，增长10倍。
- ◆ 2026年是行业供需反转“分水岭”的一年，新能源汽车虽然在政策补贴退坡的背景下，增长可能有限，但电动重卡，轮船等新应用场景，以及技术进步单车带电量提升，我们认为动力电池出货仍有望增长。储能端一方面国内在容量电价政策刺激下有望持续带动投资，海外在AI“电力荒”的背景下，储能电站的投资有望超预期，从而带动储能电芯的采购。我们认为**2026之后行业进入供需偏紧状态，锂价易涨难跌，有望突破10万**。建议关注锂行业投资机会。

➤ 钴行业：

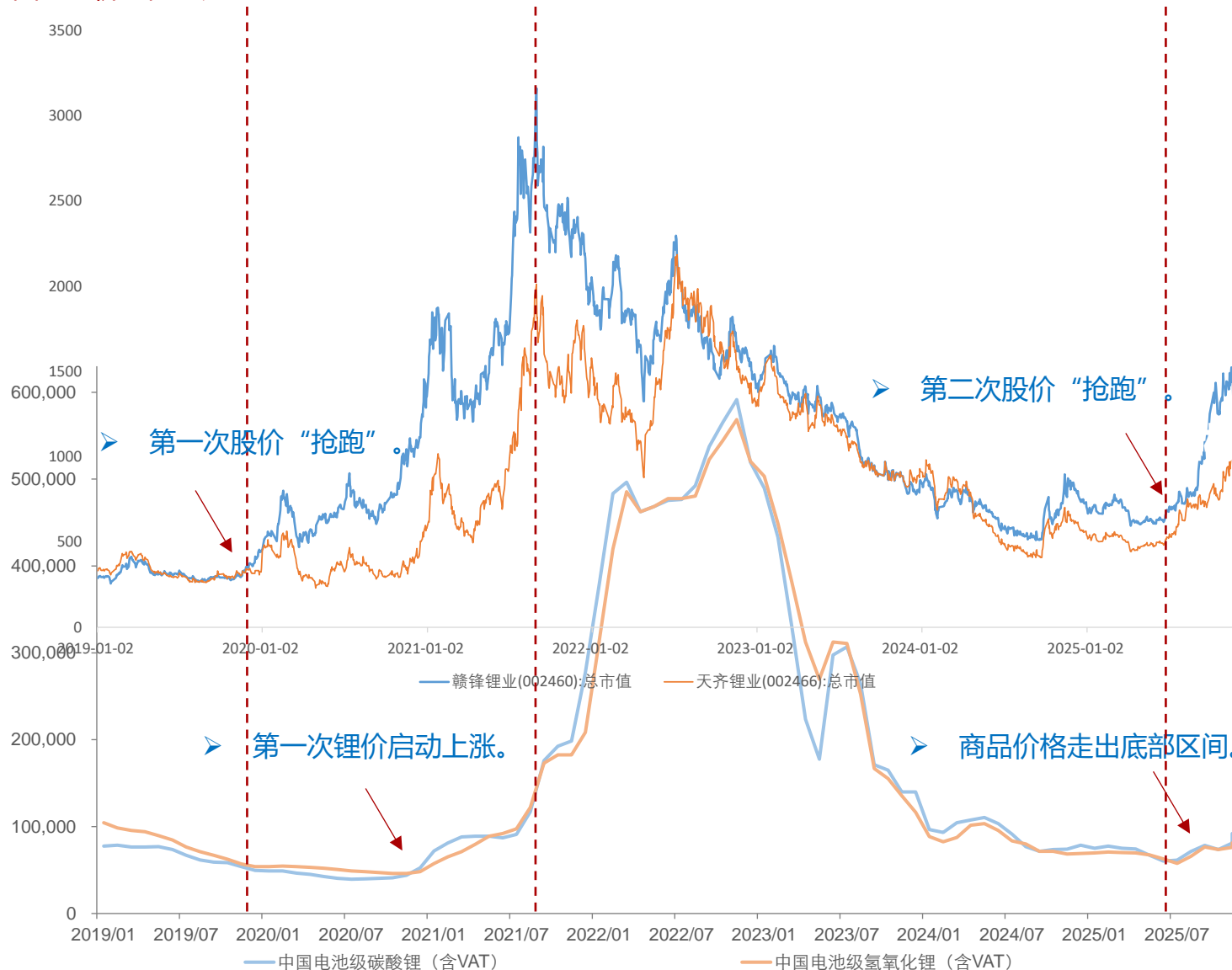
- ◆ 刚果金政府通过配额制度来限制供给，效果明显，钴价中枢逐步抬升。若刚果金政策能够强力执行，我们认为**未来钴行业长期处于紧平衡状态，钴价有望持续维持高位**。

➤ 镍行业：

- ◆ 自2021年以来，多家中资企业在印尼投资建设镍产线，印尼镍产量持续攀升，2024年供给达220万吨，全球供应占比达59%，相比2021年产量增长112%。需求端不锈钢仍是主要需求，增长动力与全球宏观相当，在过剩的大背景下，镍价持续震荡寻底。我们认为目前镍价已跌至行业75C1成本分位线，下跌空间有限，但短期受高库存和过剩影响，镍价反弹乏力。展望2026年，一方面高成本镍项目有望停产减产，另一方面处于成本曲线左端的印尼项目，在印尼政府通过调整RKAB生产配额来减少供给。我们认为目前的**镍行业处境类似一年前的钴行业，处于底部区间**。

- 受储能需求超预期，锂价逐步走出底部区间。
- 锂行业股票往往先于商品“抢跑”。
- 目前行业处于供需双旺，库存持续去化。
- 下游硫酸铁锂产量保持高增长，下游需求旺盛。
- 新能源汽车今年以来销量增速超30%，储能出货量同比达65%。
- 资本开支来看，海外及国内增速明显放缓。
- 供需平衡来看，锂行业供需有望在2026年进入紧平衡，2027年进入较为紧缺状态。
- 若锂价涨至20万元/吨，碳酸锂成本占电芯成本约33%，电芯成本上涨约66元。
- 建议关注未来两年自有矿增速较快和绝对量较大的行业龙头，赣锋锂业，天齐锂业，盐湖股份，大中矿业，永兴材料等。

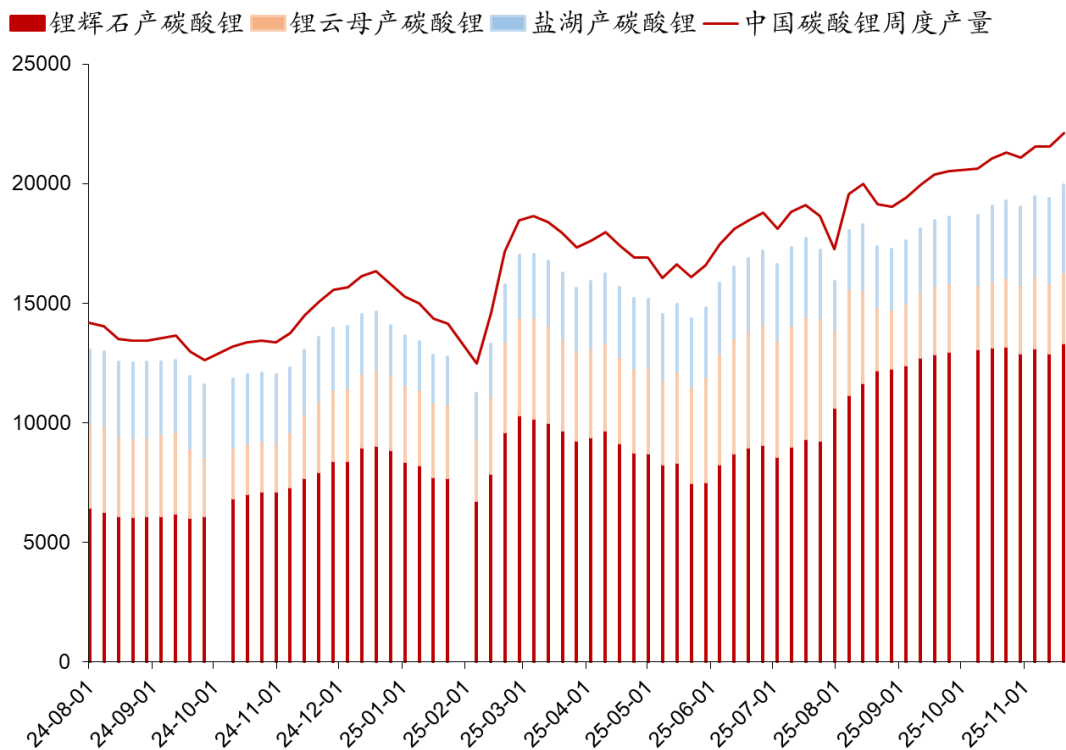
图：锂价与商品关系



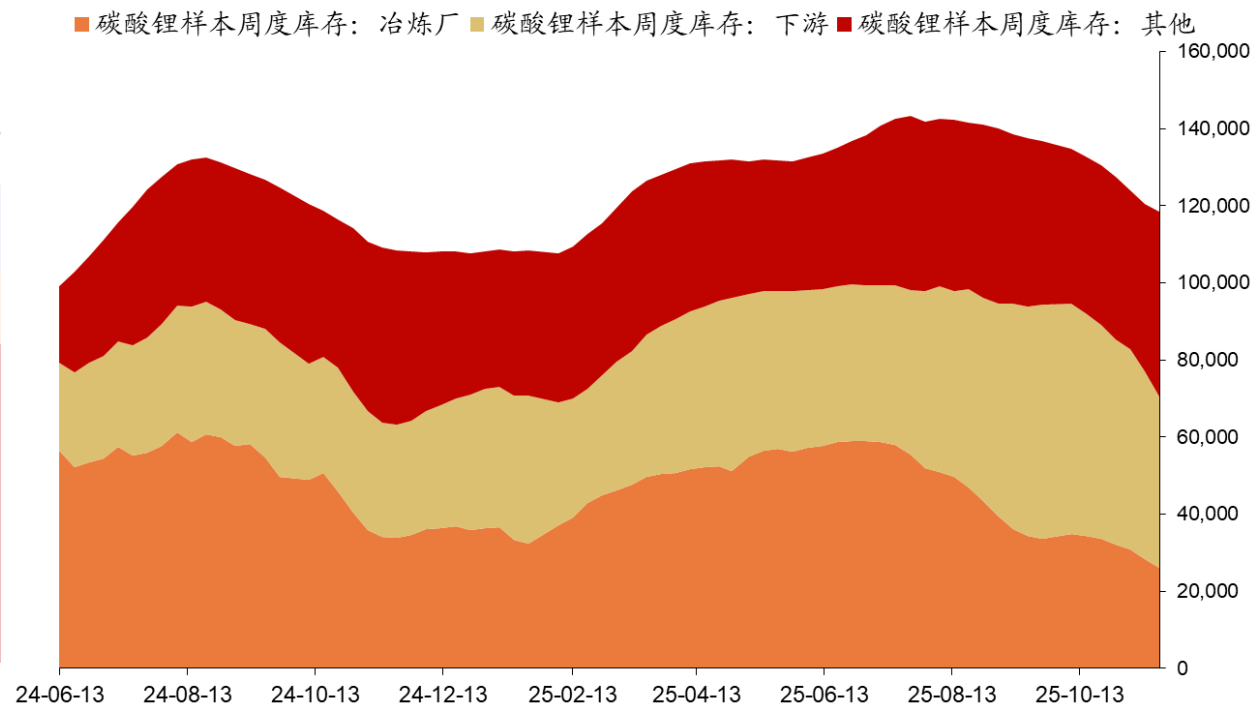
- 我们复盘上一轮周期，在商品价格进入底部区间后，股价往往先于商品价格上涨。
- 今年7月以来，出现同样的股价先于商品价格上涨，在需求刺激下，锂价同样走出底部区间。

- 根据SMM，行业目前处于供需双旺态势，产量持续爬升。截止11月20日，样本统计碳酸锂周产量达2.2万吨，环比增长3%。
- 库存端来看，截止11月20日，样本碳酸锂库存合计11.8万吨，环比去库2052吨，库存水平处于历史低位，处于持续去库。

图：SMM统计国内锂盐产量



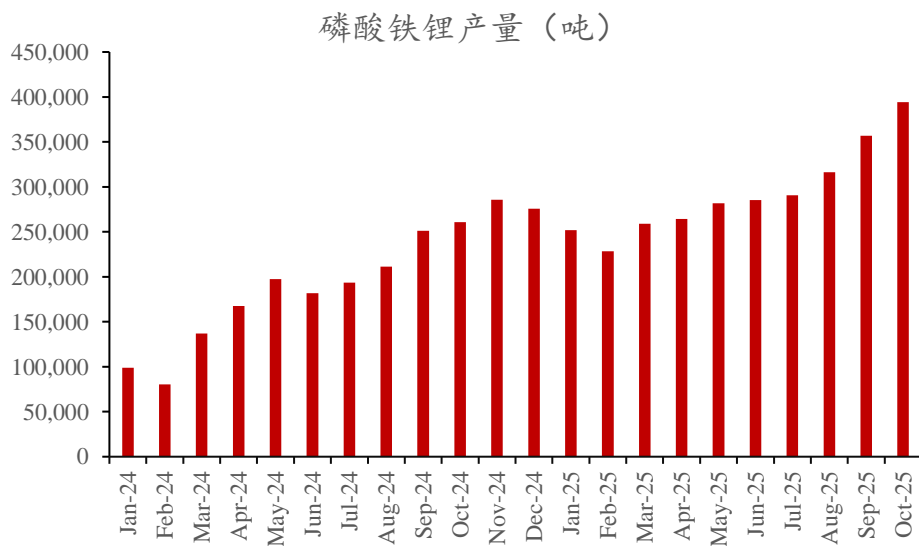
图：SMM统计国内锂盐库存



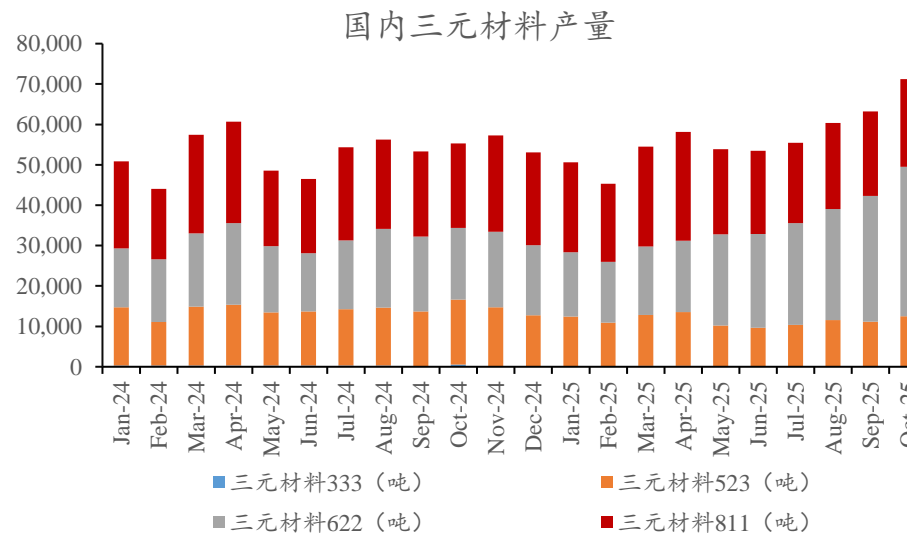
资料来源：SMM，浙商证券研究所

- 根据SMM数据，磷酸铁锂1-10月产量合计292.9万吨，同比增长65%。10月产量39.4万吨，同比增长51%，环比增长11%。三元材料来看，主流牌号三元材料1-10月产量合计56.6万吨，同比+7%。10月产量合计7.1万吨，环比增加13%。
- 电池端磷酸铁锂产量增长较大，份额提升，三元材料与去年相比小幅增长，整体来看，下游保持较高的增长。

