



# 地缘压制金属金融属性，中长期基本面依旧稳健

## 金属行业2026年中期投资策略

姓名：孙二春（分析师）

证书编号：S0790525060001

邮箱：sunerchun@kysec.cn

姓名：任恒（分析师）

证书编号：S0790526040001

邮箱：rengheng@kysec.cn

## 1. 工业金属：供给约束驱动铜价上行，电解铝红利属性逐步显现

**铜：**供给端，海外多数矿企仍面临品位、回收率下降的问题，且干扰因素仍存在（艾芬豪KK铜矿、Codelco的El Teniente铜矿），国内企业虽增量但整体有限，乐观假设下，2026-2027年全球供给增速或不足2%。需求端，上半年中美电力需求维持高增速，有望为铜需求贡献边际增量。我们认为**2026年铜供需结构矛盾将进一步凸显，支撑铜价中枢上行，推荐标的有具备产量成长性的中国有色矿业、金诚信、洛阳钼业、紫金矿业；受益标的有米拉多二期投产后产能快速增长的铜陵有色，具备精炼铜产能优势和自产矿山的江西铜业、西部矿业、云南铜业等。**

**铝：**供应端，国内供应天花板限制产能，海外电力限制新建产能，叠加中东产能减产扰动，电解铝供应释放瓶颈端，铝消费仍具韧性，我们认为电解铝硬缺口短期难弥补。氧化铝、电力成本下行，**电解铝环节盈利能力不断增强，铝企业纷纷提高分红比例，股息率吸引力在提升。受益标的有中国铝业，推荐标的有中孚实业、神火股份、天山铝业、云铝股份、中国宏桥、南山铝业、焦作万方。**

## 2. 贵金属：降息遇冷金价短期承压，看好央行购金长期支撑

**贵金属：**短期由于美伊冲突使得原油运输受阻，推升通胀预期，美联储降息预期遇冷，ETF黄金持仓自高点已回落压制金价。但中长期看，伴随美元信用弱化，黄金作为储备资产的重要性越发凸显，全球央行近几年加大购金力度，支撑金价长期中枢不断上移。白银的工业需求占比达到50%以上，其金融属性相对弱于黄金，其价格弹性往往比黄金更大。**推荐标的：山东黄金、中金黄金、山金国际、中国黄金国际，受益标的：赤峰黄金、湖南黄金、紫金国际、招金矿业、兴业银锡、盛达资源等。**

### 3.能源金属：供应扰动频发，锂价走出底部

**锂：**锂行业供给端资本开支收缩、行业供给纪律逐步形成，叠加扰动频频，锂行业供给弹性已较此前明显下降。与此同时，储能需求持续高景气，推动锂需求结构逐步改善，行业库存压力边际缓解，锂价有望迎来阶段性修复。具备资源保障、低成本及一体化布局优势的锂行业企业盈利修复弹性有望优于行业平均水平，资源自给率较高、成本控制能力较强的锂矿及锂盐公司值得关注。推荐标的有**永兴材料、中矿资源**；受益标的有**赣锋锂业、天齐锂业、藏格矿业、盛新锂能、雅化集团、盐湖股份**等。

### 4.小金属钨：战略金属地位凸显，钨价创历史

**钨：**作为我国优势战略金属，钨矿供应受制于资源枯竭，环保等因素制约，叠加国家对钨矿开采实施总量控制，钨矿产量释放有限；需求端，新兴领域拉动钨需求，有望长期支撑钨价。受益标的：**厦门钨业、中钨高新、佳鑫国际资源**。

### 5.黑色金属：制造业需求彰显韧性，钢厂利润企稳回升

**钢铁：**我国已进入经济转型期，尽管建筑需求较弱，但制造业用钢及新兴领域用钢的增长，我们预计未来我国钢材需求将长期彰显韧性。此外，原料端伴随着FMG新矿区及西芒杜的投产，焦煤进口持续恢复，原料端供需格局趋于宽松，后续若钢铁供给可以持续压减，钢厂利润将明显改善。受益标的：**方大特钢、中信特钢、南钢股份、宝钢股份、久立特材**。

### 6.风险提示：

**铜：**产能释放节奏不及预期、矿石及铜精矿销售节奏不及预期、矿石品位超预期、矿石回收率超预期提升等；**铝：**国内需求不急预期；海外电解铝产能释放超预期；**黄金：**美联储继续加息，地缘政治风险；**能源金属：**新能源车需求不及预期、储能需求不及预期、海外锂矿项目进展不及预期、非正式立项项目资源流入过多。**钨：**钨价大幅波动；矿山品位下降超预期；制造业增速不及预期。**钢铁：**国内需求持续走弱；低效产能出清和行业集中提升不及预期。

# 目录

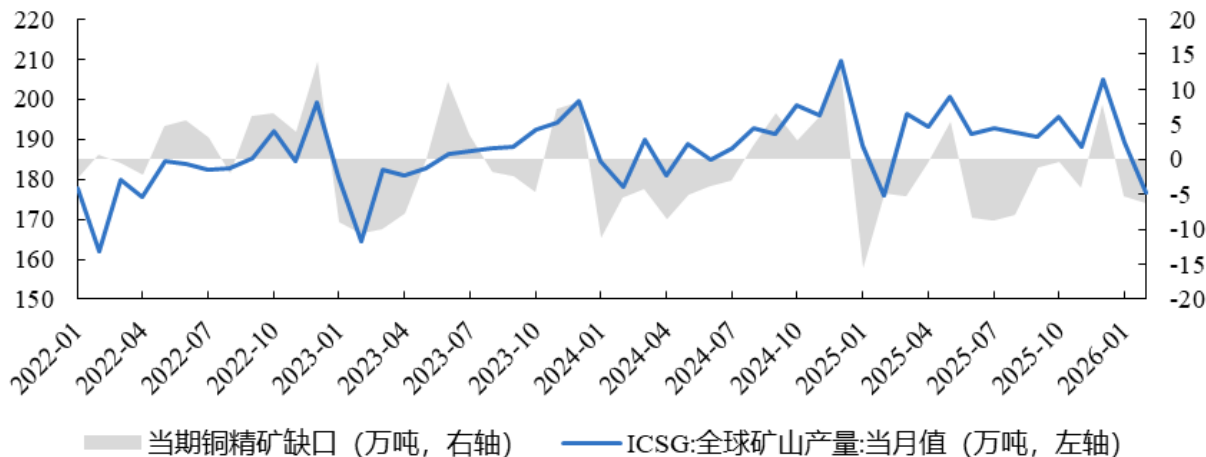
## CONTENTS

- 1 工业金属：供给约束驱动铜价上行，电解铝红利属性逐步显现
- 2 贵金属：降息遇冷金价短期承压，看好央行购金长期支撑
- 3 能源金属：供应扰动频发，锂价走出底部
- 4 小金属钨：战略金属地位凸显，钨价创历史
- 5 黑色金属：制造业需求彰显韧性，钢厂利润企稳回升
- 6 盈利预测与投资建议
- 7 风险提示

## 1.1 铜：2026年全年原生精炼铜供给或持续低于预期

**2026年1月及2月全球矿山产铜产量同比仅提升0.3%。**根据ICSG数据，2026年前两月全球矿山产铜产量为365.7万吨，同比增长0.3%，但仍低于精炼铜原料需求量，通过原生精炼铜产量-矿山产铜量测算可知，2026年前两月全球铜精矿缺口为11.6万吨。按照相同口径，过去十二个月的全球铜精矿缺口约为34.6万吨。我们认为，随着铜精矿库存进一步消耗，铜矿供给波动传导至下游铜价的路径将更加顺畅。

图：2026年前两月全球矿产铜产量同比略微提升，但低于精炼铜需求



# 1.1 铜：2026Q1全球供给同比下降

- ✓ **2026Q1全球铜企产量基本披露，海外及国内矿企产量均有所下降。**根据已披露的2026Q1季报，样本企业2026Q1合计产量为358.0万吨，同比下降3.4%、环比下降7.5%。
- ✓ **其中，海外铜矿企产量同比下降，样本企业多有所下降。**同比降幅位居前列的主要为艾芬豪（-53.5%）、自由港（-23.7%），皆因2025年发生的矿端事故，致其产能受到负面影响，预期要到2027年才能恢复到事故前水平。同比增幅前列的为阿曼矿业（+173.0%，进料量增加且品位提升）、玻立顿（+53.0%，进料量同比显著增加）。
- ✓ **国内样本企业产量同比略微下降，其中紫金矿业、中国有色矿业均有所下降。**

【开源金属 铜】全球主要铜企-季报产量汇总（截至2026.5.9）(单位：万吨)								
公司名称	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	26Q1同比变动	26Q1环比变动	
Codeco (智利国家铜业, 智利)	29.6	33.8	30.3	39.7	27.1	-8.3%	-31.7%	
BHP (必和必拓, 澳大利亚)	51.3	51.6	49.4	49.1	47.7	-7.1%	-2.8%	
Freeport-Mcmoran (自由港, 美国)	39.4	43.7	41.4	29.0	30.0	-23.7%	3.4%	
Glencore (嘉能可, 瑞士)	16.7	17.5	23.8	26.8	20.0	19.4%	-25.6%	
Southern Copper (南方铜业, 墨西哥)	24.0	24.0	23.5	24.1	23.1	-4.0%	-4.4%	
Rio Tinto (力拓, 英国)	21.0	22.9	20.4	24.0	22.9	9.2%	-4.6%	
KGHM (波兰铜业集团, 波兰)	16.9	17.5	18.3	18.3	17.6	4.0%	-3.9%	
Anglo American (英美资源, 英国)	16.9	17.3	18.4	17.0	17.0	0.9%	0.5%	
Antofagasta (安托法加斯塔, 智利)	15.5	16.0	16.2	17.7	14.3	-7.6%	-19.2%	
First Quantum (第一量子, 加拿大)	10.0	9.1	10.5	10.0	9.6	-3.2%	-3.9%	
Nornickel (诺里尔斯克镍公司, 俄罗斯)	10.9	10.4	10.0	11.2	9.9	-9.8%	-11.9%	
Lundin Mining (伦丁矿业, 加拿大)	8.4	8.1	8.7	8.5	8.0	-4.7%	-6.0%	
Teck Resources (泰克资源, 加拿大)	10.6	10.9	10.4	13.4	14.0	31.9%	4.5%	
Vale (淡水河谷, 巴西)	9.1	9.3	9.1	10.8	10.2	12.5%	-5.4%	
Mitsubishi Corp (三菱商事, 日本)	9.0	8.5	9.3	8.9	9.0	-0.7%	1.3%	
SumitomoMetal (住友金属, 日本)	6.7	7.3	7.1	7.2	6.9	2.8%	-4.7%	
PT Amman Mineral (阿曼矿业, 印尼)	1.7	2.4	2.5	2.9	4.6	173.0%	57.8%	
Barrick Gold (巴里克, 加拿大)	4.4	5.9	5.5	6.2	4.9	11.4%	-21.0%	
Capstone Copper (科罗纳铜公司)	5.4	5.7	5.5	5.8	4.8	-10.8%	-17.7%	
Ivanhoe (艾芬豪)	13.3	11.2	7.1	6.9	6.2	-53.5%	-10.8%	
Newmont (纽蒙特, 美国)	3.5	3.6	3.5	2.9	3.0	-14.3%	3.4%	
Sandfire (沙火资源, 澳大利亚)	2.5	2.9	2.5	2.4	2.3	-10.3%	-5.0%	
Hudbay (哈德贝, 加拿大)	3.1	3.0	2.4	3.3	2.8	-9.9%	-15.7%	
Buenaventura (布埃纳文图拉, 秘鲁)	2.6	2.7	2.8	2.7	2.5	-2.9%	-6.8%	
Boliden (玻立顿, 瑞典)	1.9	2.8	2.8	3.0	2.9	53.0%	-2.9%	
紫金矿业	28.8	27.9	26.3	25.5	25.9	-9.9%	1.6%	
洛阳铜业	17.1	18.3	19.0	19.8	18.8	10.1%	-4.9%	
五矿资源	11.8	14.0	12.7	12.1	12.9	8.9%	6.2%	
中国有色矿业	4.2	4.3	3.3	2.5	3.6	-13.7%	45.8%	
调整项	25.8	25.7	25.7	24.9	24.5	-5.3%	-1.7%	
<b>合计</b>	<b>370.4</b>	<b>387.1</b>	<b>377.0</b>	<b>386.9</b>	<b>358.0</b>	<b>-3.4%</b>	<b>-7.5%</b>	
样本占比 (参考ICSG)	66%	66%	66%	66%				

调整项主要为计算时存在重复的权益铜产量, 为保证计算准确性进行扣除

# 1.1 铜：2026年海外主要铜企产量或出现负增长

- ✓ **过半数海外矿企2026年产量指引出现同比下降**。根据对海外主要铜矿产量指引的统计，过半数铜矿企业（必和必拓、嘉能可、南方铜业、力拓等）披露的2026年产量指引中值低于2025年实际产量，我们预计2026年海外主要铜企铜产量或出现负增长，国内企业则受益海外矿山扩产，预计产量同比提高。

表：过半数海外矿企年产量指引出现同比下降（单位：万吨）

公司名称	2024年指引	2024年实际	2025年指引	2025年实际	2026年指引	2026年指引中值	25VS26 YOY
Codeco (智利国家铜业, 智利)	132.5-139.0	132.8	137.0-140.0	133.4	133.1-135.7	134.4	0.7%
BHP (必和必拓, 澳大利亚)	172.0-191.0	197.3	184.5-204.5	201.7	190.0-200.0	195	-3.3%
Freeport-Mcmoran (自由港, 美国)	186.0	191.1	181.4	153.5	140.6	140.6	-8.4%
Glencore (嘉能可, 瑞士)	95.0-101.0	95.2	85.0-91.0	85.2	81.0-87.0	84	-1.4%
Southern Copper (南方铜业, 墨西哥)	94.9	97.4	96.8	95.6	91.1	91.1	-4.7%
Rio Tinto (力拓, 英国)	66.0-72.0	79.3	78.0-85.0	88.3	80.0-87.0	83.5	-5.4%
KGHM (波兰铜业集团, 波兰)	/	73.0	/	71.0	/	/	/
Anglo American (英美资源, 英国)	73.0-79.0	77.3	69.0-75.0	69.5	70.0-76.0	73.0	5.0%
Antofagasta (安托法加斯塔, 智利)	67.0-71.0	66.4	66.0-70.0	65.4	65.0-70.0	67.5	3.3%
First Quantum (第一量子, 加拿大)	37.0-42.0	43.1	38.0-44.0	39.6	40.5-47.5	44.0	11.2%
Nornickel (诺里尔斯克镍公司, 俄罗斯)	39.8-42.2	43.3	41.9-44.3	42.5	40.5-42.9	41.7	-1.9%
KAZ Minerals (哈萨克矿业, 哈萨克)	/	38.0	/	37.0	/	/	/
Lundin Mining (伦丁矿业, 加拿大)	36.6-38.9	36.9	30.3-33.0	33.1	31.0-33.5	32.3	-2.6%
Teck Resources (泰克资源, 加拿大)	46.5-54.0	44.6	49.0-56.5	45.4	45.5-53.0	49.3	8.6%
Vale (淡水河谷, 巴西)	32.0-35.5	34.8	34.0-37.0	38.2	35.0-38.0	36.5	-4.5%
Barrick Gold (巴里克, 加拿大)	18.0-21.0	19.5	20.0-23.0	22.0	19.0-22.0	20.5	-6.8%
Capstone Copper (科罗纳铜公司)	19.0-22.0	18.4	22.0-25.5	22.5	20.0-23.0	21.5	-4.4%
Ivanhoe (艾芬豪)	44.0-49.0	43.7	52.0-58.0	38.9	29.0-33.0	31.0	-20.3%
Newmont (纽蒙特, 美国)	/	15.3	11.8	13.5	10.2	10.2	-24.4%
Sandfire (沙火资源, 澳大利亚)	9.7	10.5	10.9	10.7	10.2-11.4	10.8	0.7%
Hudbay (哈德贝, 加拿大)	13.7-17.6	13.8	11.7-14.9	11.8	11.0-13.8	12.4	4.9%
小计		1260.6		1210.8		1179.3	-2.60%