图：磷酸铁锂月度产量

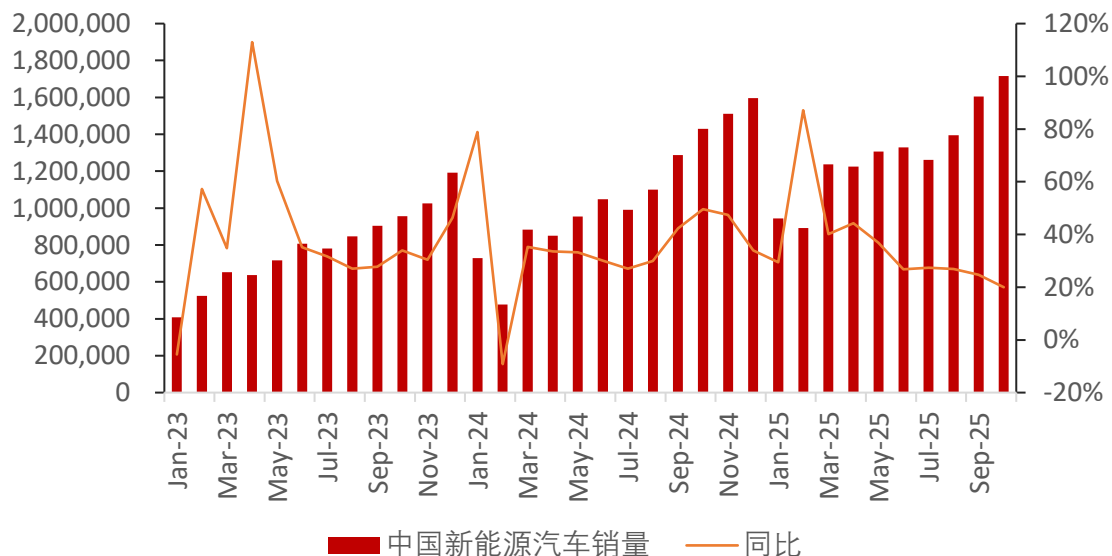


图：三元材料月度产量

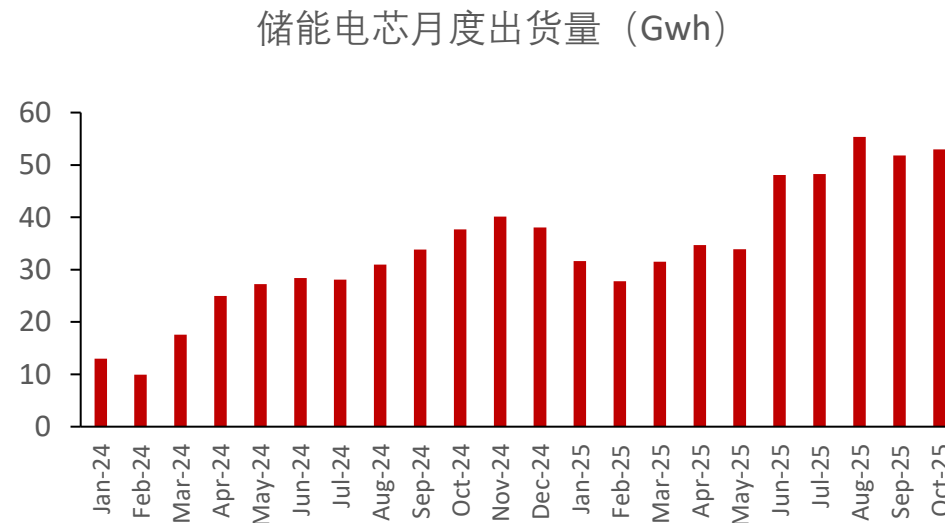


- 根据中国汽车工业协会，10月，新能源汽车产销分别完成177.2万辆和171.5万辆，同比分别增长21.1%和20%。1至10月，新能源汽车产销累计完成1301.5万辆和1294.3万辆，同比分别增长33.1%和32.7%。
- 储能电芯出货保持高增速，根据SMM数据，10月电芯出货53Gwh，同比+41%。1-10月出货量合计416Gwh，同比+65%。
- 我们认为在国内容量电价政策催化下以及海外需求旺盛的背景下，2026年储能电池有望持续保持高增长。

图：中国新能源汽车月度产量



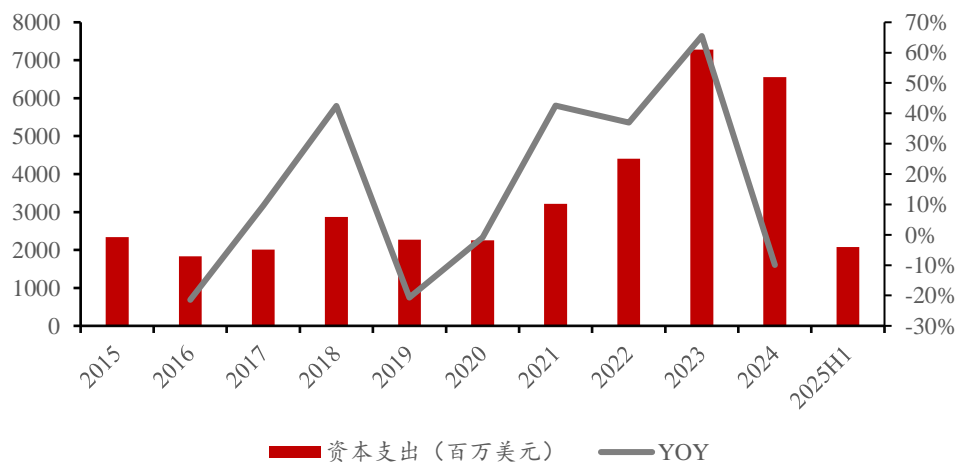
图：储能电芯月度出货量



- 我们统计了海外和国内主要锂行业公司的资本开支，海外整体处于收缩状态，2025H1合计仅20.7亿美元，仅占2024年资本开支的32%。
- 国内整体资本开支2024年达218.8亿元，同比减少8%，2025Q3季度来看，资本开支合计占2024年60%。
- 我们认为在2023年锂价下跌以来，低迷锂价导致行业内公司资本开支逐步放缓，后续供给增速或将逐步下降。

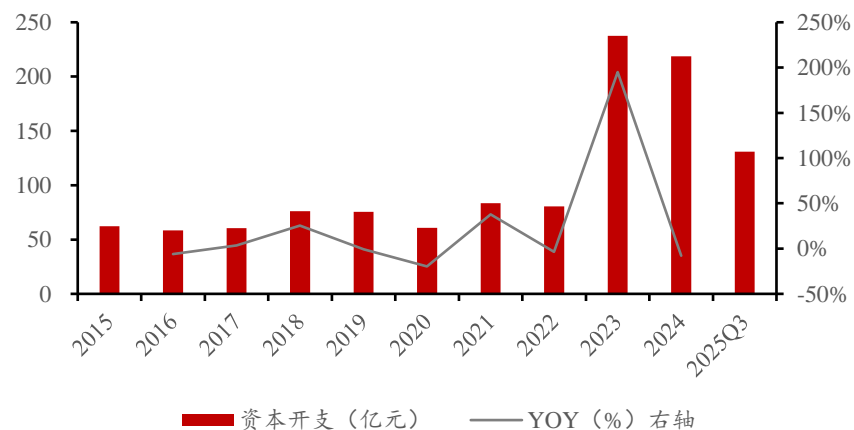
图：海外锂行业矿企资本开支

海外主要矿企年度资本支出（百万美元）



图：国内锂行业矿企资本开支

国内主要锂公司年度资本开支（亿元）



- 根据我们测算，若明年动力电池产量明年保持20%以上，储能需求保持50%以上增长，则碳酸锂总需求有望达195万吨，总供给约197.7万吨，2026年过剩幅度收窄至2.4万吨，2027年进入紧缺状态。

表：锂行业供需平衡

消费结构	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
全球新能源汽车销量合计（万辆）	669	1,087	1,467	1,831	2,197	2,416	2,900
纯电车合计（万辆）	473	795	1,116	1,419	1,731	1,917	2,301
插混车合计（万辆）	196	292	351	412	466	499	599
电池需求量（GWh）	371	684	704	1,051	1,314	1,577	1,892
对应碳酸锂需求量（万吨LCE）	29.8	55.0	47.2	68.3	89.3	110.4	132.4
储能需求（GWh）	71	159	224	303	576	864	1209
对应碳酸锂需求量（万吨LCE）	5.1	11.4	14.8	18.2	34.5	51.8	72.5
3C消费电子（GWh）	125	114	127	142	158	160	161
对应碳酸锂需求量（万吨LCE）	9.6	8.8	9.8	9.9	11.1	11.2	11.3
其他（万吨LCE）	17.1	18.0	18.9	19.8	20.8	21.9	23.0
合计（万吨LCE）	61.7	93.2	90.6	116.3	155.8	195.2	239.2
全球锂供给量（万吨LCE）	60.4	83.7	99.4	126.7	161.2	197.7	230.8
供需平衡	-1.3	-9.5	8.8	10.4	5.4	2.4	-8.5

数据来源：各公司公告，浙商证券研究所

- 根据我们测算，若动力需求增速在20%，储能需求超过70%，则碳酸锂进入紧缺状态。
- 我们认为明年储能增速有望超预期，一方面国内在容量电价政策刺激下有望持续带动投资，海外在AI“电力荒”的背景下，储能电站的投资有望超预期，从而带动储能电芯的采购。

表：不同需求增速下碳酸锂供需平衡情况（万吨）

		动力增速变动					
		0%	5%	10%	15%	20%	25%
储能增速变动	30%	31	26	22	17	13	8
	40%	27	23	18	14	9	5
	50%	24	19	15	10	6	1
	60%	20	16	11	7	2	-2
	70%	17	12	8	3	-1	-6
	80%	13	9	4	0	-5	-9
	90%	10	5	1	-4	-8	-12
	100%	6	2	-3	-7	-11	-16

- 我们以1Gwh需要600吨碳酸锂为测算基准，假设其他原料价格不变，来测算不同锂价下碳酸锂占电芯成本的比重。
- 在9万元/吨的锂价下，铁锂电芯成本约300元/Kwh。当锂价上升至15万元/吨时，铁锂电芯成本涨36元至336，碳酸锂成本占比达27%，成本上升12%。当锂价至20万时，铁锂电芯成本涨66元至366元，碳酸锂成本占比达33%，成本上升22%。
- 我们认为锂价上涨对于电芯成本整体影响有限。

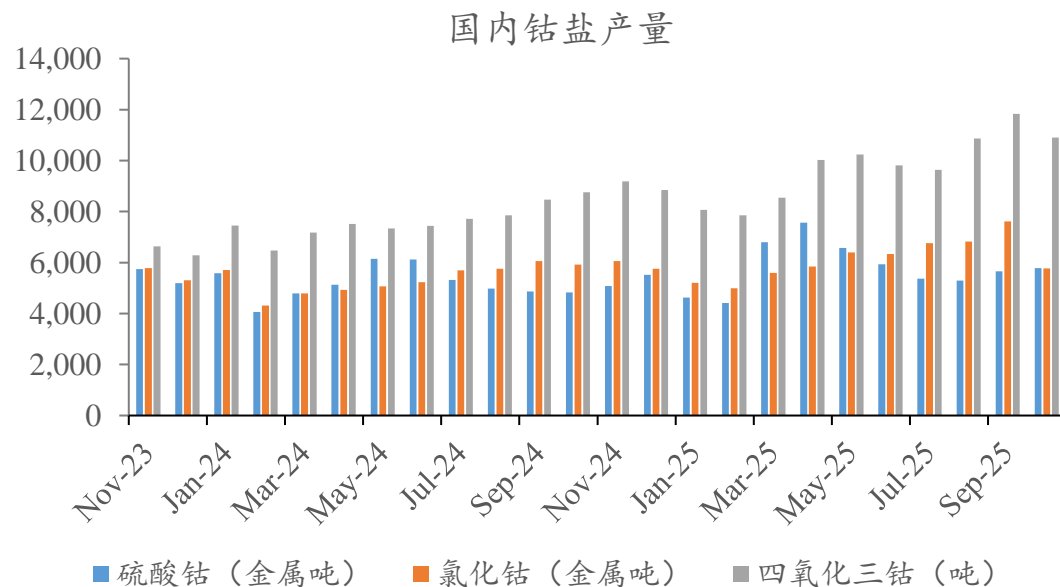
表：假设其他原料价格不变情况下，不同锂价成本占比

锂价格(元/吨)	9	12	15	18	20
电芯中锂成本 (每Kwh)	54	72	90	108	120
铁锂储能电芯成本 (每Kwh)	300	318	336	354	366
碳酸锂成本占比	18%	23%	27%	31%	33%

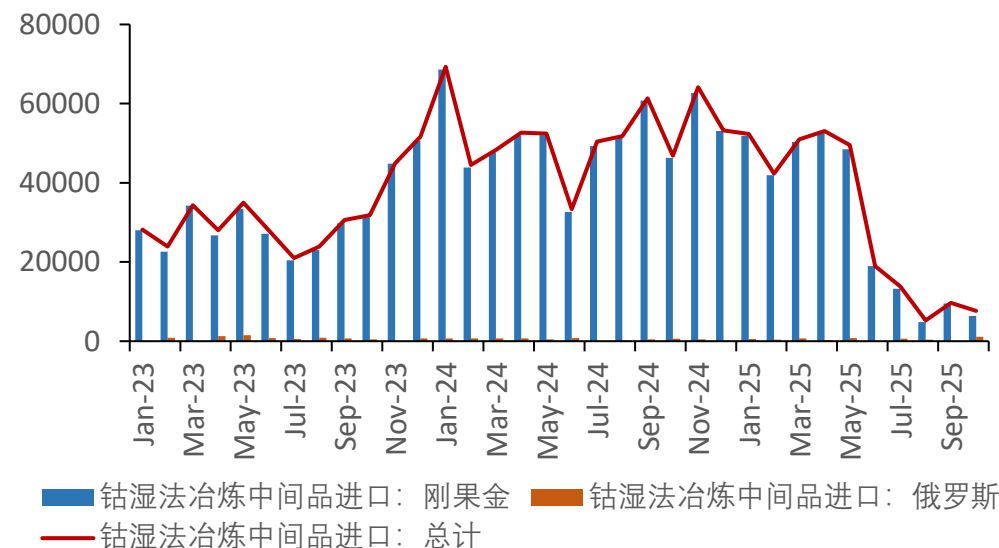
- 钴价自2月刚果金禁矿后中枢逐步抬升
- 钴盐产量同比增高，钴中间品进口持续下滑
- 刚果金配额出台，出口量锐减
- 根据SMM电钴平衡表，7月以来持续紧缺
- 建议关注钴价高位的投资机会，重点推荐华友钴业，力勤资源，洛阳钼业，建议关注腾远钴业和寒锐钴业。

- 根据SMM数据，10月国内三种钴盐产量合计2.2万吨，同比增加15%，环比减少11%。
- 根据SMM，钴湿法中间品进口量约7623吨，同比-84%，环比-22%。8月以来，钴进口量均低于一万吨，下滑明显。
- 我们认为刚果金禁令解除后，各家企业出口仍有较多手续办理，且考虑船期影响，10月至12月进口量或将一直处于偏紧状态。