艾芬豪2026年指引披露口径发生调整，由铜精矿中的含铜量调整为阳极铜或粗铜中的含铜量

# 1.1 远期增量：中资稳健，外资或逐步恢复

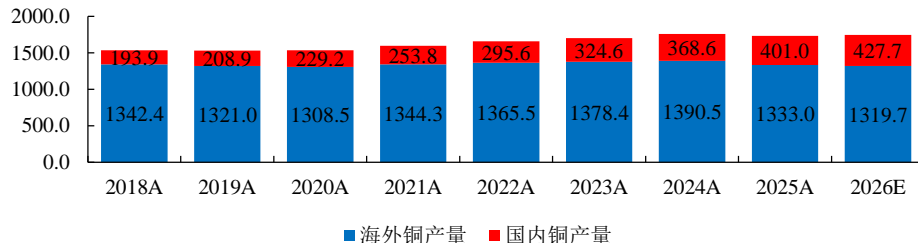
2018-2026E海外铜企产量（单位：万吨）

公司名称	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	18VS19	19VS20	20VS21	21VS22	22VS23	23VS24	24VS25	25VS26	后续增量项目
Codelco (智利国家铜业, 智利)	180.9	170.6	172.7	172.8	155.3	142.4	144.2	144.0	134.4	-10.3	2.1	0.1	-17.5	-12.9	1.8	-0.2	-9.6	(1) 参股矿山: QB2 (2) 自有矿山: 几个在产矿山都在推进扩建项目, Rajo Inca达产后约9万吨
BHP (必和必拓, 澳大利亚)	176.8	172.3	170.8	155.4	170.3	178.8	195.8	200.5	195.0	-4.4	-1.6	-15.4	14.9	8.5	17.0	4.7	-5.5	Escondida品位下降(结束了高品位矿段的开采)
Freeport-Memoran (自由港, 美国)	175.2	149.9	146.8	176.4	193.3	190.6	191.1	153.5	140.6	-25.2	-3.1	29.6	16.9	-2.8	0.6	-37.7	-12.8	25年下降主要因为Grasberg铜矿产量减少, 后续继续恢复
Glencore (嘉能可, 瑞士)	138.0	129.5	125.8	119.4	105.6	101.0	95.1	85.2	84.0	-8.4	-3.8	-6.3	-13.8	-4.6	-5.9	-9.9	-1.2	2026年增量来自有矿山产量修复, 后续增量较大项目为Collahuasi的扩建(2027-2028年)及非洲项目产量改善
Southern Copper (南方铜业, 墨西哥)	88.4	99.4	100.1	95.8	89.5	91.1	97.4	95.6	91.1	11.0	0.8	-4.3	-6.3	1.7	6.3	-1.8	-4.5	2026年减量来自公司披露, 2027年后有增量, 增量包括El Pilar矿(3.6万吨, 2028年扩产12万吨, 2027年)
Rio Tinto (力拓, 英国)	70.4	65.0	54.3	64.4	63.8	64.3	79.3	88.3	83.5	-5.4	-10.7	10.1	-0.7	0.5	14.9	9.0	-4.8	近三年增量主要来自OT的产能(28年到50万吨)及Collahuasi产量改善
KGHM (波兰铜业集团, 波兰)	63.4	70.1	70.9	75.3	73.3	71.1	73.0	71.0	73.3	6.7	0.8	4.4	-2.0	-2.2	1.9	-2.0	2.3	无新建计划, 预计持平
Anglo American (英美资源, 英国)	66.9	63.8	64.7	64.7	66.5	82.4	77.3	69.5	73.0	-3.1	0.9	0.0	1.7	16.0	-5.1	-7.8	3.5	无新建计划, 预计持平
Antofagasta (安托法加斯塔, 智利)	73.1	77.4	74.0	72.8	65.2	66.0	66.4	65.4	67.5	4.3	-3.5	-1.1	-7.7	0.9	0.4	-1.0	2.1	主要增量来自Centinela的二期扩建项目, 产能为17万吨(2027年投产)
First Quantum (第一量子, 加拿大)	60.6	63.4	77.9	81.6	77.6	70.7	43.1	39.6	44.0	2.9	14.4	3.8	-4.1	-6.8	-27.6	-3.5	4.4	主要增量来自Kansanshi项目的扩产和巴拿马Cobras铜矿的复产
Nornickel (诺里尔斯克镍公司, 俄罗斯)	47.4	49.9	48.7	40.7	47.1	42.5	43.3	42.5	41.7	2.5	-1.2	-8.0	6.4	-4.6	0.8	-0.7	-0.8	无新建计划, 预计持平
KAZ Minerals (哈萨克矿业, 哈萨克)	27.6	29.8	30.6	29.9	38.0	40.3	38.0	37.0	35.0	2.2	0.8	-0.7	8.1	2.4	-2.4	-1.0	-2.0	无新建计划, 预计持平
Lundin Mining (伦丁矿业, 加拿大)	19.7	23.6	23.1	26.3	25.0	31.5	36.9	34.0	32.3	3.8	-0.5	3.2	-1.3	6.5	5.4	-3.0	-1.7	无新建计划, 预计持平
Teck Resources (泰克资源, 加拿大)	29.4	29.7	27.6	28.7	27.0	30.0	44.6	45.4	49.3	0.3	-2.1	1.1	-1.7	3.0	14.6	0.8	3.9	主要增量来自QB2期, 但Antamina和Highland Valley Copper面临自然减产
Vale (淡水河谷, 巴西)	39.5	38.1	36.0	29.6	25.3	32.7	34.9	38.2	36.5	-1.4	-2.1	-6.4	-4.3	7.4	2.2	3.4	-1.7	Sudbury和Voisey's Bay均有少量增量
NICICO (伊朗国家铜业公司, 伊朗)	29.5	28.3	27.5	29.9	30.2	32.5	33.8	33.6	33.5	-1.1	-0.9	2.4	0.3	2.3	1.3	-0.2	-0.1	---
Mitsubishi Corp (三菱商事, 日本)	28.6	27.6	26.5	25.2	27.8	35.5	36.1	35.7	37.0	-1.0	-1.1	-1.3	2.7	7.7	0.6	-0.4	1.3	---
Sumitomo Metal Mining (住友金属, 日本)	28.1	28.8	27.8	28.8	28.3	27.0	29.7	30.1	30.5	0.7	-1.1	1.1	-0.5	-1.4	2.7	0.4	0.4	---
PT Amman Mineral (阿曼矿业, 印尼)	0.0	0.0	0.0	10.6	21.0	14.2	17.9	9.4	22.0	0.0	0.0	10.6	10.4	-6.9	3.8	-8.5	12.6	后续增量需到2030年以后, 考虑到在产项目新矿投入为原来一半, 增量有限
Barrick Gold (巴里克, 加拿大)	17.4	19.6	20.7	18.8	20.0	19.0	19.5	22.0	20.5	2.2	1.1	-1.9	1.1	-0.9	0.5	2.5	-1.5	主要增量来自Lumwana扩建项目和Reko Diq项目(2028年, 产能24万吨)
Capstone Copper (科罗纳铜公司)	7.2	7.0	7.1	8.5	15.9	16.4	18.4	22.5	21.5	-0.2	0.2	1.4	7.4	0.6	2.0	4.0	-1.0	增量主要来自Mantoverde项目(产能13万吨, 已投产)
Ivanhoe (艾芬豪)	0.0	0.0	0.0	4.2	13.2	15.6	17.3	15.4	12.3	0.0	0.0	4.2	9.0	2.4	1.7	-1.9	-3.1	短期核心仍然是卡莫阿, 关注艾芬豪更新
Newmont (纽蒙特, 美国)	4.9	3.6	2.5	3.2	3.8	6.5	15.3	13.5	10.2	-1.4	-1.0	0.7	0.6	2.7	8.8	-1.8	-3.3	增长主要来自Cadia项目, 2027年开始放量
Sandfire (沙火资源, 澳大利亚)	6.5	6.9	7.2	7.1	9.8	10.1	10.5	10.3	10.8	0.4	0.3	-0.1	2.8	0.2	0.4	-0.1	0.5	短期内暂无增量, 未来新项目主要是美国Black Butte(但目前仍因扰于法律问题)
Hudbay (哈德贝, 加拿大)	15.5	13.7	9.5	9.9	10.4	13.2	13.8	11.8	12.4	-1.7	-4.2	0.4	0.5	2.8	0.6	-2.0	0.6	主要增量来自在产的铜山项目, 关注copper world进度
Ciade Minas Buenaventura SA (布埃纳文图拉开采, 秘鲁)	12.5	13.6	9.5	10.5	13.7	12.3	11.9	10.9	10.8	1.1	-4.2	1.0	3.2	-1.4	-0.4	-1.0	-0.1	无新建计划, 预计持平
Boliden (玻立顿, 瑞典)	13.2	11.6	12.4	11.4	10.9	8.9	9.1	10.6	14.7	-1.6	0.8	-1.0	-0.5	-2.0	0.2	1.5	4.1	无新建计划, 预计持平
Newcrest (纽克雷斯特矿业公司, 澳大利亚)	11.8	14.0	15.7	13.3	14.6	15.9	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
OZ Minerals Ltd (OZ资源, 澳大利亚)	11.0	10.2	9.0	12.3	12.4	13.1	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
调整项	101.0	96.7	90.9	83.5	89.2	97.2	103.0	102.2	97.5									
小计	1342.4	1321.0	1308.5	1344.3	1365.5	1378.4	1390.5	1333.0	1319.7	-21.4	-12.6	35.8	21.3	12.8	12.1	-57.4	-13.4	

# 1.1 远期增量：中资稳健，外资或逐步恢复

2018-2026E国内铜企产量（单位：万吨）																									
公司名称	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	18VS19	19VS20	20VS21	21VS22	22VS23	23VS24	24VS25	25VS26	后续增量项目							
紫金矿业	24.9	37.0	45.3	58.4	87.7	100.2	106.8	108.5	120.0	12.1	8.4	13.1	29.3	12.5	6.6	1.7	11.5	巨龙铜矿二期及朱诺、谢通门等放量							
洛阳钼业	20.0	20.9	21.0	23.3	27.7	42.0	65.0	74.1	79.0	0.9	0.0	2.3	4.4	14.3	23.1	9.1	4.9	KFM二期（2027年）和TFM三期（2028年）							
五矿资源	46.7	45.2	38.5	33.7	30.5	34.7	40.0	50.7	51.1	-1.5	-6.7	-4.8	-3.2	4.2	5.3	10.7	0.4	2028年科马考扩建项目投产							
中国有色矿业	8.0	9.8	9.9	13.1	15.1	16.9	15.9	14.3	15.5	1.8	0.1	3.2	2.0	1.8	-1.0	-1.6	1.2	内生项目于2027年开始放量，并购项目于2028年放量							
西部矿业	5.8	5.7	6.4	12.3	15.5	16.3	17.8	16.8	17.2	-0.1	0.7	5.9	3.3	0.8	1.5	-1.0	0.4								
金诚信	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	1.5	4.9	9.1	10.0	0.0	0.0	0.0	0.5	1.0	3.4	4.3	0.9	2027-2028年Lonshi和Lubambe扩建都准备投产							
金川国际	5.2	5.4	5.8	5.8	5.8	6.2			6.2	0.2	0.4	0.0	0.0	0.4	-0.7	0.7	0.0								
中国黄金国际	5.5	6.3	8.2	8.6	8.5	2.0	4.8	7.1	6.6	0.7	2.0	0.4	-0.1	-6.5	2.8	2.3	-0.5								
中金黄金	1.8	1.9	8.1	8.1	7.9	2.0	8.2	6.6	7.7	0.1	6.3	0.0	-0.2	-5.9	6.2	-1.6	1.0								
中钢集团	27.9	27.0	32.4	31.0	30.7	27.4	26.0	27.9	27.9	-0.8	5.4	-1.4	-0.3	-3.4	-1.4	2.0	0.0								
中国中铁	16.9	18.7	21.1	24.1	30.2	28.4	28.7	29.8	29.8	1.8	2.4	3.0	6.1	-1.8	0.3	1.2	0.0								
铜陵有色	5.4	5.9	6.1	5.3	5.5	17.5	15.5	19.8	22.8	0.5	0.2	-0.8	0.2	12.0	-2.0	4.3	3.0	米拉多二期（2025年投产，25年产量为3万吨）							
江西铜业	20.8	20.9	20.9	20.2	20.4	20.1	20.0	19.7	20.0	0.1	-0.1	-0.7	0.2	-0.3	-0.1	-0.3	0.3								
锡业股份	3.0	3.0	3.8	3.6	3.2	3.1	2.7	2.4	3.0	0.0	0.8	-0.3	-0.4	-0.1	-0.4	-0.2	0.6								
河钢资源	2.0	1.3	1.8	2.3	2.3	2.4	2.5	3.5	7.0	-0.7	0.5	0.6	0.0	0.1	0.1	1.0	3.5	Palabora项目二期于2025年投产							
北方铜业	0.0	0.0	0.0	4.0	4.1	4.0	4.4	4.3	4.0	0.0	0.0	4.0	0.0	-0.1	0.4	0.0	-0.3								
小计	193.9	208.9	229.2	253.8	295.6	324.6	368.6	401.0	427.7	15.0	20.3	24.6	41.8	29.0	43.9	32.4	26.7								

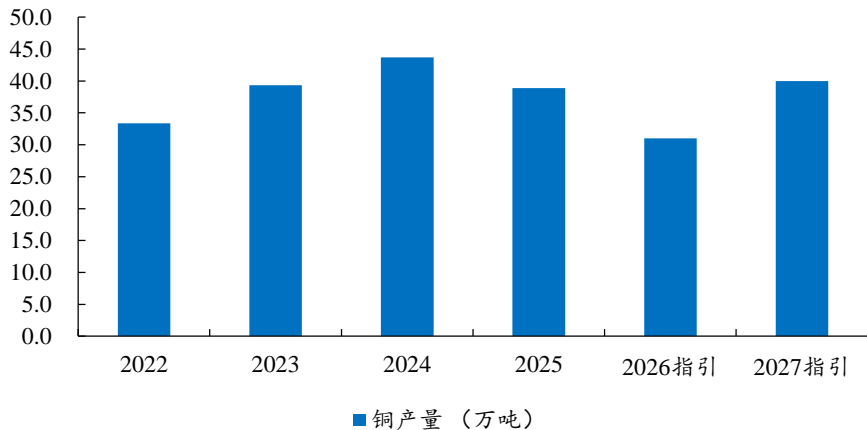
2018-2028E全球主要铜企铜产量（单位：万吨）



# 1.1 铜：矿端扰动不断，加剧铜精矿短缺

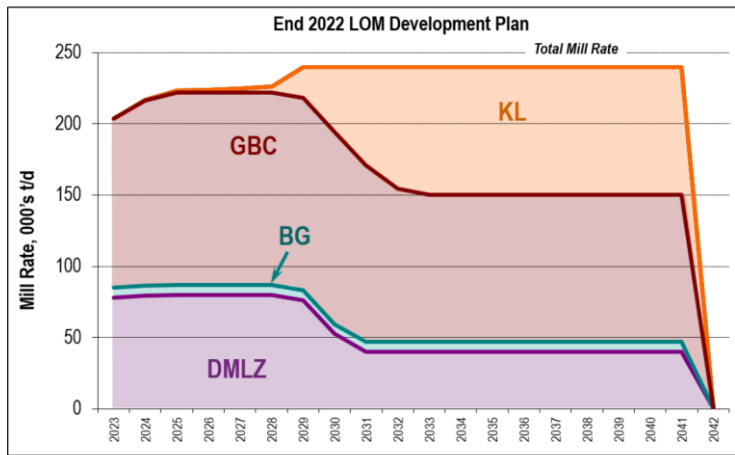
- ✓ **艾芬豪**：2025年5月18日，艾芬豪旗下主力矿山卡库拉-卡莫阿铜矿因矿震事件而停产，卡莫阿卡库拉铜矿的2025年产量指引由52-58万吨下调至37-42万吨（2025实际产量为38.9万吨）。目前，其2026产量指引为29-33万吨（指引中值为31万吨），艾芬豪预期2027年产量能恢复到38-42万吨水平（指引中值为40万吨）。
- ✓ **自由港**：2025年9月，自由港位于印尼的格拉斯伯格铜矿发生事故，导致印尼区铜产量由2024年的约82万吨降至2025年的46万吨，同比下降44%。根据自由港2026年一季度披露，停产期间地下矿湿矿比例显著提升，导致矿石装载系统需进行改造，进而拖累复产节奏。公司此前预计产能利用率于2026H2恢复至85%、并于2027年末恢复至100%；目前调整为预计2026H2恢复至65%、2027年中恢复至80%，并于2027年末接近满产。