图：国内钴盐产量



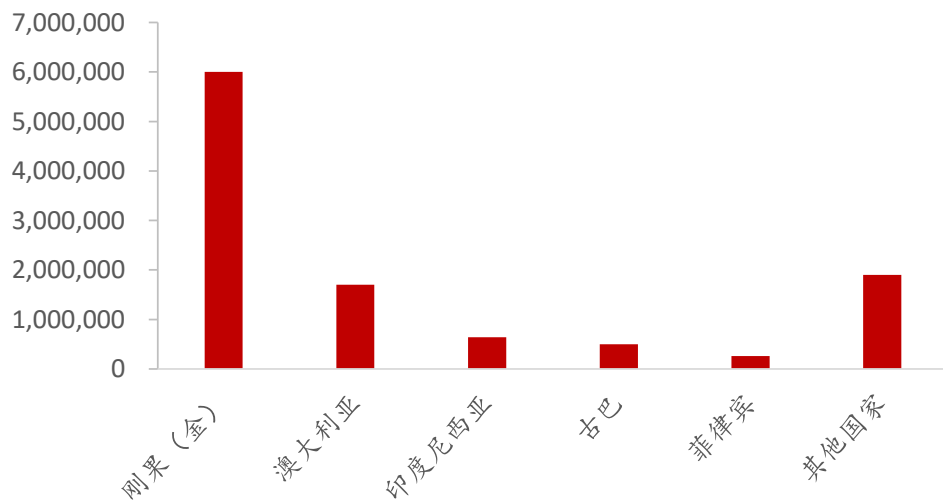
图：钴湿法中间品进口情况



- 刚果金于2025年9月宣布出口禁令延期至10月15日，10月16日开始采取配额制度。
- 从2025年10月16日至2025年12月31日期间:从刚果金向外部市场出口的钴最大数量为18,125吨。
- 2026年将批准从刚果金向外部市场出口最多96,600吨钴。这一最大数量将包括87000吨的“基本配额”和9600吨的“战略配额”。2027年暂时与2026年相当，如果钴市场严重失衡，或将调整配额。
- 根据USGS，2024年刚果金钴产量约22万吨，出口配额仅占比44%，我们认为未来钴行业进入紧平衡状态，钴价持续维持高位。

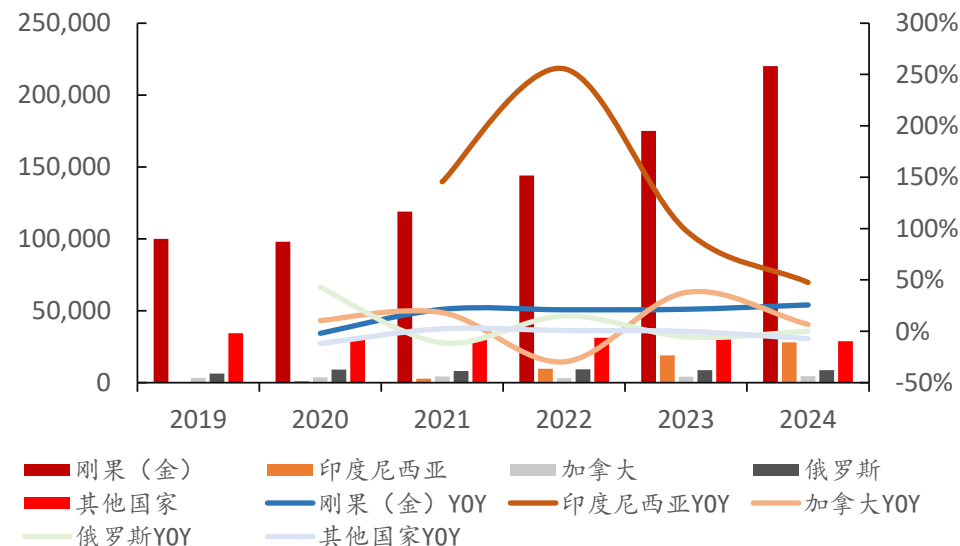
图：全球主要钴储量国家

世界前五大钴储量国钴储量（吨）



图：全球主要产钴国家

世界前四大钴产量国家（金属吨），产量同比右轴



- 根据SMM电钴平衡表，2025年7月以来，钴市场持续进入供给紧缺状态，10月紧缺约1717吨。
- 2025年1-10月整体来看，电解钴整体过剩约2488吨。
- 我们认为电解钴紧缺或将持续至年底，支撑钴价格高位震荡。

图：电解钴平衡表

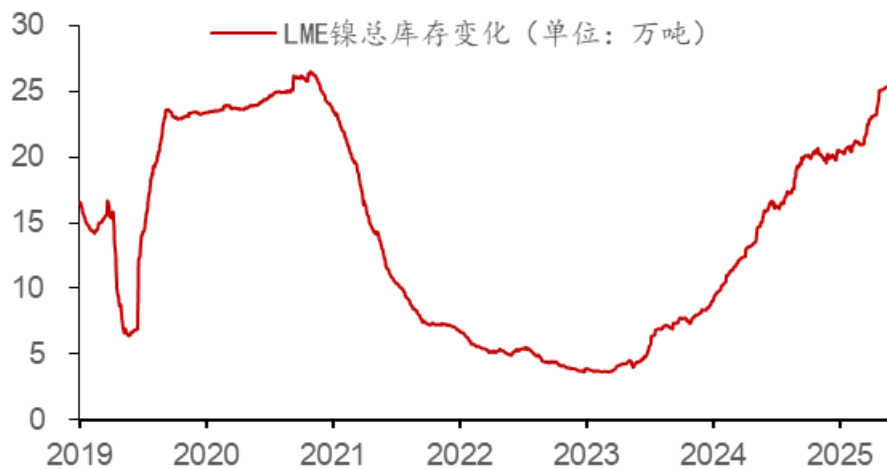
	电解钴月度 产量	电解钴月度 进口量	电解钴月度 出口量	电解钴月度供需 平衡-合金需求	磁材需 求	电解钴月度供需 平衡-其他需求	电解钴月度总 供应量	电解钴月度总 需求量	电解钴月度 供需平衡
2025-10-31	510	904.05	503.5	1248	230	1150	910.55	2628	-1717
2025-09-30	1540	861	530	1238	225	1145	1871	2608	-737
2025-08-31	2065	431	411	1235	183	1140	2085	2558	-473
2025-07-31	2090	575	979	1230	180	1133	1686	2543	-857
2025-06-30	2340	547	930	1240	190	152	1957	1582	375
2025/5/31	2990	882	2400	1250	200	160	1472	1610	-138
2025/4/30	3650	840	4086	1260	215	177	404	1652	1729
2025/3/31	5630	525	1352	1228	201	148	4803	1577	3226
2025/2/28	5040	475	452	1185	183	116	5063	1484	3579
2025/1/31	5060	499	1506	1202	188	1368	4053	2758	1295
2024/12/31	5350	605	691	1208	198	2620	5264	4026	1238
2024/11/30	5150	494	760	1218	205	2630	4884	4053	831
2024/10/31	5090	346	678	1238	225	2653	4758	4116	642
2024/9/30	4990	293	515	1220	212	2640	4768	4072	696
2024/8/31	4600	177	716	1198	208	2630	4061	4036	25
2024/7/31	4450	120	654	1160	208	2650	3916	4018	-102
2024/6/30	4370	258	988	1080	200	130	3640	1410	2230

数据来源：SMM，浙商证券研究所

- 镍价2025年以来震荡寻底。
- LME库存与上期所库存均处于高位
- 根据SMM供需平衡数据，2025年供应379万吨，需求361万吨，整体过剩18万吨。
- 2025年国内精炼镍整体处于过剩状态
- 目前镍价已至75分位线，底部较为夯实
- 推荐关注在印尼具有先发优势的华友钴业、力勤资源。

- 截止11月25日，LME库存达25.3万吨，处于近几年高位。截止11月21日，国内上海期货交易所库存达3.98万吨，处于近几年高位。两个交易所库存合计29.4万吨。
- 2023年以来，镍整体库存处于累库阶段，镍价同步处于震荡下行寻底阶段，较高的库存对镍价产生压制。

图：LME镍库存变化



图：上期所镍库存变化



- 根据SMM供需平衡数据，2025年供应379万吨，需求361万吨，整体过剩18万吨。
- 细分来看，电池材料由于三元市占率的降低，2025年需求40万吨，同比增4%。需求增量主要在中国和印尼不锈钢达208万吨，同比增9%。合金需求达55万吨，同比增加8%。
- 供给端增量主要在印尼NPI，合计175万吨，同比增加18%。

表：镍行业供需平衡表

	全球-纯镍产量	中国NPI产量	印尼NPI产量	全球-feni产量	全球-原生镍盐产量	全球-其他镍原料产量	全球-原生镍总供应量	中国+印尼不锈钢耗镍量	(除中国及印尼)其他国家不锈钢耗镍量	全球-电池材料耗镍量	全球-合金耗镍量	全球-电镀耗镍量	全球-其他下游耗镍量	全球-原生镍需求	全球-原生镍供需平衡
2025/12/31	26.0	8.3	44.1	6.8	12.0	1.2	98.4	57.2	9.4	10.8	14.5	2.6	2.7	97.2	1.3
2025/9/30	25.1	8.4	43.2	7.1	11.3	1.2	96.4	51.4	9.4	9.9	14.2	2.7	2.6	90.2	6.2
2025/6/30	24.4	8.5	45.3	6.1	10.9	1.2	96.4	50.9	9.4	10.5	13.9	2.6	2.5	89.9	6.5
2025/3/31	23.3	8.2	41.9	5.2	8.5	0.7	87.7	48.6	9.1	8.7	12.5	2.4	2.5	83.7	4.0
2024/12/31	23.3	9.7	40.7	5.6	9.9	1.2	90.4	49.6	9.2	9.9	12.7	2.6	2.5	86.4	4.0
2024/9/30	22.8	9.1	34.8	5.8	9.6	1.2	83.3	48.6	9.2	9.5	13.0	2.6	2.5	85.5	-2.2
2024/6/30	21.2	8.2	36.5	6.3	9.9	1.2	83.2	46.7	9.2	9.0	13.0	2.6	2.6	83.1	0.1
2024/3/31	21.7	8.2	35.6	6.7	9.5	1.1	82.8	45.9	8.9	10.0	12.2	2.4	2.6	82.0	0.9
2023/12/31	22.1	9.6	37.2	7.0	10.2	1.1	87.1	48.3	9.5	9.7	12.7	2.6	2.8	85.5	1.6
2023/9/30	20.6	10.2	35.7	6.6	10.7	1.2	85.1	47.8	9.2	10.2	12.4	2.5	2.7	84.7	0.4
2023/6/30	19.5	9.4	34.9	7.4	8.9	1.3	81.4	44.7	8.9	8.5	12.3	2.7	2.7	79.9	1.5
2023/3/31	19.6	9.7	29.7	8.1	9.1	1.5	77.7	39.6	8.9	7.9	11.5	2.4	2.6	72.9	4.9

➤ 根据SMM供需平衡数据，7月以来国内精炼镍单月过剩超2万吨。

表：中国精炼镍供需平衡表

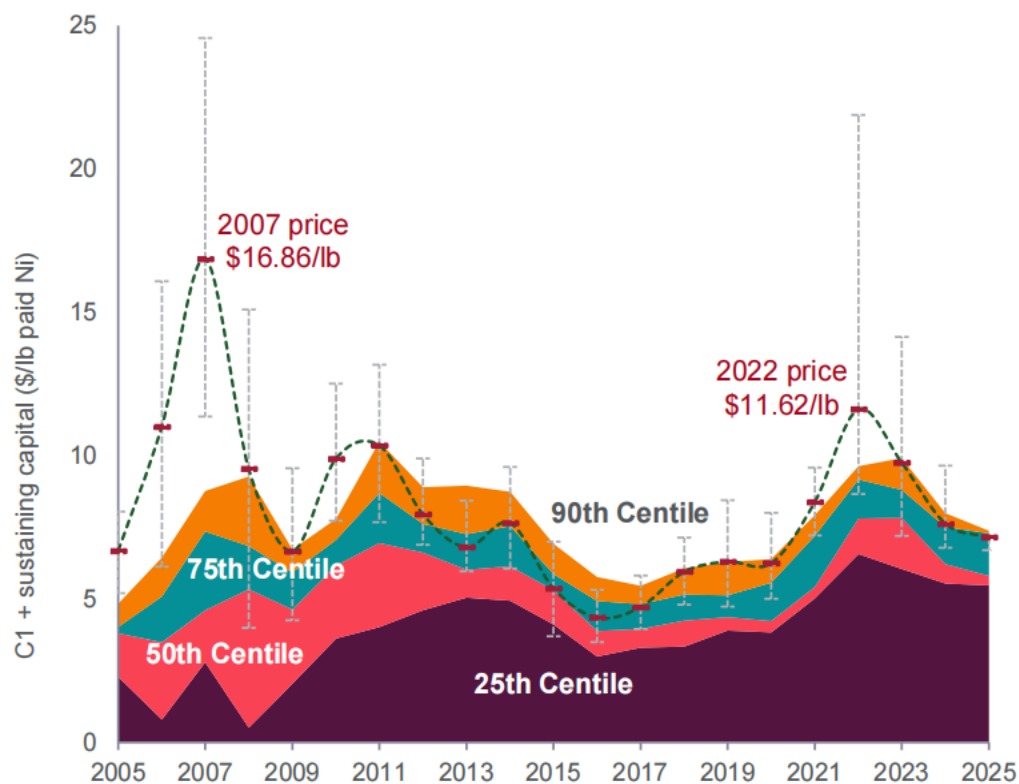
指标名称 单位	中国精炼镍产量 吨	中国精炼镍净进口 吨	中国精炼镍总供应量 吨	中国精炼镍总需求量 吨	中国精炼镍供需平衡 吨
2025-10-31	35900	10000	45900	25711	20190
2025-09-30	35600	14255	49855	26278	23577
2025-08-31	35200	10138	45338	20718	26482
2025-07-31	32800	22619	55419	20490	34929
2025-06-30	31800	6867	38667	22753	15914
2025-05-31	35350	3562	38912	21786	17126
2025-04-30	36300	1941	38241	21720	16520
2025-03-31	34220	-5696	28524	21256	7269
2025-02-28	28320	-12284	16036	20800	-4764
2025-01-31	30030	10741	40771	20056	20715
2024-12-31	31517	1192	32709	20829	11880
2024-11-30	30817	-1676	29141	20216	8925
2024-10-31	30667	-3444	27223	20324	6899
2024-09-30	31436	-4670	26766	20809	5957
2024-08-31	29200	-3593	25607	19773	5834
2024-07-31	28850	-10529	18321	19844	-1523
2024-06-30	27650	-3010	24640	20733	3907
2024-05-31	25650	-3600	22050	20777	1273
2024-04-30	24650	1247	25897	20611	5286
2024-03-31	24900	-923	23977	20429	3547
2024-02-29	24600	3484	28084	19536	8548
2024-01-31	25300	1879	27179	18477	8702