图：矿震发生后，卡莫阿铜矿产量预计将于2027年恢复至38-42万吨水平



图：GBC矿区产量贡献过半

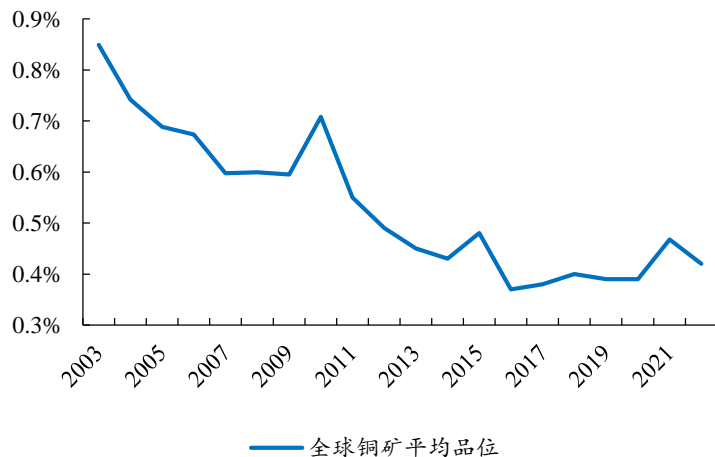
Figure 13.2 – Tonnage Per Day by Operating Mine



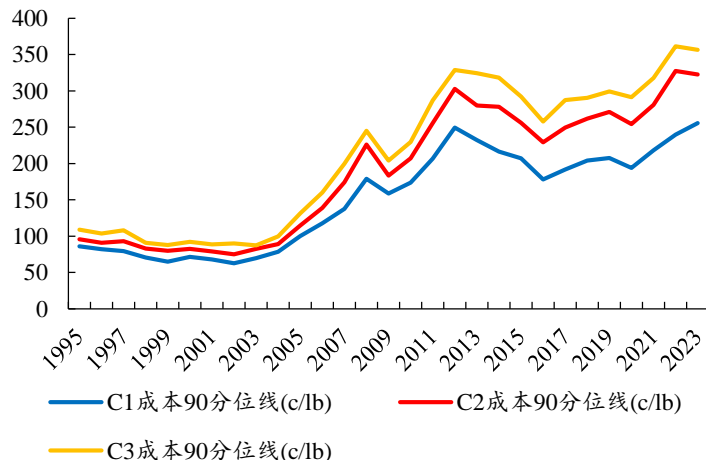
# 1.1 铜：铜现金成本持续提升，支撑铜价中枢上行

**铜矿品位下滑，铜企现金成本抬升。**2003年-2022年，全球铜矿平均品位快速下行，由2003年的0.85%下降至2022年的0.42%，资源禀赋快速下滑进一步抬升了企业现金成本。叠加通胀因素带来的人工、原材料等成本因素提升，全球铜现金成本持续上行，2023年全球C1现金成本90分位线约为2.6美元/磅，较2008年同比提升约42.59%。我们认为行业成本上行，将要求更高的资本开支强度，并支撑铜价中枢逐步上移。

图：全球铜矿品位整体呈下降趋势



图：铜现金成本持续上行



## 1.1 铜：目前铜价或未达到铜的刺激价格

根据我们此前发布的《铜行业报告（二）：铜的刺激价格》，在当前利率、通胀、铜矿采选及税率环境下，现有的铜价并不足以支撑铜企进行大规模的资本开支，而当下资本开支的缩减将对远期的供给产生进一步的影响，未来铜供给结构将获得较强支持。我们通过将铜价与折现率、所需投资回报期、初始单吨资本开支、全维持成本及利率进行DCF折现并进行综合敏感性分析，在现有的综合环境下，铜价需要达到1.3万美金才能对供给形成大规模刺激。如果考虑到未来副产品价格提升及降息周期内利率水平下降，我们认为铜的刺激价格也至少需要达到1.2万美元。

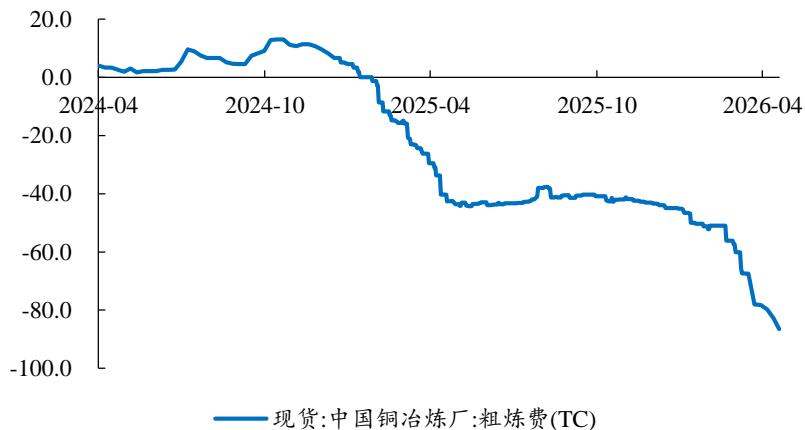
表：随着所需投资回报率提高，铜价需在1.3万美金以上才能刺激铜企大量进行资本开支

项目净现值 (美元)	所需投资回报率												
	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	
LME铜价(美元/吨)	8000	(13130)	(13111)	(13088)	(13060)	(13030)	(12996)	(12960)	(12921)	(12879)	(12836)	(12790)	(12743)
	9000	(10134)	(10225)	(10306)	(10378)	(10442)	(10498)	(10548)	(10590)	(10626)	(10657)	(10682)	(10702)
	10000	(7137)	(7338)	(7524)	(7696)	(7854)	(8000)	(8135)	(8259)	(8373)	(8478)	(8574)	(8662)
	11000	(4141)	(4452)	(4742)	(5013)	(5266)	(5503)	(5723)	(5929)	(6120)	(6299)	(6466)	(6622)
	12000	(1144)	(1566)	(1961)	(2331)	(2679)	(3005)	(3311)	(3598)	(3867)	(4120)	(4358)	(4581)
	13000	1852	1321	821	351	(91)	(507)	(898)	(1267)	(1614)	(1942)	(2250)	(2541)
	14000	4848	4207	3603	3034	2497	1991	1514	1064	639	237	(142)	(500)
	15000	7845	7093	6385	5716	5085	4489	3926	3394	2892	2416	1966	1540

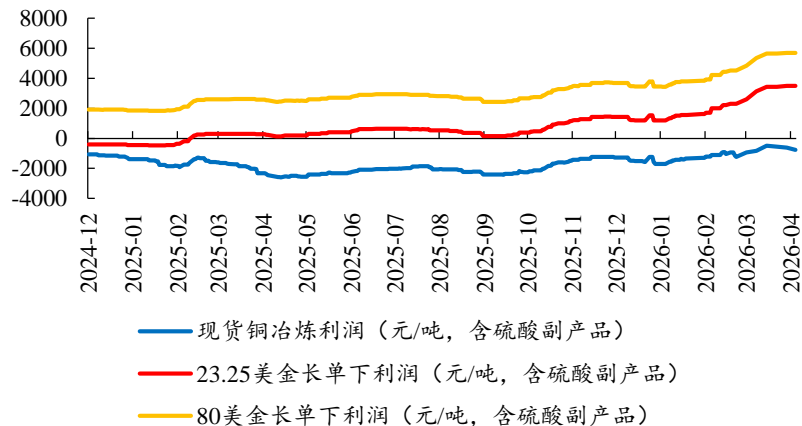
# 1.1 铜：现货TC持续下探，但硫酸价格居高使得企业利润改善

从中游冶炼端来看，现货TC在4月底已跌破-80美元/干吨，处于历史低位。铜冶炼企业利润主要包括两部分：加工费（TC/RC）和副产品收益（主要为硫酸、金、银等）。结合冶炼环节的现金成本和副产品硫酸价格进行测算，当前TC价格下，冶炼厂已处于现金流亏损的状态。但由于大型铜冶炼企业通常与铜矿企业签订长协订单，且受益于高于协议的回收率及副产品金银的价格上涨，部分冶炼厂尚可实现盈利。参考年中长单协定价格，我们预计新协定TC价格或不高于0美元/吨，部分冶炼厂或面临现金流的亏损，国内冶炼产能或在现金亏损与潜在的反内卷政策催化下，有望出现减产趋势。

图：国内冶炼厂TC最低跌近-86美元/干吨（单位：美元/干吨）



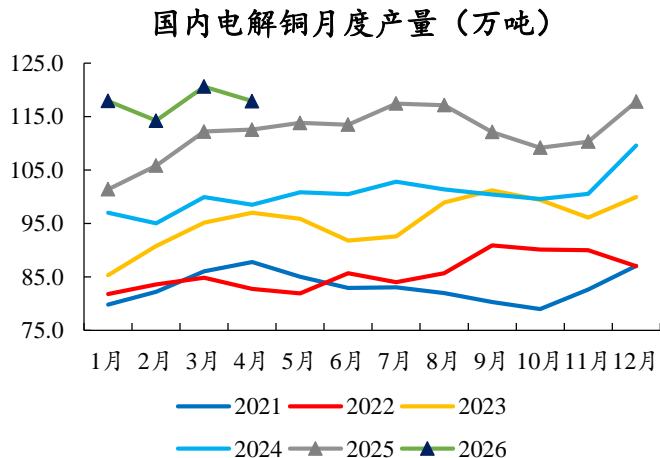
图：随着12月后硫酸价格冲高，冶炼厂利润改善



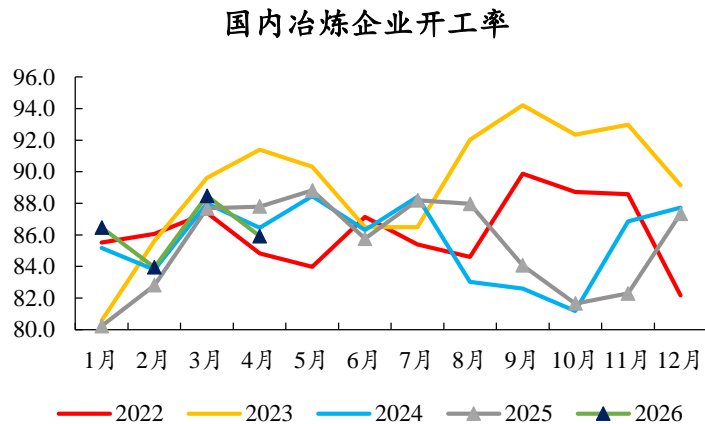
# 1.1 铜：2026年1-4月国内电解铜产量同比提升9.0%

**国内电解铜产量维持高位。**根据SMM数据，2026年1-4月中国电解铜产量为470.67万吨，同比上升9.0%。其中4月电解铜产量录得117.89吨，环比下降2.72万吨，原因为部分企业于4月进行检修。根据SMM的调研，已确定二季度进行检修的冶炼厂共11家，意味着二季度国内电解铜产量将有所下滑，尤其是5-6月的现货供给可能出现阶段性收紧。但由于硫酸价格的持续高企，根据部分精炼厂的反馈，检修完成时间有望提前。

图：2026年1-4月电解铜产量同比提升9.0%（单位：万吨）



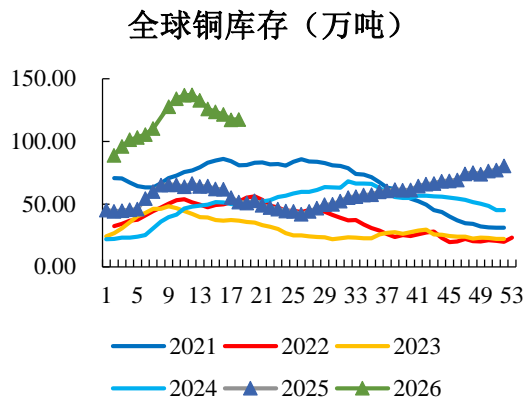
图：受检修影响，国内冶炼企业开工率有所下降（单位：%）



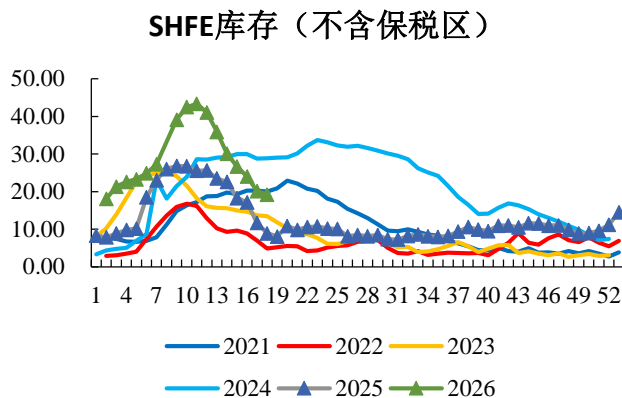
# 1.1 铜：全球显性库存保持高位，海外库存普遍累库

从库存情况来看，全球库存位于过去十年中的较高水平。目前全球库存处于高位，国内库存季节性下滑，海外库存持续垒库。**COMEX铜库存**：在“232调查”关税预期下，国际贸易商持续将货源转往美国，但2025年7月底关税超预期仅包含铜加工材，C-L价差于日内收敛，库存转运亦停止，短期COMEX库存提升或主要源于库存显性化。

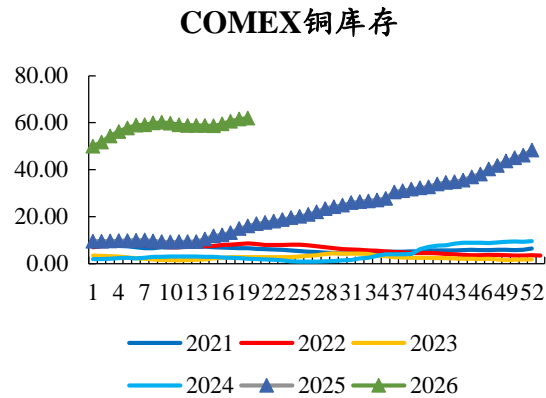
图：全球库存依旧保持高位（单位：万吨）



图：SHFE铜库存春节后明显回落（单位：万吨）



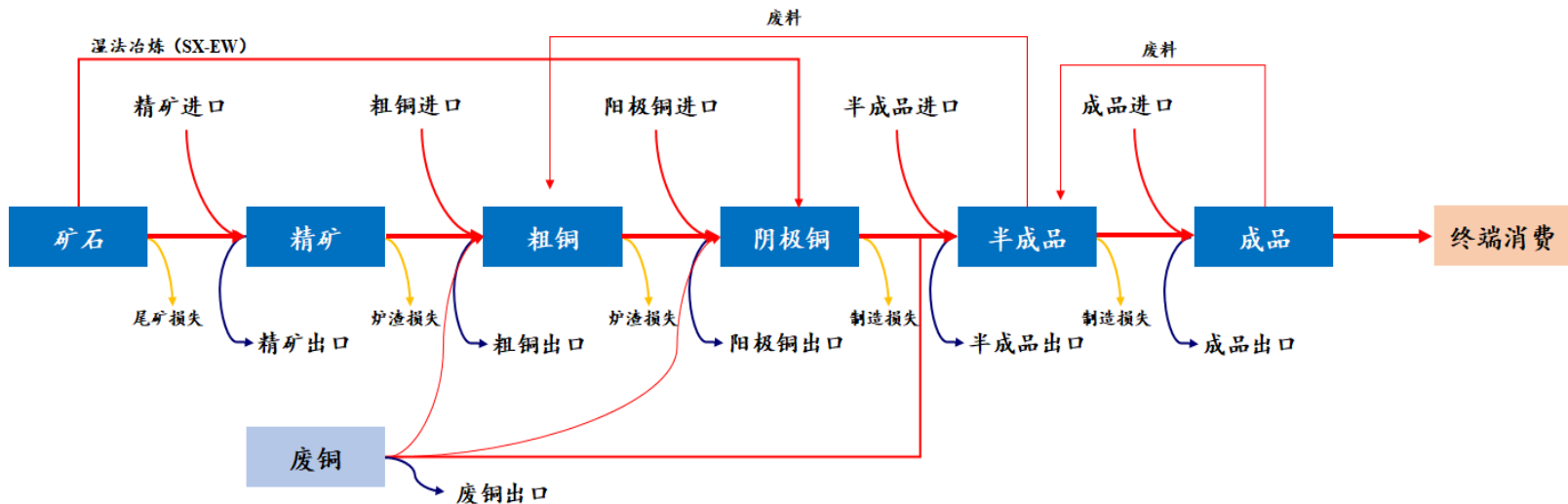
图：美国显性库存已提升至60万吨以上（单位：万吨）



## 1.1 铜：从物质流模型出发，各国铜实际需求或被错误估计

**从铜物质流模型看待铜的真实需求。**我们一般意义上所讨论的平衡表集中在精炼环节，并未涉及到加工及制造。精炼铜的需求来自于加工厂，因此，精炼铜需求丰富的国家本质上是具备丰富的铜加工厂，我们日常看到的分国别的需求，实质上是该国铜加工厂需求，而不是终端真正的需求。然而，市场经常错误地将精炼铜需求等同于该国对铜的实际需求，从而对部分国家的需求占比低估，而对类似中国的需求占比过于高估。

图：铜物质流模型研究框架



# 1.1 铜：国内电解铜二季度预期维持偏紧格局，供给扰动为主因

- ✓ **一季度供需平衡较前期明显收紧**，一方面由于春节后海外铜到港偏慢，净进口低于预期，另一方面铜价回落刺激下游补库需求，带动缺口扩大；进入二季度，国内部分冶炼厂进入阶段性检修叠加海外扰动（非洲物流以及中东局势等）仍存，**预期二季度去库趋势仍将持续，供需平衡维持偏紧格局。**
- ✓ **三季度为全年供需转折关键**，重点关注美国关键矿产政策实际落地情况、海外关键矿山（Kamoa-Kakula、Grasberg）等关键项目的复产进度，以及海外库存是否重新流入中国。若进口恢复不及预期、同时国内出口订单维持，则国内电解铜市场可能继续偏紧；反之，若海外货源集中回流，中国月度平衡可能阶段性转松。

表：海外扰动频发，二季度供应担忧仍存

单位：万吨	2025年 12月	2026年 1月	2026年 2月	2026年 3月	2026年 4月E	2026年 5月E	2026年 6月E	2026年 7月E	2026年 8月E	2026年 9月E	2026年 10月E	2026年 11月E	2026年 12月E
产量	117.8	117.9	114.2	120.6	117.9	116.8	115.3	117.1	116.4	117.2	118.2	116.7	123.2
净进口	16.4	11.1	7.5	17.6	27.5	18.5	20.7	22.0	18.5	21.0	25.0	21.5	23.0
总供应	134.2	129.0	121.7	138.3	145.4	135.3	136.0	139.1	134.9	138.2	143.2	138.2	146.2
铜杆消费量	82.8	86.2	68.8	101.9	97.7	90.6	95.5	91.6	88.7	93.6	92.6	90.6	91.6
铜管消费量	15.3	16.2	13.1	18.4	17.8	16.1	15.0	14.7	14.2	14.7	15.7	17.1	16.6
铜板带消费量	12.4	12.9	7.7	14.3	14.9	14.7	12.2	11.8	11.6	12.2	11.8	13.1	12.5
铜箔消费量	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	2.2	2.0	1.9	2.1	2.2	2.2	2.3	2.2
铜棒消费量	3.5	3.2	1.3	3.0	2.9	2.7	2.3	2.2	2.2	2.4	2.5	2.7	2.8
其他铜材消费量	13.5	13.7	11.6	17.0	19.0	16.3	13.1	11.6	11.9	12.2	12.3	12.9	12.3
总需求	129.6	134.3	104.4	156.7	154.6	142.6	140.1	133.9	130.6	137.3	137.0	138.7	138.0
供需平衡	4.6	-5.4	17.3	-18.4	-9.2	-7.4	-4.0	5.2	4.3	0.9	6.2	-0.5	8.1