数据来源：SMM，浙商证券研究所

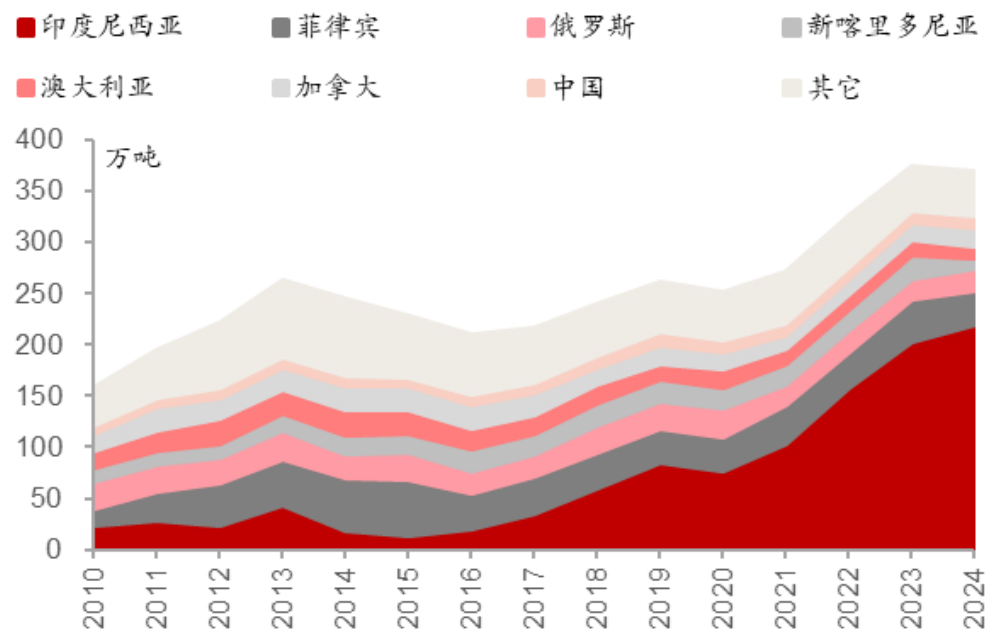
- 根据伍德麦肯兹成本曲线，75成本分位线约7美元/lb，折1.54万美元/吨，目前镍价已击穿75分位线，底部较为夯实。
- 供给侧来看，印尼全球供给占比约59%，我们认为供给的高集中度的情况下，印尼国家可以通过调整生产配额RKAB来缓解供给过剩。

图：镍行业C1成本曲线

C1 plus sustaining capital cost centiles, 2005 - 2025



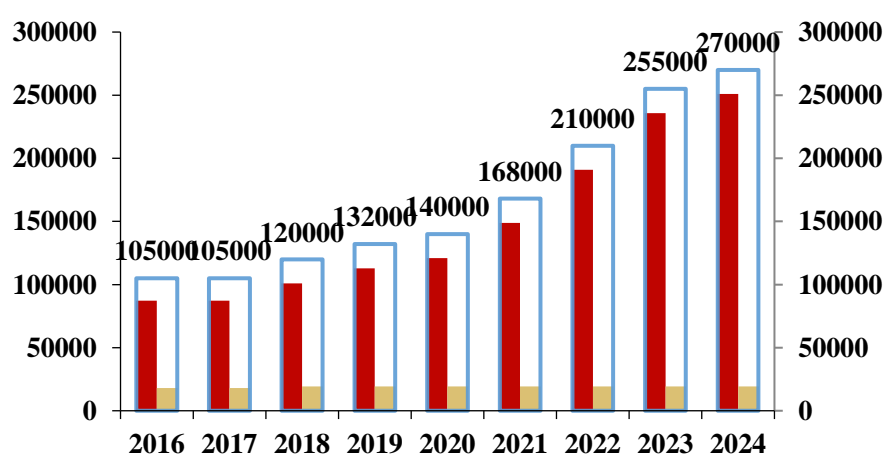
图：镍行业不同国家供给情况



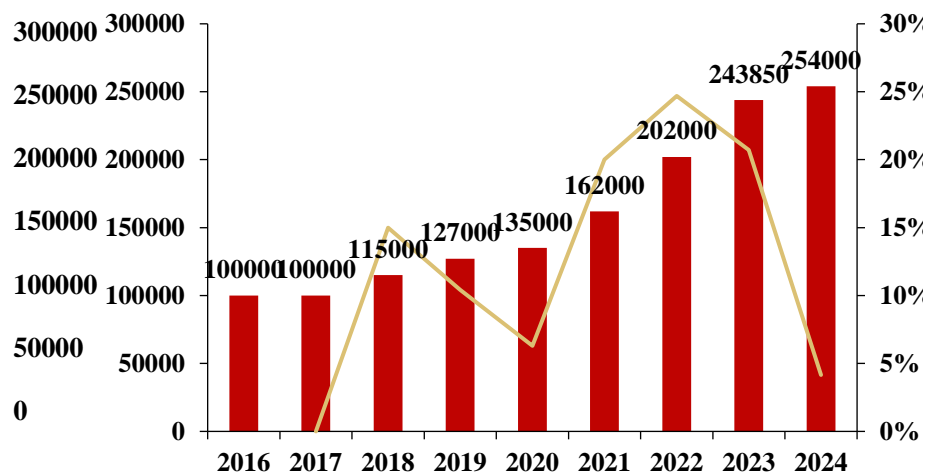
资源充足&意志坚决≠供给释放，产业链并非一日之功

- **国内供给展望：强管控趋势下超额释放供给可能性较小。**2024年第二批轻稀土开采预冶炼指标增速转负确立了本轮周期的反转拐点：轻稀土开采指标同比2023下半年-1%；冶炼指标同比2023下半年-1%（23H2增速为+23%）。由于2025年稀土开采与冶炼指标并未公开下发，因此较难判断明年国内供给指标的绝对值，但结合工信部最新《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理办法》以及当前全产业链强化管控的政策趋势，我们认为**目前政策重在“严控供给与强化管控”，配额更多匹配实际下游需求发展情况，超额释放可能性较小，国内供给整体趋严；**
- **海外供给展望：进口扰动频发，海外冶炼加工能力受限。**2024年2月至今，我国进口稀土累计同比已经连续21个月为负，进口矿供给下行趋势明显；2025年Q1缅甸矿输华明显停滞、Q2起美国稀土矿受中美关税冲突和MP Materials强化本土产业链诉求影响亦停止输华；预计美国稀土矿在其强化本土供应链建设的趋势下将维持目前停止输华加工的状态，而在海外目前整体稀土加工产能受限的背景下，我们认为海外矿端对华出口的下行或也意味着整体稀土供给的减少；
- **综上，2026年稀土行业供给仍面临大国博弈的政策扰动背景以及全球稀土资源丰富但加工产能严重依赖中国的困境，因此产业层面的供给真正约束仍为中国所垄断的加工产能与管控意志，这也将为产业层面提供较强的价格托底。**

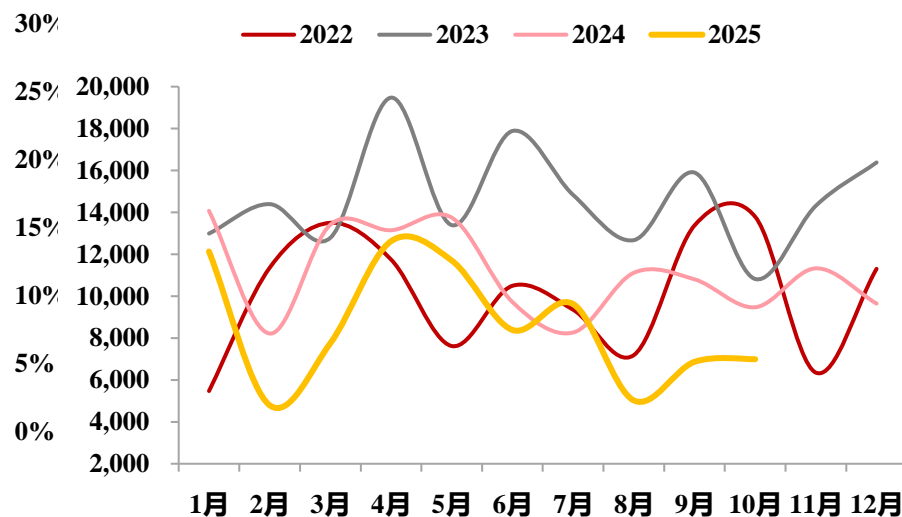
2024年我国稀土开采总量指标27万吨（同比+6%，前值21%）



2024年我国稀土冶炼分离指标25.4万吨（同比+4%，前值21%）



2025年1-10月我国进口稀土数量同比-23%



■ 岩矿型稀土（轻；吨REO） ■ 离子型稀土（中重为主；吨REO） □ 合计

■ 冶炼分离产品（万吨REO） — 同比（右）

终端需求无虞，但管制政策或将延续扰动整体需求释放节奏

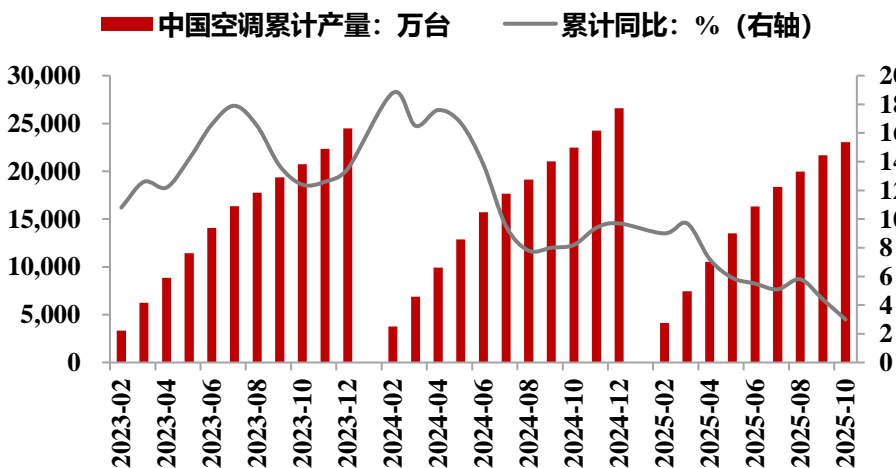
图：1-10月我国新能源汽车产量同比+28%



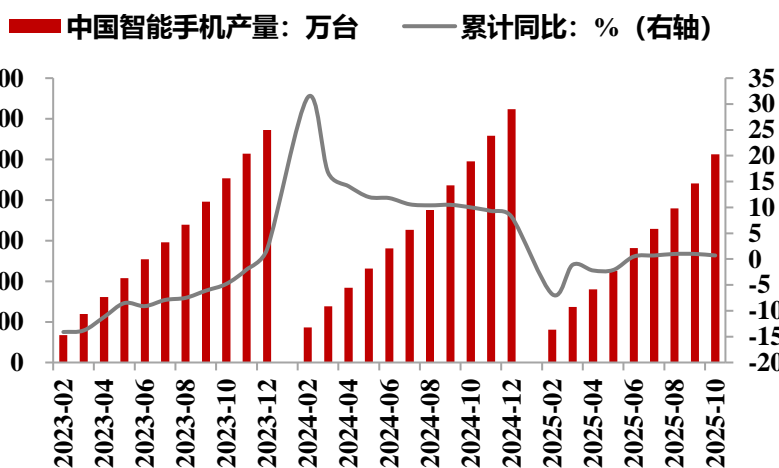
图：1-9月我国风电装机+56%



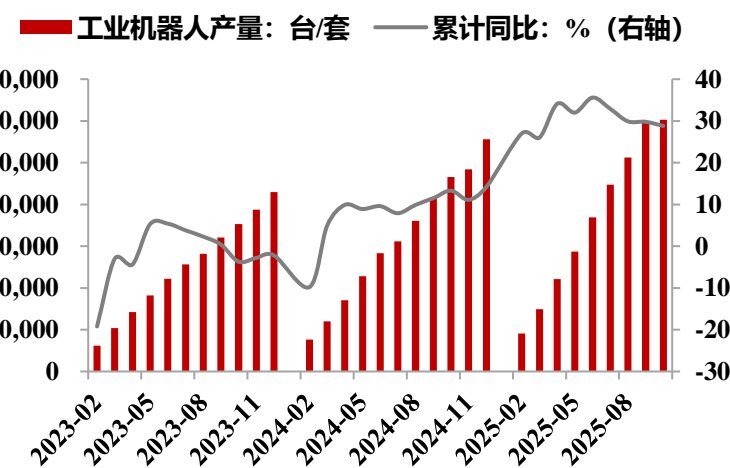
图：1-10月我国空调产量同比+7.2%



图：1-10月我国智能手机产量+0.7%



图：1-10月我国工业机器人产量+29%



2.10 2026年稀土：重视管制常态化后需求释放节奏，关注新需求发展

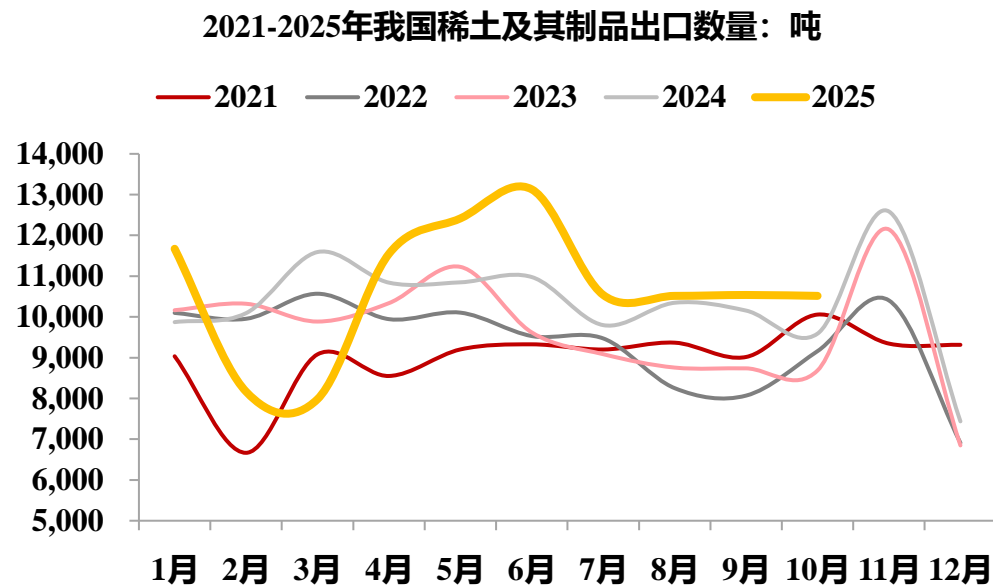
终端需求无虞，但管制政策或将延续扰动整体需求释放节奏

- 终端需求无虞：稀土磁材的终端集中于新能源汽车、智能手机、空调、风电、机器人等领域，整体新质生产力成色足，景气度较高；
- 出口管制放大外需节奏波动：2023年以来，我国在持续强化对国内稀土产业链管控的同时，亦通过修订出口限制目录、发布稀土管制条例、实施两用物项出口管制等措施强化稀土产业链的出口管控，2025年4月与10月两番出口管制显著放大了我国稀土制品出口的波动，进而造成整体价格走势的波动；
- 展望2026：稀土所应用的终端景气度有望延续此前的增长态势，在出口管制新常态下，大国博弈进程所催生的阶段性政策实施力度或将成为主导年内价格走势的无形之手，因此需求侧除关注终端景气数据及人形机器人等新领域的发展外，我们认为应当更加重视宏观环境的边际变化以及由此带来的外需释放节奏波动。