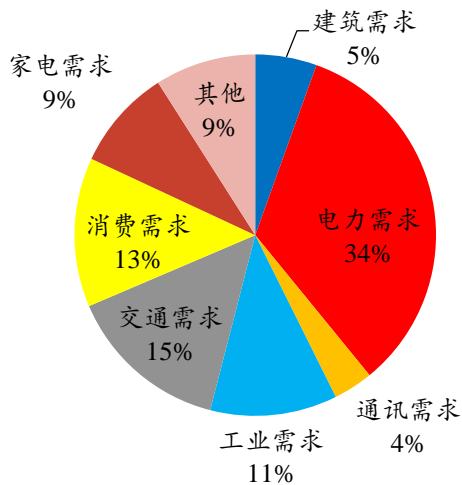
备注：其他铜材包括铜排、磷铜球、铜粉、铸造件等

# 1.1 铜：铜在电力及电气化相关领域具有不可替代性

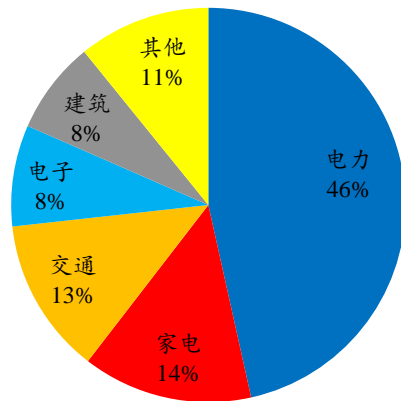
从需求情况看，**电力需求占比最大**。根据IWCC的数据，由于铜在电力及电气化中具有较强的不可替代性，在2024年全球精炼铜需求结构中，电力需求占比达到34%，此外，交通需求需求占比较2012年提升1.99pct，随着全球新能源化进程的推进，电网改造+新能源汽车普及对海外需求的边际拉动不可忽视。

**国内需求中电力需求占比近50%**。根据SMM数据，2024年国内需求主要集中于电力/家电/交通领域，需求占比分别为46%、14%、13%，电力需求仍为国内需求核心，而受益于国内新能源领域的快速发展，国内交通领域需求提升明显，较2021年同比提升2.8pct，我们认为国内电网投资增长+新能源行业规模提升将是国内铜需求提升驱动力。

图：2024年，电力需求在全球铜需求的占比达到34%



图：2024年，电力需求在国内铜需求的占比达到46%



# 1.1 铜：投资建议

我们认为，2026年铜行业供需情况将进一步改善，从供给端看，年内海内外新增项目有限+供给扰动因素不断，供给端偏紧状态短期难以逆转，需求端传统消费领域稳健，新兴增长领域持续发展，供需格局有望改善，铜价中枢有望继续上行，**推荐标的包括**：具备产量成长性的高弹性标的**中国有色矿业**和**金诚信**，具备产量规模优势的**紫金矿业**及**洛阳钼业**；**受益标的**：米拉多二期投产后产能快速增长的**铜陵有色**，具备精炼铜产能优势和自产矿山的**江西铜业**、**西部矿业**、**云南铜业**等。

表：主要铜公司估值对比表（截止2026年5月15日）

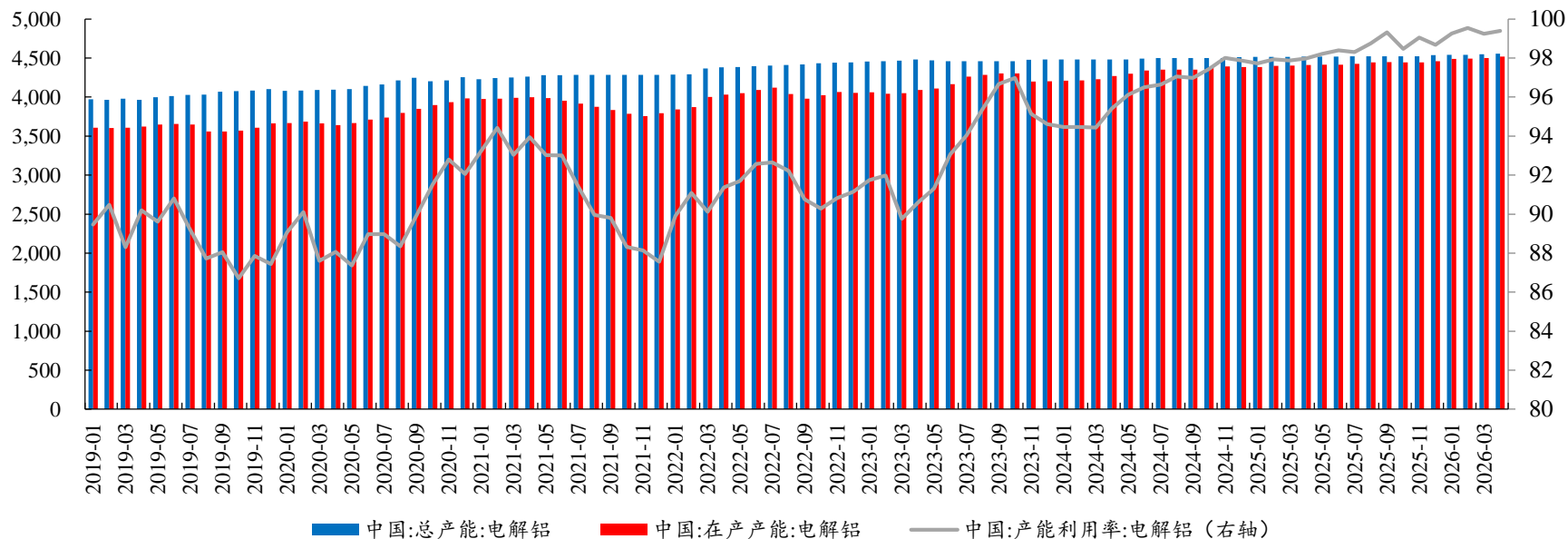
股票代码	股票简称	收盘价(CNY)	归母净利润（亿元）				PE（倍）				评级
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
603993.SH	洛阳钼业	18.9	203.4	331.9	371.2	409.7	19.9	12.2	10.9	9.9	买入
601899.SH	紫金矿业	31.8	517.8	830.7	981.8	1132.9	16.4	10.2	8.6	7.5	买入
603979.SH	金诚信	63.0	23.4	31.5	37.1	46.4	16.8	12.5	10.6	8.5	买入
601168.SH	西部矿业	30.5	36.4	51.2	59.1	64.9	19.9	14.2	12.3	11.2	未评级
600362.SH	江西铜业	46.4	71.3	126.3	136.9	148.2	22.5	12.7	11.7	10.8	买入
000630.SZ	铜陵有色	6.2	24.2	55.7	79.0	92.6	34.5	15.0	10.6	9.0	未评级
000878.SZ	云南铜业	18.5	13.0	35.2	39.6	41.6	34.4	12.7	11.3	10.8	未评级
1258.HK	中国有色矿业	12.1	28.7	43.8	49.2	56.9	16.5	10.8	9.6	8.3	买入
1208.HK	五矿资源	8.4	11.6	91.5	99.9	112.5	87.6	11.1	10.2	9.0	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（盈利预测与估值来自Wind一致预期，港元兑人民币汇率取5月15日收盘价0.8734）

## 1.2 铝：产能利用率水平较高，供给弹性有限

国内已建成产能产能利用率处于历史较高水平，供给向上弹性非常有限。截至2026年4月，国内电解铝在产产能达4520.6万吨，产能利用率高达99.40%，处于历史较高水平，考虑到日常检修影响，我们认为国内建成产能产能利用率提升空间不大，已有产能产量向上弹性有限。

图：国内电解铝项目产能利用率达到历史较高水平（产能单位：万吨，产能利用率单位：%）



## 1.2 铝：产能天花板限制下，国内新增产能非常有限

国内原铝产能受4543万吨天花板限制，目前已接近产能红线。2017年印发《清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案》，确认4543万吨电解铝合规产能天花板，2026年4月，国内电解铝在产产能达4520.6万吨，产能利用率高达99.40%，几乎满产能运行。

表：国内待投合规产能非常有限（产能单位：万吨）

省市	项目	已有合规产能	2024新投产产能	2024净增产能	2025新投产产能	2025净增产能	2026年及远期净增投产产能	备注
云南	云南宏泰	203				0	0	产能转移
云南	云南宏合	193			44.8	0	0	产能转移
贵州	元豪铝业	10.65						暂无指标
贵州	双元铝业	14.5			10	0	0	技改+扩能，产能置换
青海	中铝青海	50			10	10	0	产能置换
青海	海源绿能	35					11	重组后复产
内蒙古	华云三期	42	42	17			0	2024年5月18日通电启槽
内蒙古	扎铝二期	35					35	预计于2026年6月实现全容量投产，预计产35万吨
四川	广元弘昌晟	12						暂无指标
山西	中铝华润二期	0						在运作太原东铝+朔州能源指标
新疆	天山铝业	140			20	20		合规产能逐步投产
新疆	农六师铝业	190	30	20	25	0	0	运行产能增加
辽宁	象屿铝业	75.25					30	复产
合计		1000.4	72	37	89.8	30	76	

## 1.2 铝：海外电解铝新增项目推进难度大，投产进度缓慢

海外电解铝产能规划众多，印尼占据半壁江山。据阿拉丁统计，海外电解铝规划新增产能超过2900万吨，其中印尼地区规划产能超过1200万吨，占比超过40%，印尼地区也是海外增量中能较早兑现的部分，印尼地区新增电解铝产能的推进速度对于海外2028年前的原铝供应增速有深刻影响。

电力供应是印尼电解铝项目推进的一大掣肘。印尼地区电解铝新建产能规划众多，但在2027年之前落地项目有限，主要系中国不允许中资企业境外新建火电机组，中资企业在和当地电厂前期洽谈工作花费时间过长，且电解铝项目多需要当地电厂配套新建电厂，从招标、建设到投产大约需要2年时间，制约电解铝项目落地；此外，印尼政府原则上不允许新批火电指标，我们认为剩余待落地电解铝产能落地难度较大。

表：海外电解铝新增产能列表（单位：万吨）

铝厂	所属集团	2025年	2026年	2027年	2028年	规划新增产能
曼帕瓦氧化铝厂后续电解铝项目	印尼国家铝业公司 (Inalum)					60
	三菱集团					100
PT KALIMANTAN ALUMINIUM INDUSTRY	阿达罗 (Adaro) + 力勤 (Zhejiang Lygend Investment, Co. Ltd.)	10	40			150
华青铝业	华峰集团+青山实业					50
	南山集团		10	40		100
	华友控股					200
	PT Cita Mineral Investindo Tbk					50
信发印尼韦达贝工业园区项目 (聚隆铝业+先锋铝业)	信发集团	28	32			60
信发印尼莫罗瓦利工业园区项目(泰景铝业+恒丰铝业)	信发集团		60	60		120
东南亚公司 (PT Westerfield Alumina Indonesia)	东方希望集团					240
PT Dharma Inti Bersama	Harita				50	100
	博塞集团			10	30	
印尼合计		38	142	110	80	1230
印尼占比		66.8%	65.6%	49.4%	25.9%	42.2%
海外合计		18.85	74.5	112.5	228.5	1682.35
全球合计		56.85	216.5	222.5	308.5	2912.35