表：2023年至今稀土相关出口管制政策梳理

时间	政策/事件	发布机构/来源	核心内容与影响
2023年12月21日	《中国禁止出口限制出口技术目录》修订生效	商务部、科技部	将稀土的提取、分离以及钕铁硼磁体制备等关键技术正式纳入出口限制清单，技术资料、工程服务等出口需申请许可。
2024年6月	《稀土管理条例》发布	国务院	为稀土的开发、生产、流通及出口全链条管理提供了上位法依据，标志着稀土管理进入法治化新阶段。
2024年12月1日	《两用物项出口管制条例》正式施行	国务院	明确了军民两用物项出口管制的具体管理框架，为后续针对稀土物项的管制措施铺平了道路
2025年4月4日	对7种中重稀土物项实施出口管制	商务部、海关总署	对钐、钷、铽、镱、镱、铥、钆等7类关键中重稀土金属、合金及相关制品实施出口许可管理
2025年10月9日	发布多项重磅出口管制公告	商务部、海关总署	1. 技术管制（第62号公告）：将稀土从开采、冶炼分离到磁材制造、回收利用的全产业链技术纳入管制； 2. 扩展物项管制（第57号公告）：新增对钬、铱、铪、铌、钽这5种中重稀土金属及其相关制品的出口许可要求； 3. 设备及原辅料管制（第56号公告）：对稀土生产所需的特定设备（如萃取槽、烧结炉）、试剂和稀土矿本身实施出口管制； 4. 引入“域外适用”原则：规定若境外物项中含超过0.1%的中国管制稀土成分，其再出口也需获得中方许可。
2025年11月7日	暂停实施10月9日发布的55/56/57/58/61/62号公告1年	商务部	暂缓实施上述出口管制措施1年。

图：管制情境下，2025年我国稀土及制品出口波动放大



数据来源：商务部，海关总署，Wind，浙商证券研究所

出口管制实施与放开均反映大国博弈的时代本色，宏观视角下稀土配置价值不可忽视

- 供需趋紧态势延续，价格有望高位温和攀升：结合前述对于2026年稀土供需环境的判断，我们认为稀土价格有望在当前的高位维持，并伴随整体需求总量上行温和上涨；
- 战略王牌属性不改：海外强化稀土产业链本土化建设的趋势虽然明确，但短时间内仍难以撼动中国稀土产业链的话语权；另一方面，我们认为大国博弈的时代主线亦将延续，因此稀土作为“大国重器·战略资源”的属性仍将在2026年得以彰显。
- 配置策略：我们认为严控供给之下，稀土价格高位有托底；产业链优势已形成，产业链管控能力已形成且持续强化，大国重器战略属性务必重视；建议配置两条主线：①资源龙头：北方稀土、中国稀土、广晟有色；②伴随稀土价格升高进入盈利“舒适区”的头部磁材企业：金力永磁、宁波韵升、正海磁材、中科三环等。

稀土磁材板块盈利预测与估值汇总表

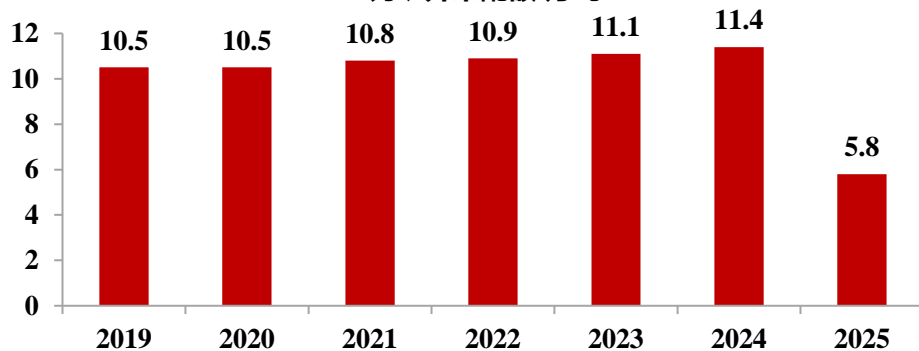
证券代码	证券简称	市值/亿元	盈利预测				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600111.SH	北方稀土	1,621.0	10.0	26.6	36.5	44.4	161	61	44	37
000831.SZ	中国稀土	499.6	-2.9	3.8	5.4	7.0	-174	130	93	71
600392.SH	盛和资源	355.5	2.1	9.6	11.6	13.3	172	37	31	27
600259.SH	广晟有色	188.3	-3.0	2.6	3.8	4.8	-63	72	49	39
000970.SZ	中科三环	152.8	0.1	1.8	2.8	3.8	1273	84	55	40
300127.SZ	银河磁体	100.6	1.5	—	—	—	68	—	—	—
300224.SZ	正海磁材	138.1	0.9	3.1	4.3	5.5	150	44	32	25
300748.SZ	金力永磁	464.3	2.9	7.3	9.9	12.4	160	63	47	37
301141.SZ	中科磁业	67.1	0.2	—	—	—	405	—	—	—
301323.SZ	新莱福	56.7	1.5	1.5	2.0	2.4	39	38	29	23
000795.SZ	英洛华	113.4	2.5	2.5	2.6	2.8	46	46	44	40
600366.SH	宁波韵升	141.8	1.0	—	—	—	149	—	—	—
688077.SH	大地熊	35.3	0.3	—	—	—	111	—	—	—
688786.SH	悦安新材	39.3	0.7	0.8	1.3	1.6	56	49	31	24
002645.SZ	华宏科技	91.4	-3.6	2.5	3.7	5.0	-26	36	25	18

国内外供给困境各异：海外增量有限且节奏延后，国内资源贫化且监管趋严

- **强监管**：我国对钨矿开采实施总量控制，近年来开采配额缓慢增长，2025年第一批开采指标5.8万吨，**同比减少6.45%**；另一方面，近年来中央加大对江西、湖南等地环保督察力度，部分矿区因此限产整改阶段性影响供给节奏；综合来看，在国内钨矿品位持续下滑的资源困境下，总量强控与环保督察构成了整体供给释放的中期限制与阶段性扰动，预计这一趋势仍将延续。
- **低库存**：据百川盈孚，进入2025年钨精矿工厂库存处于持续去化状态至今，极低库存水平亦指向2026存在刚需补库可能，也将有效支撑钨价。
- **低增量**：尽管钨价连创新高，全球钨矿供给新增仍显不足，国内主要增量项目主要集中在江西、湖南、广西等地，预计在2026年至2027年逐步投产；海外增量项目则聚焦于澳大利亚、哈萨克斯坦等地，但整体开发节奏不确定性较高，多个项目存在明显投资、投产延后。

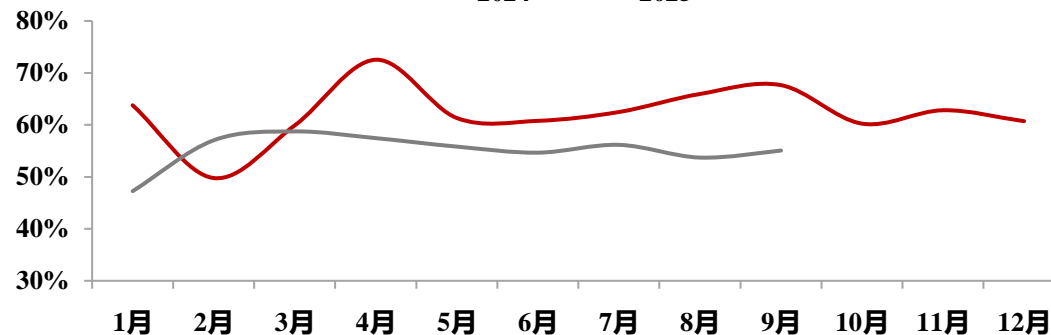
2025年第一批开采指标同比-6.45%

■ 钨矿开采配额/万吨



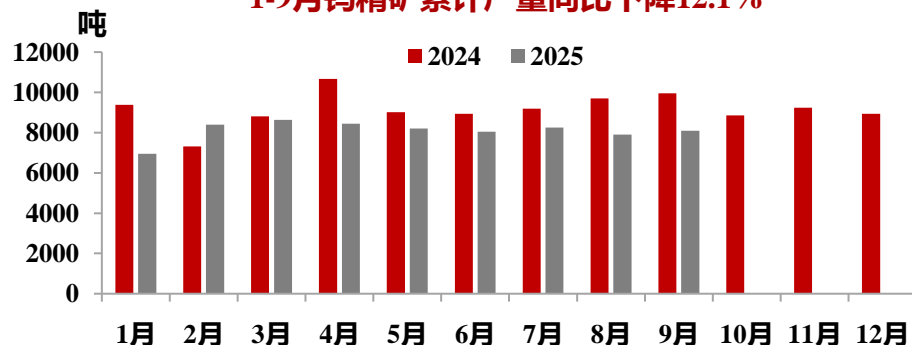
1-9月钨精矿开工率同比2024年下降7.59%

— 2024 — 2025



1-9月钨精矿累计产量同比下降12.1%

■ 2024 ■ 2025



2025年钨精矿库存持续去化

■ 库存量



国内外供给困境各异：海外增量有限且节奏延后，国内资源贫化且监管趋严

- **强监管：**我国对钨矿开采实施总量控制，近年来开采配额缓慢增长，2025年第一批开采指标5.8万吨，**同比减少6.45%**；另一方面，近年来中央加大对江西、湖南等地环保督察力度，部分矿区因此限产整改阶段性影响供给节奏；综合来看，在国内钨矿品位持续下滑的资源困境下，总量强控与环保督察构成了整体供给释放的中期限制与阶段性扰动，预计这一趋势仍将延续。
- **低库存：**据百川盈孚，进入2025年钨精矿工厂库存处于持续去化状态至今，极低库存水平亦指向2026存在刚需补库可能，也将有效支撑钨价。
- **低增量：**尽管钨价连创新高，全球钨矿供给新增仍显不足，国内主要增量项目主要集中在江西、湖南、广西等地，预计在2026年至2027年逐步投产；海外增量项目则聚焦于澳大利亚、哈萨克斯坦等地，但整体开发节奏不确定性较高，多个项目存在明显投资、投产延后。

近年来国内主要增量钨矿项目

矿山项目	所在省份	所属企业	项目规划	项目进展
修水香炉山	江西	五矿集团	现有2000t/d选矿产能，拟新建2000t/d（66万吨/年）选矿产能	2024年10月香炉山钨业钨资源开发选矿建设项目开工，建设期为2.5年；2025年10月项目选矿综合楼顺利封顶，目标2026年4月启动试生产
柿竹园	湖南	中钨高新	现有7800吨钨精矿产能，规划350万吨采选产能/天（约1万吨/年钨精矿）	预计2027年底前完成技改，技改期间钨精矿产能或有下滑
东阳钨矿	陕西	陕西矿冶集团	设计30万吨采选产能，平均品位1.185%	2024年3月开工，基建期2年
小东坑钨矿	江西	江钨控股集团	设计30万吨采选产能，1700吨钨精矿	2022年8月开工，原计划2025年下半年投产
油麻坡钨钼矿	广西	厦门钨业	设计66万吨采选产能，预计年产钨精矿3200吨	预计2026年建成

近年来海外主要增量钨矿项目

矿山项目	所在国家	所属企业	项目规划	项目进展
Mt Carbine	澳大利亚	EQ Resource	目标年产能1750吨WO3	2024年产量733吨，目前技改中，预计在25Q4融资到位后实现采选产能翻倍，预计26H1实现月采选45万吨目标产量
Saloro	西班牙	EQ Resource	目标年产能1600吨WO3	2024年1月起交付EQR管理，2024年产量1076吨，2025H1产量578吨，25Q3起启动第3台采选机。
Dolphin	澳大利亚	G6M	目标年产能2000吨WO3	2023年起恢复商业化运行，目前处于产能爬坡阶段。
巴库塔钨矿	哈萨克斯坦	佳鑫国际资源	一期设计采选330万吨产能/9313吨精矿；二期投产后达2025年4月开启一期商业化生产，450万吨采选产能/14171吨精矿	2025H1生产1205吨精矿。
Sangdong钨矿	韩国	Almonty	一期采选产能64万吨/2300吨WO3；二期投产后总采选产能升至120万吨/4312吨WO3	一期已于2025夏季开工，预计25H2投产；二期预计2026开工、2027年投产。
Hemerdon钨矿	英国	Tungsten West	最新可研报告设计年产能约5H1完成可研，3321吨WO3	25H2开展商业融资，026试生产，2027年达产。

数据来源：香炉山钨业，中国五矿，中国有色网，百度百科，中钨高新，

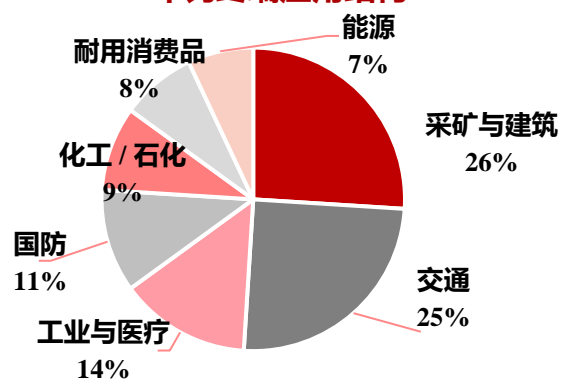
《陕西省镇安县东阳钨矿开采项目环境影响报告书》，冶矿集团，陕西国资，江西国资，厦门钨业年报，钨钼云商，各公司官网、公告，佳鑫国际招股说明书，浙商证券研究所整理

2.11 2026年钨：蓄势顺周期，把握新亮点

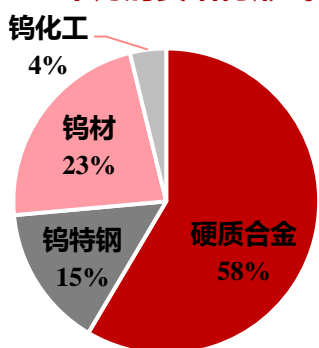
制造业景气周期才是钨的顺风局

- 工业牙齿属性强：从终端消费结构看，钨主要应用于采矿、交通、工业、国防、石化等制造业领域；从消费形式看，钨消费则主要集中于硬质合金（占比58%）；复盘2009年至今数据可得：硬质合金产量与制造业景气度高度相关，制造业景气周期往往孕育钨的需求爆发；
- 2022年至今，我国制造业整体处于弱复苏状态，但新能源汽车、光伏、高端制造等结构性亮点突出，相应地，钨行业顺应下游发展趋势亦有明星产品：钨丝在硅片生产中大量应用带动钨材消费量大幅上涨；中钨高新·金洲公司储备高性能PCB钻针则受益于AI时代PCB板性能升级需求爆发。
- 展望2026：我国制造业复苏有望在海外降息周期启动后获得加速，内外共振拉动制造业进入景气周期进而拉动钨消费，而总量逻辑外，AI、可控核聚变、新基建等新应用领域对钨基新材料的边际需求则更应被关注。

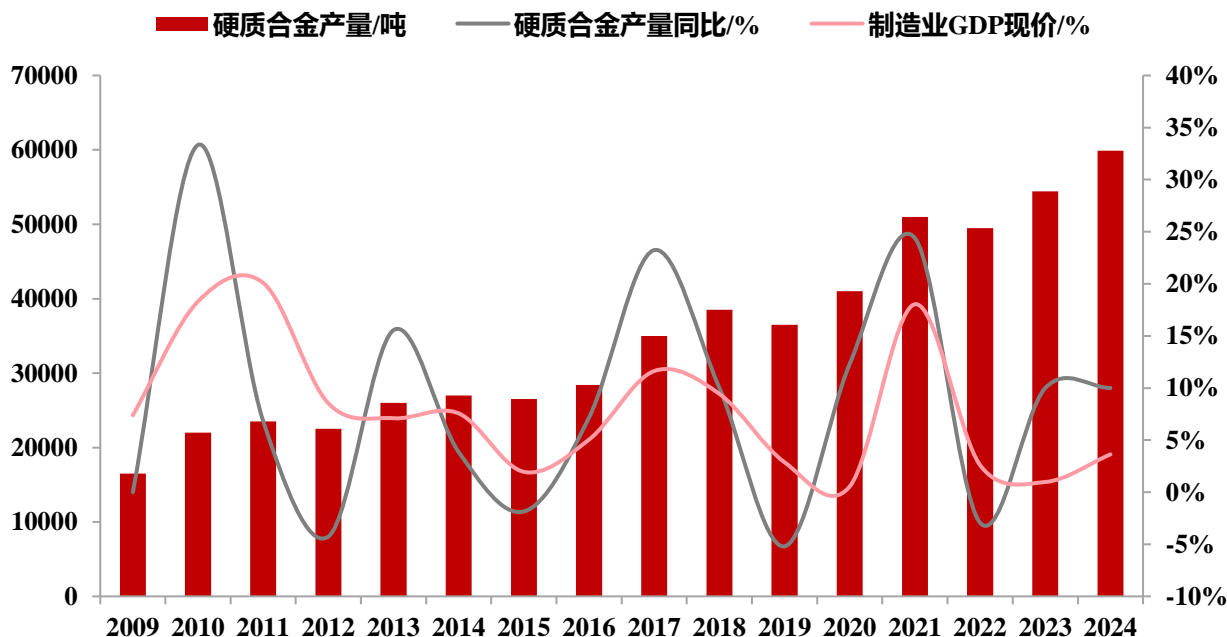
2024年钨终端应用结构



2024年钨消费结构形式



硬质合金产量与制造业景气度呈现强相关趋势



中钨高新金洲公司PCB钻针



厦门钨业光伏钨丝



- 2022年至今在制造业整体弱复苏的需求背景下，钨价中枢持续抬升的动力主要来源于“一强两低”的供给硬约束，进入2025年，延续的供给约束环境、阶段性的供给扰动、大国博弈的宏观背景加速了钨作为战略资源的价值重估，2026年供给侧约束格局有望继续保持；
- 展望2026，我们认为更应重视需求侧逻辑：一是重视海内外制造业/军工景气周期下钨消费总量的崛起；二是关注上游资源端持续新高后在顺周期中向全产业链传导、带动产业链整体盈利改善的进展；三是在目前AI、机器人、核聚变等新技术新产业迅速发展的过程中挖掘钨的新需求机遇。
- 综上，我们认为钨行业投资策略应当重点关注两类标的：**①上游资源端保障充分且具备持续扩张潜力的资源类标的；②下游深加工技术积累深厚，具备符合当前新产业趋势的明星产品的新材料标的。**建议关注：中钨高新，佳鑫国际资源，厦门钨业，章源钨业，江钨装备。

钨板块盈利预测与估值汇总表

证券代码	证券简称	市值/亿元	盈利预测				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000657.SZ	中钨高新	478.3	9.4	12.9	18.0	21.4	51	37	27	22
002378.SZ	章源钨业	145.4	1.7	2.3	2.7	3.2	85	64	53	46
600549.SH	厦门钨业	504.1	17.3	24.3	29.5	32.9	29	21	17	15
002842.SZ	翔鹭钨业	35.0	-0.9	—	—	—	-39	—	—	—
600379.SH	江钨装备	36.9	0.9	0.7	0.8	1.1	41	57	46	34
3858.HK	佳鑫国际资源	144.7	-1.6	1.3	9.5	13.5	-90	110	15	11

- **铜价与锡价在过去20年里高度重合。**复盘20多年来铜价和锡价的走势，我们发现，铜价和锡价往往呈现铜价的走势。即在铜价表现较好的周期内，锡价均表现较好。因此我们认为决定锡价格方向的更多取决于铜怎么走。
- **锡是弹性更高的铜，金属牛市有望受益于高弹性：**如下图可见，锡在过去几年中，上涨涨幅往往高于铜（如10与21年两轮牛市）。这是因为锡的金属产量与市场规模与铜存在差距，在牛市中锡弹性高的特点有望跑赢金属价格大盘，获得超额收益，建议关注：华锡有色，锡业股份。

图：过去20年中，铜价与锡价的走势高度重合



- **我们用锡铜比分析锡价潜在的上行幅度。**在前文我们已经明确了锡铜同向的历史规律。我们采用锡铜比指标来分析当前锡价从商品价值角度来说是被低估/高估。锡铜比一直处于一个中枢不断抬升的趋势中，而目前，锡铜比仍然处于较低的数据，较历史高位的4差距较远，锡价上行空间大。
- **锡的上行幅度还取决于其供需特殊性：**供给方面，铜矿往往有未来的新增供给或潜在增量，而锡未来潜在矿山或新增产量较少。**需求方面**，锡下游有AI与半导体需求催化，未来需求表现或好于预期，与铜相比上行空间或更有想象力。

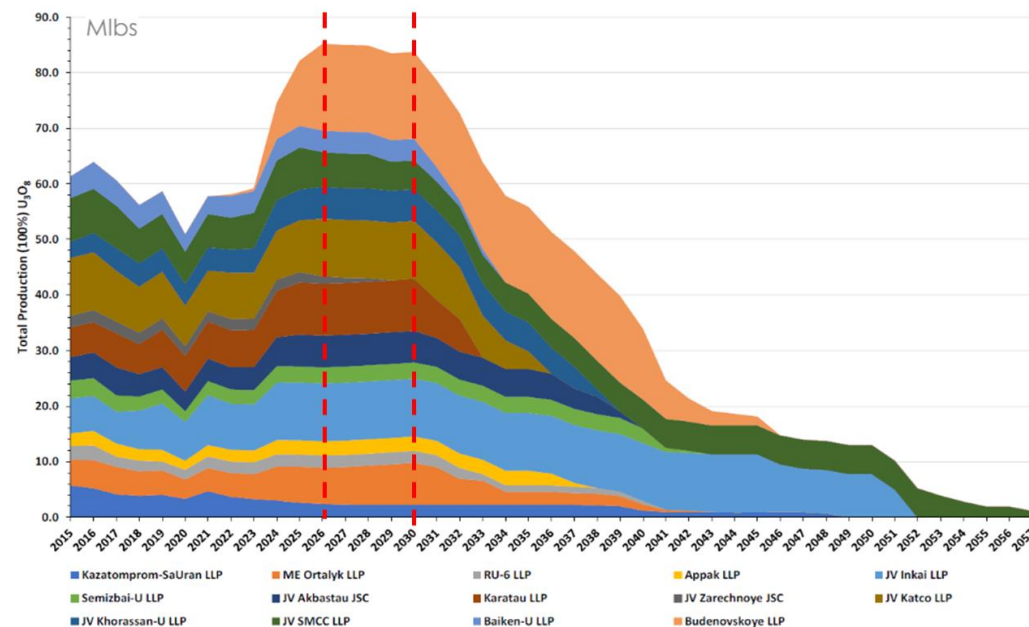
图：锡铜比（锡价/铜价）处于较低位置，上行趋势明确



供给侧的真正困境并非复产/增产的节奏延后，而是“存量退出，增量不足”的终局矛盾

- 25Q2现货价格继续向上修复，正如我们在2025半年度策略中所述“天然铀远期的供需矛盾将伴随时间的消耗进一步凸显，短期内一些主流矿山若出现产量miss或指引下调则有望成为新一轮铀价上涨的拐点”，8月下旬，哈原工与卡梅科先后下调产量指引，验证了我们此前的判断，也由此夯实了本轮铀价修复向上的拐点。
- 展望2026年，25年9月末以来SPUT与Yellow Cake接连下场扫货采购带动现货铀价有所躁动，但整体市场交易情绪仍在逐步修复中，因此我们判断当前铀价“拐点已现，趋势酝酿已成”，看好铀价继续表现。
- 中长期看，核电远期叙事不断增强进一步夯实需求，而供给侧在经历了23-24年现货价格的大幅波动后，进一步补充的意愿、能力都降面临挑战。事实上，KAP与CCJ的生产指引下调再度强化了天然铀的供给压力，由此我们认为：铀价蓄势已成，向上突破指日可待。

哈原工产量规划



全球天然铀矿山未来增量供给梳理

国家/地区	项目	项目增量情况
加拿大	McClean Lake复产	2025年产量约300tU，远期产量潜力约1200tU
澳大利亚	Honeymoon复产	2023年末投产，2024年产量约327tU，设计产能942tU
哈萨克斯坦	Zhalpak投产	设计产能900tU
	Budenovskoye 6 7投产	设计产能6000tU，2025年产量预计为1300tU
	Langer Heinrich复产	预计2026财年产量1538-1730tU
非洲	Dasa投产	预计年产能约1730tU，原计划于26年初投产
	Kayelekera投产	设计产能约923tU，2025年9月投产

本轮中国核电资本开支周期进入高潮后，海外资本开支大幕徐徐拉开

- 中国本轮核电建设周期已迎来“收获期”：据我们梳理，中国自2019年重启核电机组批复以来，经过6年左右建设周期，第一批开工建设机组已陆续接近建设尾声，即将并网运行，截至2024年末中国在运核电机组容量约61GW，**预计2025-2026中国新并网核电机组规模约为8.6GW，增长15%**；
- 近年来，海外核电发展亦获得各国政府支持声援，但整体批复、投资、建设进度较慢，特朗普政府在5月宣布核能振兴令后行动迅速，2025年10月宣布与Cameco建立合作伙伴关系，将加快部署Cameco旗下西屋公司核反应堆，预计将为其提供约800亿美金投资，**我们认为此举或为美国本土大型核电机组建设重新启动的启点，也昭示海外核电资本开支周期即将进入加速阶段**；
- AI的快速发展催生了巨大算力需求，算力的背后则需要稳定可靠且丰富的电力支撑，核能作为最稳定的发电形式之一必将再获青睐，全球核电需求正在中国逐步兑现、美国投资加速的趋势下稳健增长，进而催生持续稳定增长的天然铀需求。

2025-2026我国预计并网核电机组项目梳理

序号	机组名称	厂址	装机容量(MW)	核准日期	开工日期	工程进展
1	漳州2号	福建漳州	1212.00	2019年1月30日	2020年9月4日	热试完成
2	太平岭2号	广东惠州	1202.00	2019年1月30日	2020年10月15日	热试完成
3	太平岭1号	广东惠州	1202.00	2019年1月30日	2019年12月26日	热试完成
4	三澳1号	浙江温州	1210.00	2020年9月2日	2020年12月31日	热试完成
5	昌江3号	海南昌江	1200.00	2020年9月2日	2021年3月31日	冷试完成
6	田湾7号	江苏连云港	1274.00	2021年5月19日	2021年5月19日	冷试完成
7	昌江小堆示范工程	海南昌江	125.00		2021年7月13日	冷试完成
8	三澳2号	浙江温州	1210.00	2020年9月2日	2021年12月30日	穹顶就位

Cameco与美国政府达成史诗级合作关系

Cameco and Brookfield establish transformational partnership with **United States Government**

Cameco and Brookfield establish transformational partnership with United States Government to accelerate deployment of **Westinghouse nuclear reactors**




Cameco Corporation (TSX: CCO; NYSE: CCJ) today announced that it, along with Brookfield Asset Management (Brookfield), has entered into a binding term sheet with the United States Department of Commerce (US Government) to establish a strategic partnership, which is expected to accelerate the global deployment of Westinghouse Electric Company's (Westinghouse) nuclear reactor technologies and reinvigorate supply chains and the nuclear power industrial base in the US and abroad.

The agreement provides for the US Government to arrange financing and facilitate the permitting and approvals for new Westinghouse nuclear reactors to be built in the US, with an aggregate investment value of **at least US\$80 billion**, including near-term financing of long lead time items. Once constructed, the reactors are expected to generate reliable and secure power for the American grid, including powering significant data center and compute capacity to drive growth in artificial intelligence in the United States.

Downloads

 News Release (PDF, 101 KB)

Share

核心矛盾在于远期需求增长叙事不断强化，而供给端的增长困难被低估，新一轮采购潮或已在途

- **商品：**结合前述供需分析，天然铀需求叙事不断强化，且中国增量需求已逐步兑现，而在供给侧“存量退出、新增乏力”的困局并没有在2023年以来的这轮铀价上涨中被有效解决，**主力矿商在2025年中期先后下调产量指引或也指向当前铀价的“刺激效应”不足，由此推动铀价再上一层；2025年7月至今，长协铀价已连续4个月上涨（最新为85美金/磅）也验证了此判断；我们认为在供给困局未被有效解决前，铀价长牛态势不变，长协价格连续上涨趋势有望延续，现货市场则有望在本轮海外降息周期的推动下迎来共振上行，弹性可期。**
- **权益：**推荐关注目前全球需求增量最为显著的中国核电运营商旗下核心铀资源运营商：背靠中广核集团的中广核矿业&背靠中核集团的中国铀业，铀价上行周期叠加需求侧持续增长有望塑造此类铀矿企业量价齐升。

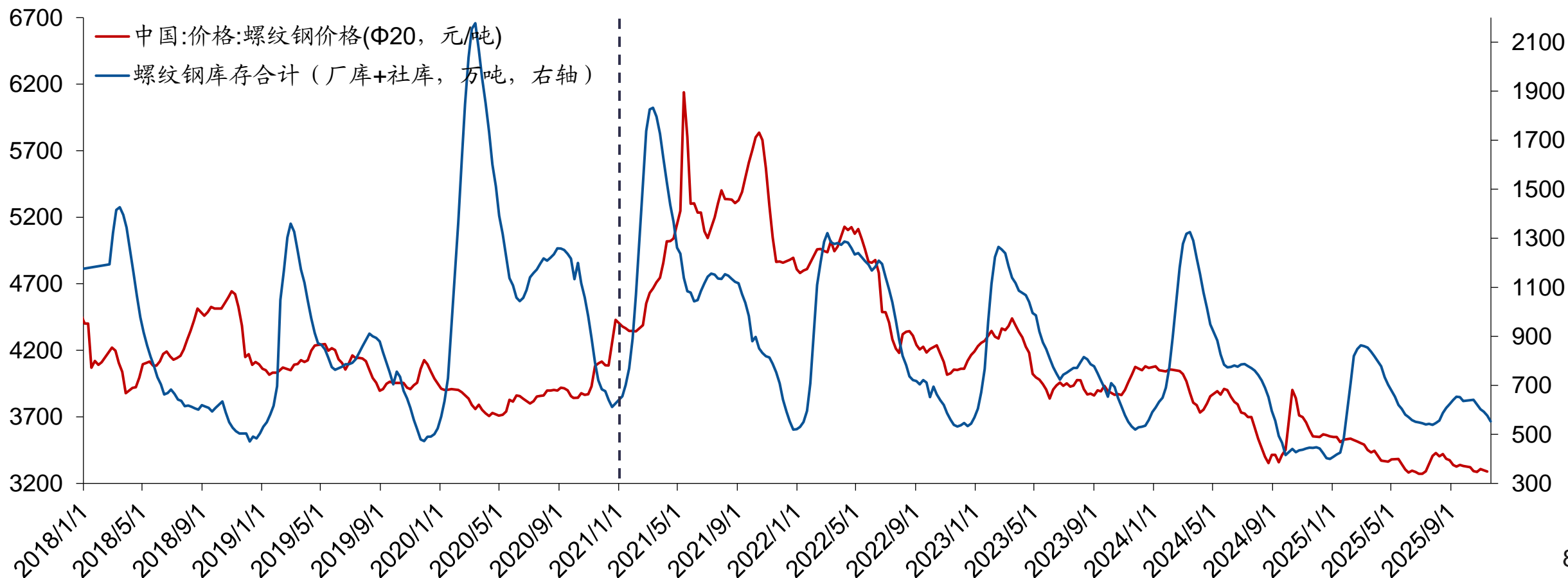
天然铀板块盈利预测与估值汇总表

证券代码	证券简称	市值/亿元	盈利预测				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
1164.HK	中广核矿业	213.6	3.2	4.2	8.6	10.0	67	51	25	21
001280.SZ	中国铀业	——	14.6	——	——	——	——	——	——	——