# 1.2 铝：中东减产持续，海外电解铝短缺

**中东减产持续，海外电解铝短缺。**中东电解铝产能占全球9%左右，3月份以来中东冲突持续，能源、氧化铝原料等中断和电解铝设备直接损坏导致中东减产规模扩大，海外电解铝供应紧张，其中欧洲电解铝现货升水攀升至600美元/吨附近。

表：中东氧化铝产能较电解铝产能严重不足（万吨）

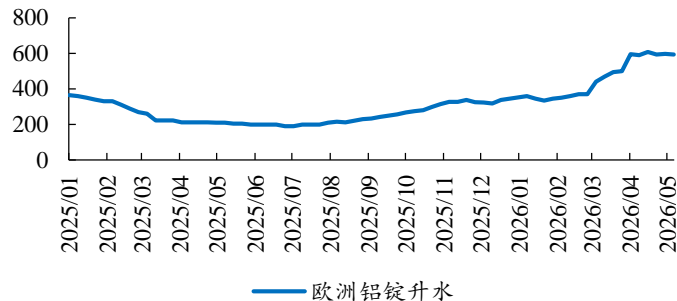
国家	氧化铝产能	电解铝产能	能源配套
伊朗	25	80.4	天然气发电为主
沙特	185	98	100%天然气发电
阿联酋	245	269	100%天然气发电
巴林		160	100%天然气发电
卡塔尔		66.2	100%天然气发电
阿曼		40	100%天然气发电
总计	455	713.6	

表：受中东局势影响，中东电解铝大规模减产

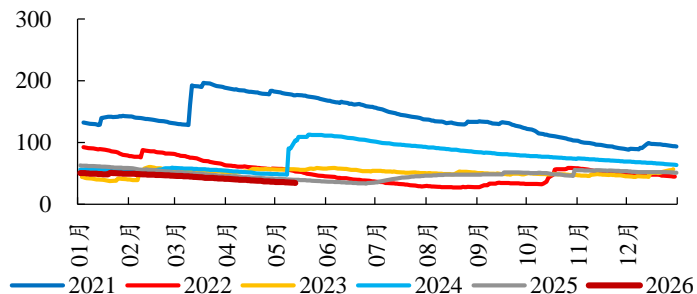
国别	铝厂	减产情况
阿联酋	阿联酋全球铝业	Al Taweelah 厂区160万吨产能停产
巴林	巴林铝业	3月已经减产19%，大约30.8万吨，随着原料短缺，减产扩大
卡塔尔	卡塔尔铝业	减产40%，减产规模25.9万吨，随着原料短缺，减产扩大
伊朗	伊朗铝厂	防御性减产，具体减产产量未知，随着冲突延长，减产规模扩大

注：表格内容根据公开信息整理，由于部分企业信息延迟，当前减产产能比已公布数据严重。

图：供应紧张，欧洲铝锭现货升水大幅上涨（美元/吨）



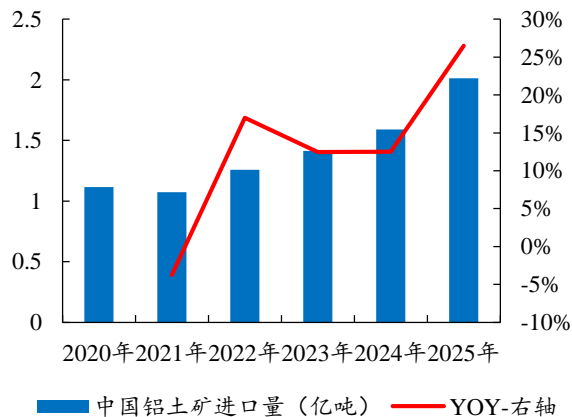
图：LME铝锭库存持续持续减少（万吨）



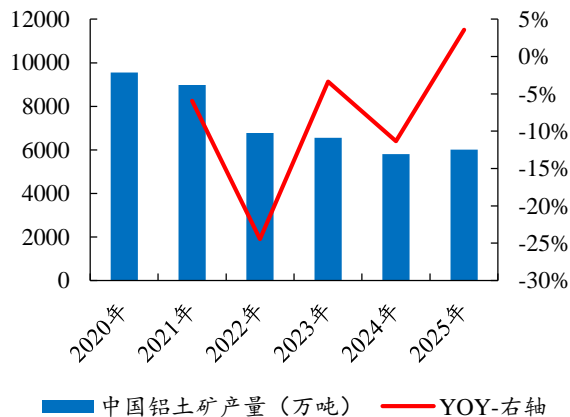
## 1.2 铝：氧化铝过剩格局难改

**氧化铝产能过剩格局难改。**2025年5月起，几内亚铝土矿限矿政策频出，长期来看，几内亚有意向发展国内铝工业，由单纯的铝土矿出口国转向铝生产国，但短期几内亚相关矿业政策并未对铝土矿供应产生实质影响。2026国内氧化铝产能持续扩张，后续过剩压力将增大，氧化铝过剩的情况难以改变。

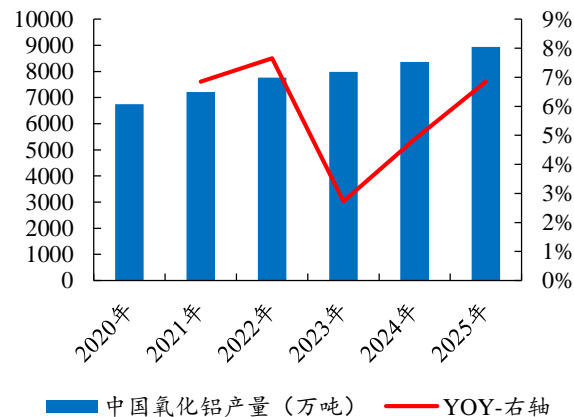
图：2025年中国铝土矿进口量同比+26%



图：2025年中国铝土矿产量同比+4%



图：2025年中国氧化铝产量同比+7%



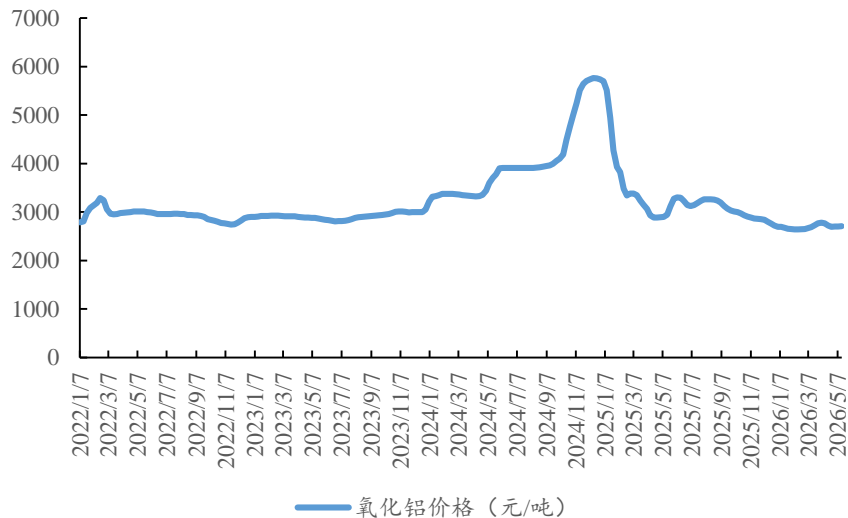
## 1.2 铝：海内外氧化铝新增产能规划众多

表：海内外氧化铝新增产能规划众多（单位：万吨）

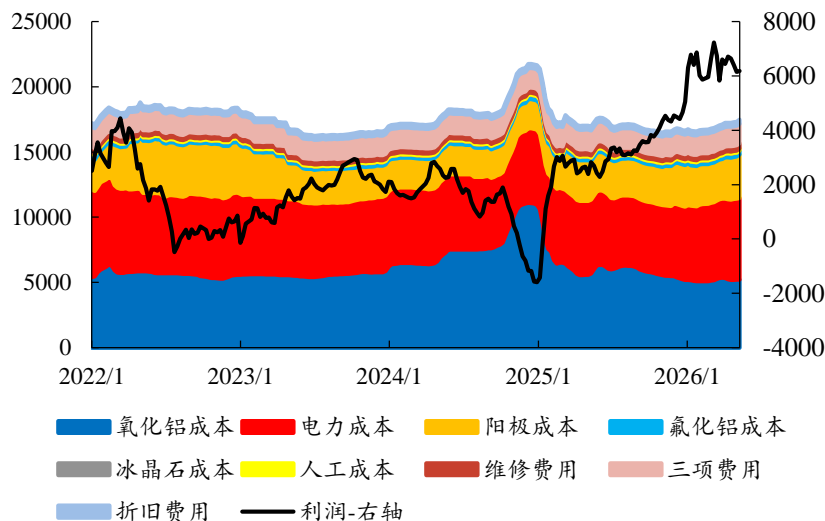
国家	氧化铝厂	所属企业	省份	拟新建总产能	预计投产时间	2026年E	2027年及远期E
中国	工厂1	企业1	广西	480	2026年Q2	200	280
中国	工厂2	企业2	广西	400	2026年Q2一期，二期暂定	200	200
中国	工厂3	企业3	广西	240	2026年Q1	240	0
中国	工厂4	企业4	广西	240	2026年Q2-Q3	120	120
中国	工厂5	企业5	重庆	100	2026年Q2-Q3	100	0
中国	工厂6	企业6	山东	50	2026年	50	0
中国	工厂7	企业7	辽宁	300	-	0	300
中国	工厂8	企业8	河北	320	2027年	0	320
印度	工厂9	企业9	-	100	2028	0	100
印度	工厂10	企业10	-	200	2027	0	200
印度尼西亚	工厂11	企业11	-	100	2026Q1	100	0
印度尼西亚	工厂12	企业12	-	200	2027	0	200
印度尼西亚	工厂13	企业13	-	120	2027Q1	0	120
印度尼西亚	工厂14	企业14	-	400	2027年一期 & 2030年二期	0	400
几内亚	工厂15	企业15	-	120	2028	0	120
老挝	工厂16	企业16	-	100	2027Q1	0	100
	合计-中国			1810		910	900
	合计-印度			300		0	300
	合计-印尼			420		100	720
	合计-几内亚			120		0	120
	合计-老挝			100		0	100
	合计			3470		1010	2460