预期主导商品价格及权益走势

- **2017年-2020年（产业逻辑主导价格走势）**：库存与价格呈现逆相关性，即高库存对应低价格，去库对应价格上涨，累库对应价格下跌
- **2021年-至今（宏观逻辑主导价格走势）**：库存与价格呈现正相关性，产业逻辑主导的是价格中枢，而宏观/预期逻辑主导的是价格波段

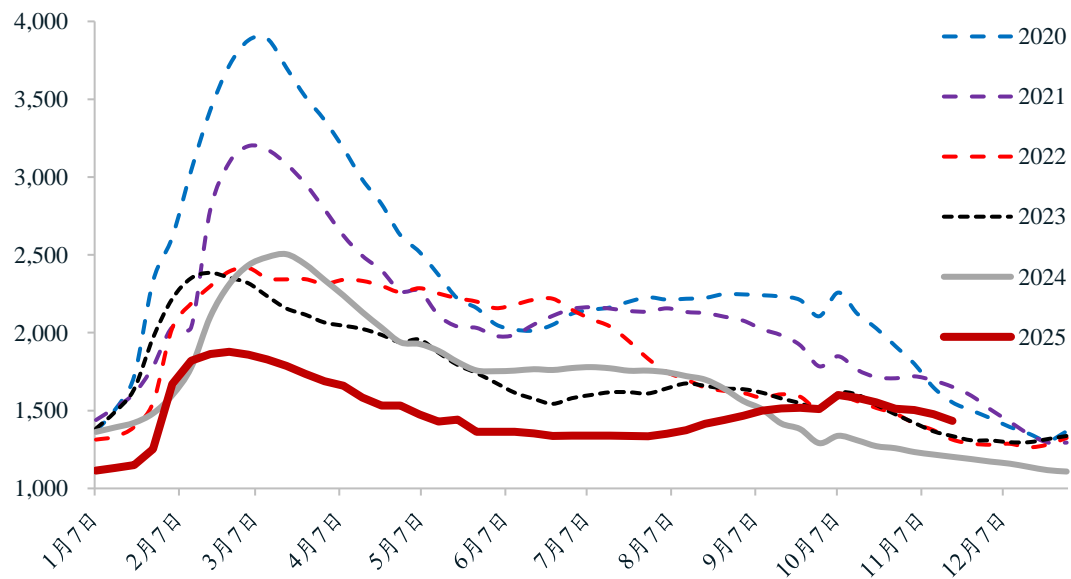
图：螺纹钢价格与库存的关系



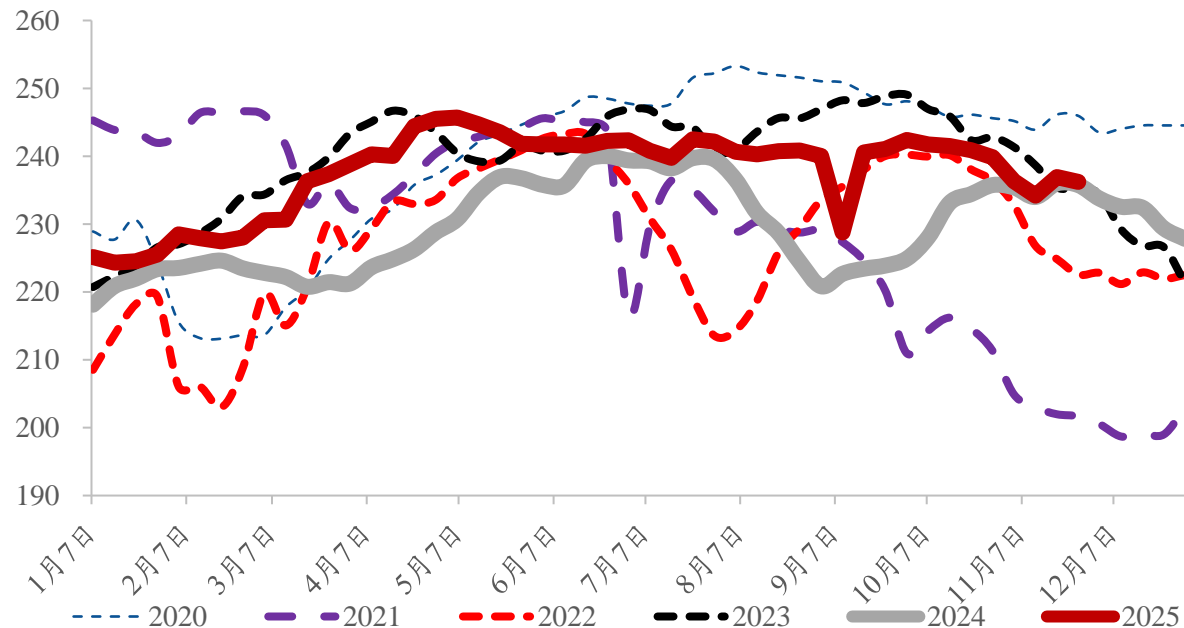
预期主导商品价格及权益走势

- 钢铁是“反内卷”核心品种：**现阶段钢铁行业**核心矛盾**不在需求，而在于能否实质性约束**供给**。“反内卷”交易分为三阶段——1) 短平快的主题交易；2) 随着具体政策落地执行，钢企盈利逐步修复，权益与钢价同时稳步上涨；3) 政策落地2-3年后，市场认可“反内卷”所带来的行业格局重塑，给予龙头钢企估值溢价。
- 行业机会透视：**钢铁权益要想有强β行情一定是对供给端有强约束时期，参考2016-2018年供给侧改革、2021年“碳中和”限产。随着2021年地产新开工开始下滑，钢铁下游建筑需求下行。但从库存看，2023-2025年均处于历史低位，也就是说钢铁下游需求比市场预期的更具备韧性，靠的是内需制造业+外需出口。2025年钢铁行业出现了两波行情，一波系年初交易全年粗钢限产预期，另一波系7月反内卷政策出台。我们判断，未来两年里钢铁板块的核心主线是“反内卷”，围绕这条主线会有“预期”与“现实”的摇摆，但方向光明，钢企盈利有望中枢上移，继续看好钢铁板块投资机会。

图：2025年五大品种钢材库存合计处于历史低位



图：日均铁水变化 (万吨)

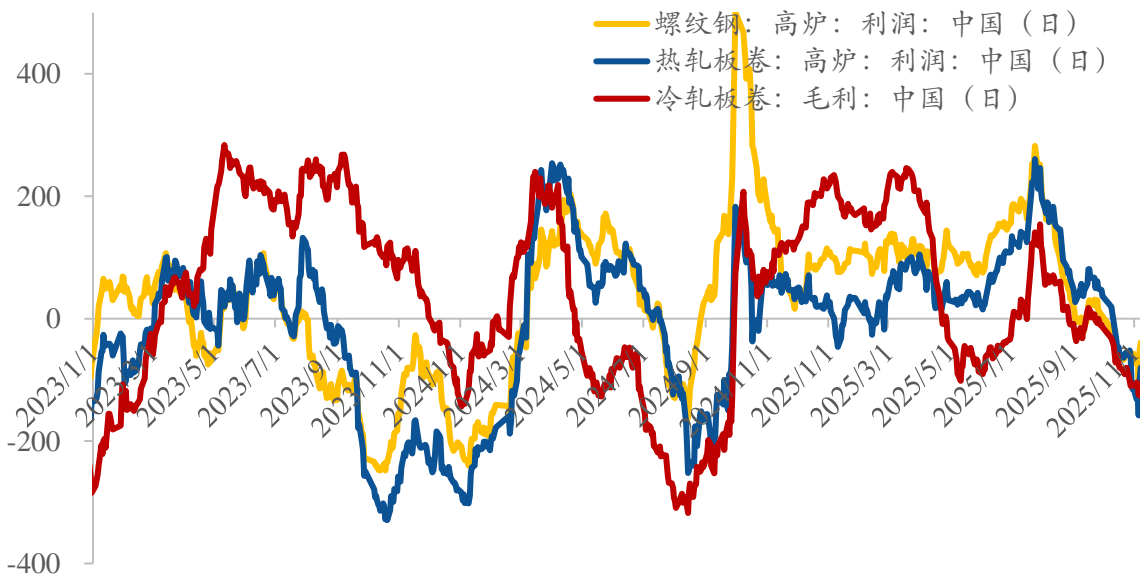


预期主导商品价格及权益走势

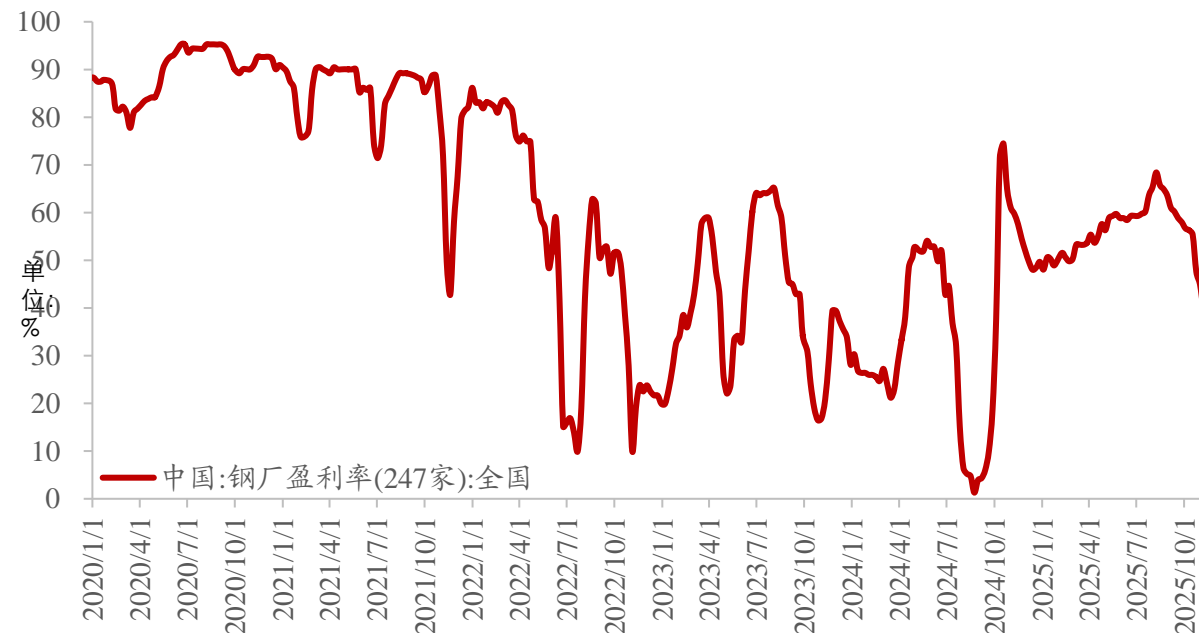
➤ 关注标的

- 转型升级的龙头钢企：南钢股份、华菱钢铁、宝钢股份
- 低PB/盈利高弹性普钢：新钢股份、首钢股份、三钢闽光、方大特钢
- 高端化特钢新材料：久立特材、翔楼新材
- 资源品：海南矿业（铁矿+油气+锂）、大中矿业（铁矿+锂）、河钢资源（铁矿+铜）、包钢股份（钢铁+稀土）、方大炭素

图：钢材利润测算（元/吨）



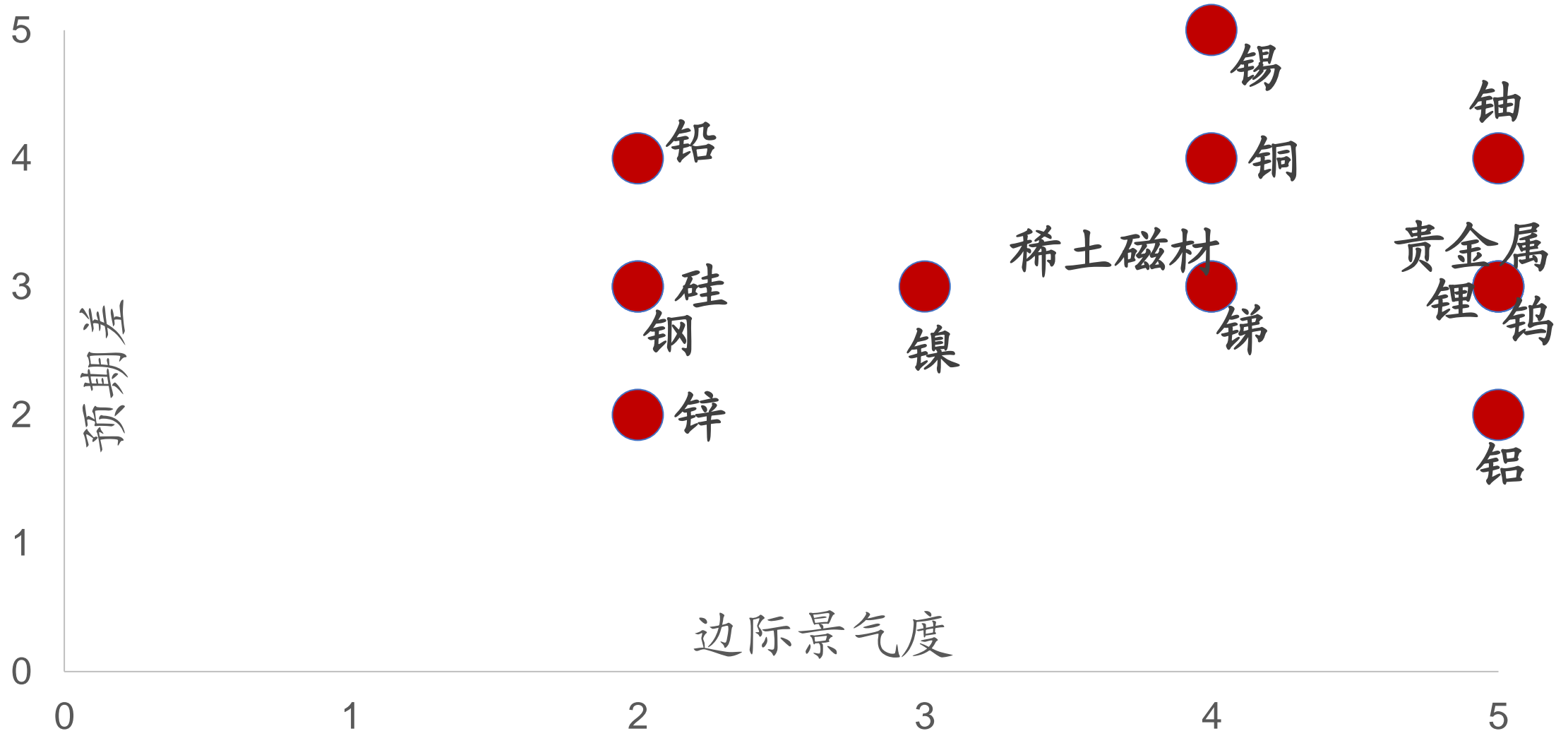
图：限产及“反内卷”预期促使2025年行业盈利率中枢上移



3

选股思路

品种	一句话核心投资逻辑	基本面变化
黄金	美元信用下行，叠加利率、流动性，三重利好共振	2026年美元信用下行节奏不变，美国实际利率更低，且新美联储主席或更倾向于降息。且不再缩表提升金价。
白银	跟随黄金，但弹性更大	随着金价上行白银有限的库存与越来越多投机需求的供需矛盾突出，因此交割月白银期货市场机会值得关注
稀土&磁材	大国博弈背景下，战略思维配稀土	供需趋紧态势延续，价格有望高位温和攀升；战略王牌属性仍是配置主线。
铜	供给趋紧推升价格中枢	降息周期宏观利好，供给逻辑坚挺，矿端事故频出
锂	储能需求带动行业反转	需求增速开始大于供给增速，推升锂价向上
铝	供给端收缩无疑，需求端或超预期表现，推升铝价向上	供给显著收缩，需求边际向好
硅	并购重组重塑产业结构，产能出清中静待反转	政策驱动供给侧改革，底部反转
锡	供给增量落地，需求向好	未来价格从供给驱动切换至AI需求驱动
钨	供给的约束共识或已形成，重视需求侧逻辑。	供给侧一强两低硬约束格局延续，需求侧有望迎来制造业顺周期。
铀	远期需求增长叙事不断强化，而供给端的增长困难被低估，新一轮上涨的起点或已在途。	供给侧“存量退出，增量不足”的终局矛盾逐步凸显，需求侧迎来全球核电资本开支周期共振。
钢	“反内卷”核心金属品种	供给有望在反内卷政策之下迎来约束



4

关注标的

图：山东黄金、山金国际、赤峰黄金历史滚动市盈率



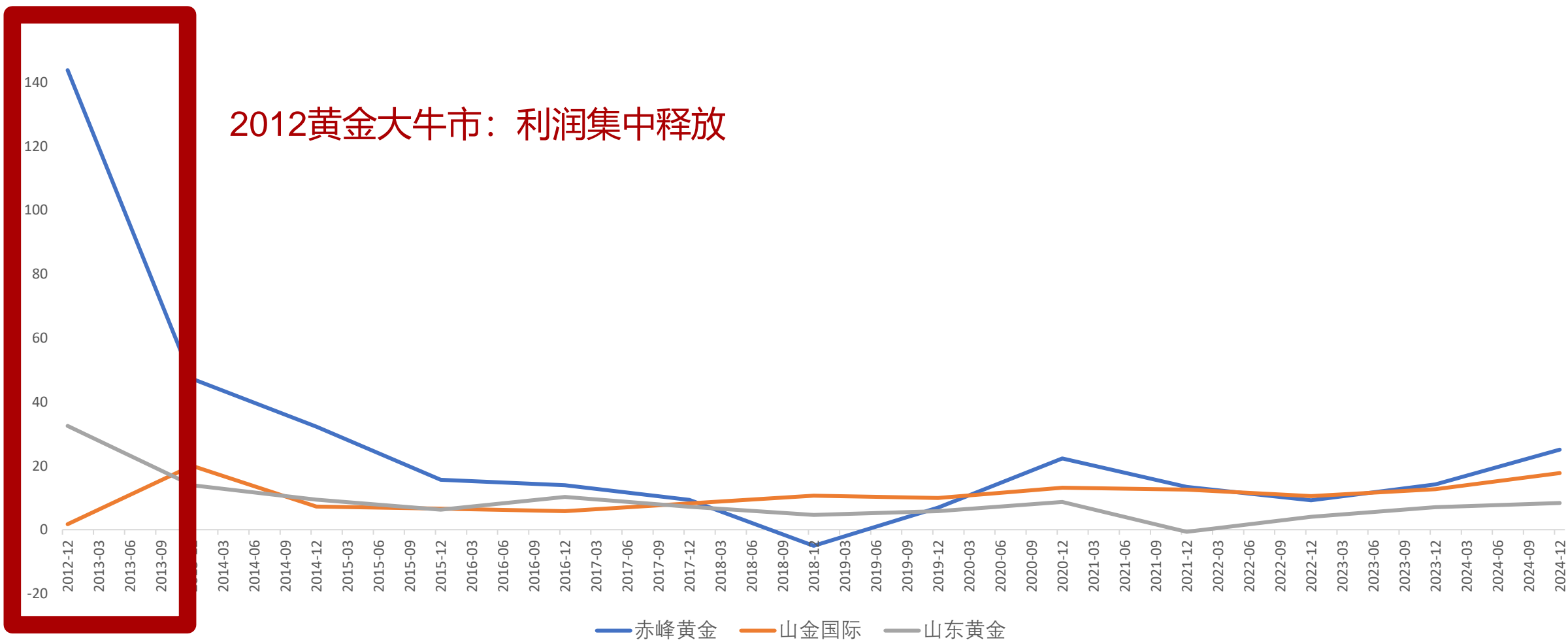
图：山东黄金、山金国际、赤峰黄金历史预测市盈率



4.1

黄金股ROE：本轮黄金股利润集中释放期还没到来

图：山东黄金、山金国际、赤峰黄金ROE (%)



表：黄金行业上市公司的自产金产量预测

公司	黄金资源量 (2024; 吨)	总市值 (亿元)		全口径自产金 (吨)						25E-27E 产量CAGR	单吨产量市值 (亿元/吨)		单吨资源量市值		PE	
		2025/11/11	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2027E	2024A	2025E	2027E	
山金国际	277	586	7	7	7	8	8	9	14	32%	73	41	2.1	17	11	
招金矿业	1304	985	10	13	18	18	18	20	24	17%	55	40	0.8	31	18	
赤峰黄金	396	581	8	14	14	15	16	18	21	13%	38	28	1.5	19	13	
山东黄金	2215	1664	25	39	46	46	50	54	61	10%	36	27	0.8	25	17	
中金黄金	813	1038	20	20	19	20	20	24	29	20%	51	36	1.3	20	13	
湖南黄金	138	353	5	5	4	4	4	6	6	23%	95	57	2.6	21	15	
紫金矿业	3973	7872	47	56	68	73	87	96	102	8%	108	77	2.0	16	12	
潼关黄金	55	134	1	1	1	3	3	3	4	23%	54	32	2.4	22	13	
万国黄金	202	340	0	0	2	3	4	6	6	20%	132	57	1.7	25	16	

公司	黄金权益资源量 (2024; 吨)	总市值 (亿元)		权益自产金 (吨)						25E-27E 产量CAGR	单吨产量市值 (亿元/吨)		单吨资源量市值		PE	
		2025/11/11	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2027E	2024A	2025E	2027E	
山金国际	249	586	7	7	7	8	8	9	13	29%	78	46	2.3	17	11	
招金矿业	1055	985	8	10	14	15	14	16	19	16%	68	52	0.9	31	18	
赤峰黄金	271	581	7	11	11	12	13	14	16	12%	48	36	2.1	19	13	
山东黄金	1889	1664	24	37	40	40	43	45	51	9%	42	33	0.9	25	17	
中金黄金	480	1038	16	15	16	15	17	19	21	14%	68	49	2.2	20	13	
湖南黄金	130	353	5	5	4	4	4	6	6	22%	98	59	2.7	21	15	
紫金矿业	2998	7872	38	46	57	62	76	84	90	9%	127	87	2.6	16	12	
潼关黄金	52	134	1	1	1	2	3	3	4	22%	55	34	2.6	22	13	
万国黄金	178	340	0	0	2	3	4	6	6	20%	132	57	1.9	25	16	

资料来源：Wind，各公司公告，紫金矿业官网，赤峰市敖汉旗政府官网，河北省自然资源厅官网，《甘南西部录豆艘金矿地质特征及找矿方向探讨》等，浙商证券研究所(注:仅统计自产金，招金矿业2022年及以后自产金量为估计值，且资源量包含收购的阿布贾金矿、科马洪金矿;山东黄金2023~2027年数据含银泰黄金;部分公司的权益产量为根据矿山持股所计算的估计值;公司总市值数据采用Wind于2025-11-11导出的总市值指标，其中招金矿业总市值转化为人民币单位;单吨黄金市值=公司11月11日的总市值/对应年份的黄金产量;PE采用11月11日总市值/11月11日盈利的Wind一致预期，计算得来;2025~2027年各公司黄金产量预测主要基于公开资料产能规划、相关矿山的规划矿石处理量与矿山品位等数据，并存在四舍五入误差，预测值可能与最终实际值有差异，供参考)

➤ 建议关注未来两年自有矿增速较快和绝对量较大的行业龙头，赣锋锂业，天齐锂业，盐湖股份，大中矿业，永兴材料等。

表：锂行业弹性表

企业	代码	锂资源权益量 (万吨 LCE)	自有矿权益产量 (万吨LCE)					两年CAGR	
			2022A	2023A	2024A	2025E	2026E		2027E
赣锋锂业	002460	4,907	2.5	3.5	5.2	8.1	10.6	11.7	20%
天齐锂业	002466	1,790	7.4	9.0	9.0	9.3	10.4	12.6	17%
中矿资源	002738	210	0.5	2.4	4.4	4.9	5.4	5.4	5%
永兴材料	002756	111	1.5	2.0	1.9	1.9	2.6	4.0	46%
盐湖股份	000792	1,049	1.5	1.9	2.1	2.5	6.2	6.3	60%
雅化集团	002497	86	0.0	0.2	0.5	3.1	3.3	3.6	9%
华友钴业	603799	268	0.0	1.0	4.1	5.0	6.0	6.0	10%
紫金矿业	601899	1,066	0.0	0.3	-	2.3	5.5	7.2	76%
盛新锂能	002240	376	0.6	1.9	3.1	4.4	4.4	5.3	10%
藏格矿业	000408	232	1.1	1.2	1.2	1.2	1.7	2.2	36%
大中矿业	001203	473	0.0	0.0	0.0	0.5	2.5	5.8	239%
国城矿业	000688	277	0.0	0.0	0.6	1.2	1.2	2.4	41%
川能动力	000155	58	0.0	0.2	0.3	0.7	1.1	1.1	22%
融捷股份	002192	89	1.0	1.1	1.0	1.5	1.5	1.5	0%
西藏矿业	000762	91	0.3	0.4	0.3	0.5	0.8	1.0	38%
海南矿业	601969	43	0.0	0.0	0.0	0.5	1.0	1.0	-

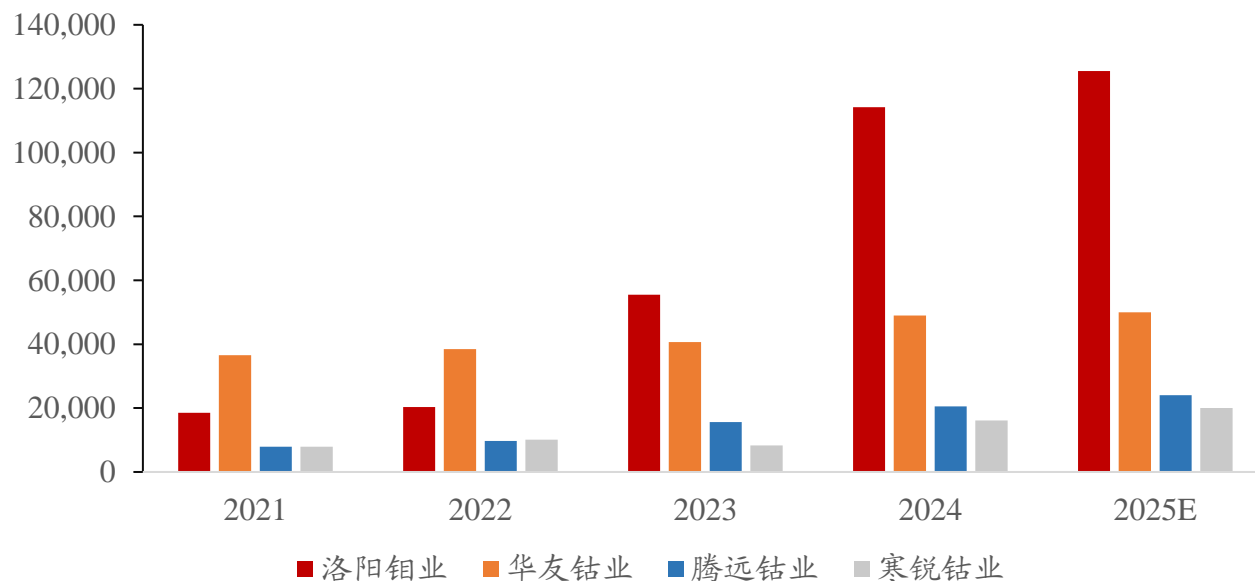
数据来源：各公司公告，浙商证券研究所

注：产量预测均根据公司公告指引，产量统计均以自有矿的股权比例计算，CAGR计算从2025年开始计算。资源量统计方面，国内盐湖和矿山，如扎布耶，甲基卡等披露多以储量为口径。统计时间截止2025年10月30日。

自刚果金配额政策落地，未来行业或将长期维持紧平衡，未来每家公司配额需等进一步政策出台。建议关注钴价高位震荡的投资机会，重点推荐华友钴业、力勤资源、洛阳钼业，建议关注腾远钴业、寒锐钴业。

- **华友钴业**：在印尼布局湿法镍项目，湿法产能合计达20万吨以上，副产品钴合计超2万吨，副产品钴有望直接受益于钴价上涨，带来较大的业绩增量。
- **力勤资源**：印尼湿法镍产能合计12万吨，副产品钴1.4万吨，钴产品对于业绩增量较大。
- **洛阳钼业**：作为全球最大的钴生产商，产能已达10万吨以上，成本优势领先，有望充分受益于钴价中枢上涨。

各公司钴产品产量预测（金属吨）



资料来源：各公司公告，公司公众号，时代周报等，浙商证券研究所测算

根据公司公告披露的产能预测，仅供参考

- **华友钴业**：2025年旗下华飞、华越项目稳产超产，华科项目稳定运营。公司与福特汽车合作的年产 12 万吨镍金属量 Pomalaa 湿法项目有望明年年底投产，我们预计2027年有望贡献10万吨产品。
- **力勤资源**：印尼的湿法总产能12万湿法项目均实现达产，火法项目一期稳定生产，火法项目二期年设计产能18.5万金属吨镍铁稳步推进，全部产线有望在2026年建成。

表：华友钴业冶炼权益量（万金属吨）

华友钴业	2023	2024	2025E	2026E	2027E
湿法镍产量	4.6	9.5	11.4	13.4	19.6
火法镍产量	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
合计	7.8	12.7	14.6	16.6	22.8

表：力勤资源冶炼权益量（万金属吨）

力勤资源	2023	2024	2025E	2026E	2027E
湿法镍产量	3.3	4.9	7.9	8.6	8.6
火法镍产量	3.1	5.1	6.0	8.7	14.2
合计	6.4	10.0	13.9	17.4	22.8

1、金属价格大幅波动；

若金属供需侧出现突发事件，可能会使相关金属价格出现大幅波动，价格不及预期的风险。

2、下游需求修复不及预期；

金属下游需求修复受宏观与对应下游需求子行业景气度影响。若下游需求修复不及预期，金属价格有进一步下行的风险。

3、行业供给超预期。

相关金属矿山复产扩产节奏超预期导致金属供给超预期，供给过剩价格下行的风险。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>