氧化铝价格偏弱，电解铝环节利润空间打开。截至2026年第19周，电解铝现货价格24449元/吨，氧化铝价格2708元/吨，较2024年年末高点大幅下跌，主要系2025年海内外氧化铝新增产能纷纷落地，供应格局由短缺走向过剩，但电解铝价格仍受益其供应端的刚性约束维持高位，截至2026年第19周，电解铝环节利润空间接近6000元/吨。

图：2025年氧化铝价格大幅下跌



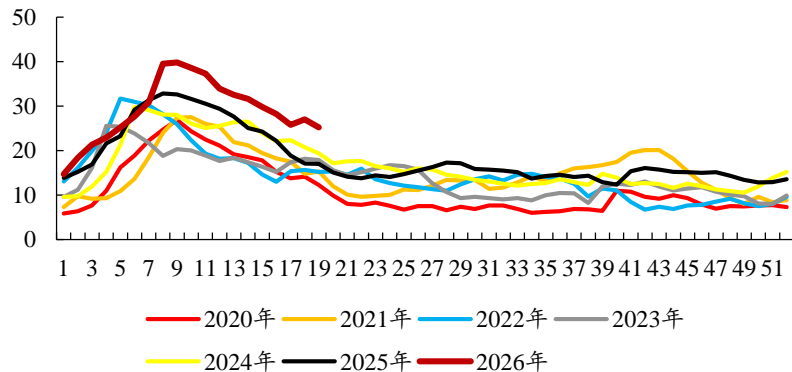
图：原料端让利，电解铝环节利润空间打开



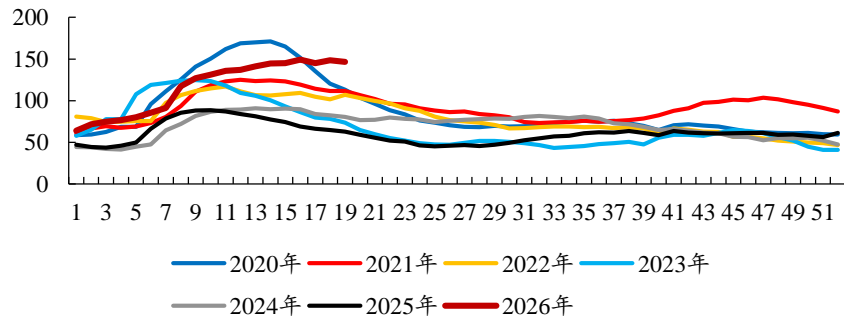
## 1.2 铝：需求仍具韧性

**电解铝需求仍具韧性。** 2025年全年，中国电解铝表需同比增长3%，在全球关税升级背景下，中国铝消费仍具韧性。截至2026年5月15日，国内铝锭+铝棒库存合计171.65万吨。2026年一季度国内电解铝表观需求达到1170万吨，累计同比增长3.4%。

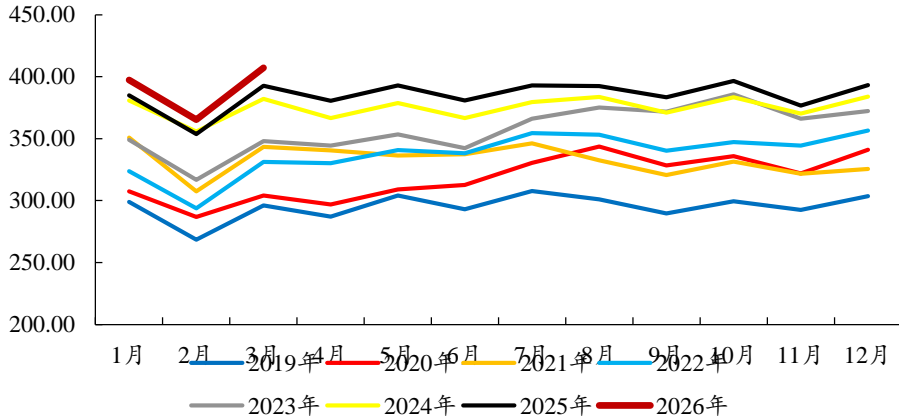
图：铝棒库存保持高位（单位：万吨）



图：铝锭库存持续增长（单位：万吨）



图：电解铝表需表现坚挺（单位：万吨）



供给约束下供需缺口持续扩大，长期来看电解铝价格将维持强势。供给端，国内产能基本见顶，未来供给增长将更多依靠进口，海外产能中短期增量有限，叠加中东产能减产，全球原铝供应增量有限。需求端，地产用铝对需求有一定拖累，但新能源车、电力电网等领域需求不断增长，拉动铝需求；且在铜价上行的大周期中，“铝代铜”有望进一步拉升终端需求，进而对电解铝价格形成有力支撑。基于供需平衡表测算，我们认为2026~2027年电解铝都将处于供需紧平衡状态。

表：预计国内电解铝将持续处于紧平衡状态

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
电解铝产量 (万吨)	4,021	4,159	4,338	4,555	4,478	4,488
电解铝净进口量 (万吨)	47	139	201	220	220	220
国内电解铝总供给 (万吨)	<b>4,069</b>	<b>4,299</b>	<b>4,540</b>	<b>4,775</b>	<b>4,698</b>	<b>4,708</b>
YOY		5.66%	5.61%	5.18%	-1.62%	0.21%
铝材净出口量 (万吨)	422	361	418	376	365	354
国内电解铝总需求 (万吨)	<b>4130</b>	<b>4393</b>	<b>4573</b>	<b>4779</b>	<b>4904</b>	<b>5021</b>
YOY		6.36%	4.09%	4.51%	2.61%	2.39%
建筑用铝 (万吨)	853	912	862	817	784	768
YOY		6.92%	-5.48%	-5.17%	-4.09%	-2.00%
交通用铝 (万吨)	796	865	922	988	1048	1101
YOY		8.67%	6.59%	7.14%	6.13%	5.00%
电力电子用铝 (万吨)	691	820	883	951	996	1026
YOY		18.67%	7.68%	7.67%	4.77%	3.00%
机械设备用铝 (万吨)	280	288	293	299	305	309
YOY		2.86%	2.00%	2.00%	2.00%	1.50%
耐用消费品用铝 (万吨)	343	365	373	384	396	404
YOY		6.41%	2.19%	3.00%	3.00%	2.00%
包装用铝 (万吨)	425	438	443	452	461	470
YOY		3.06%	1.14%	2.00%	2.00%	2.00%
其他用铝 (万吨)	113	120	121	127	133	140
YOY		6.19%	0.83%	5.00%	5.00%	5.00%
铝制品净出口 (万吨)	259.56	279.61	321.67	480.57	519.02	560.54
YOY		7.73%	15.04%	49.40%	8.00%	8.00%
供需平衡 (万吨)	<b>-62</b>	<b>-94</b>	<b>-33</b>	<b>-4</b>	<b>-206</b>	<b>-313</b>

## 1.2 铝：投资建议

供应端，国内供应天花板限制产能，海外电力限制新建产能，叠加中东产能减产扰动，电解铝供应释放有限。需求端，需求铝消费仍具韧性，伴随铜价持续上涨，“铝代铜”有望进一步拉升终端需求，我们认为电解铝硬缺口短期难弥补。氧化铝、电力成本下行，电解铝环节盈利能力不断增强，目前行业平均利润超过6000元，盈利性凸显电解铝企业纷纷提高分红比例，股息率吸引力在提升。推荐天山铝业（有增量）、中孚实业（高分红）等标的。

表：受益或推荐标的估值对比表（截至2026年5月15日）

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE			评级
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
1378.HK	中国宏桥	2723.6	344.4	364.9	379.6	7.9	7.5	7.2	买入
601600.SH	中国铝业	1807.0	214.5	243.6	254.7	8.4	7.4	7.1	未评级
000807.SZ	云铝股份	1031.7	128.4	140.3	149.1	8.0	7.4	6.9	买入
000933.SZ	神火股份	676.3	83.9	89.1	95.4	8.1	7.6	7.1	买入
002532.SZ	天山铝业	709.6	88.1	96.5	105.7	8.1	7.4	6.7	买入
600219.SH	南山铝业	599.4	57.0	69.3	82.9	10.5	8.7	7.2	买入
600595.SH	中孚实业	292.6	35.3	40.2	48.4	8.3	7.3	6.1	买入
		铝行业平均估值				8.5	7.6	6.9	

数据来源：Wind、开源证券研究所（盈利预测与估值来自Wind一致预期）

# 目录

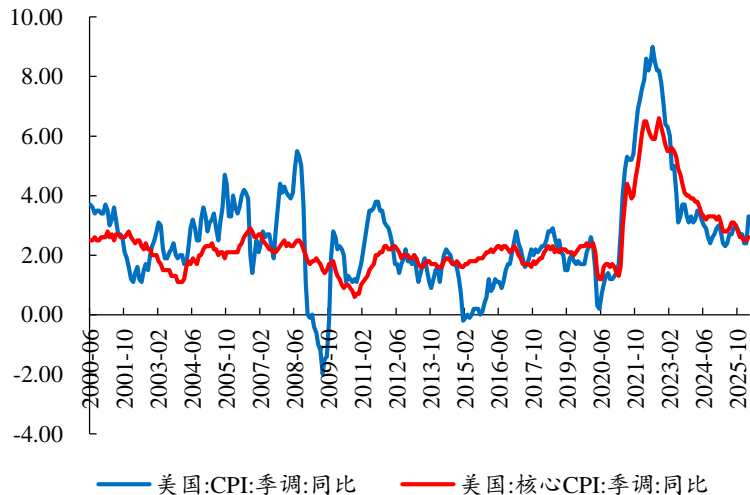
## CONTENTS

- 1 工业金属：供给约束驱动铜价上行，电解铝红利属性逐步显现
- 2 **贵金属：降息遇冷金价短期承压，看好央行购金长期支撑**
- 3 能源金属：供应扰动频发，锂价走出底部
- 4 小金属钨：战略金属地位凸显，钨价创历史
- 5 黑色金属：制造业需求彰显韧性，钢厂利润企稳回升
- 6 盈利预测与投资建议
- 7 风险提示

## 2.1 黄金：降息预期遇冷，短期金价承压

出于通胀担忧，美联储降息预期下滑。2026年4月非农新增就业高出市场预期，显示出目前劳动力市场逐渐降温但仍然有一定韧性。此外，由于美伊冲突下石油运输受阻，市场担忧由于油价上涨而导致通胀水平提升。“美联储观察工具”（Fed Watch Tool）显示，联邦公开市场委员会（FOMC）2026-27年维持稳定概率较大，2027年末可能引来小幅度加息。

图：美国核心通胀仍具粘性（单位：%）



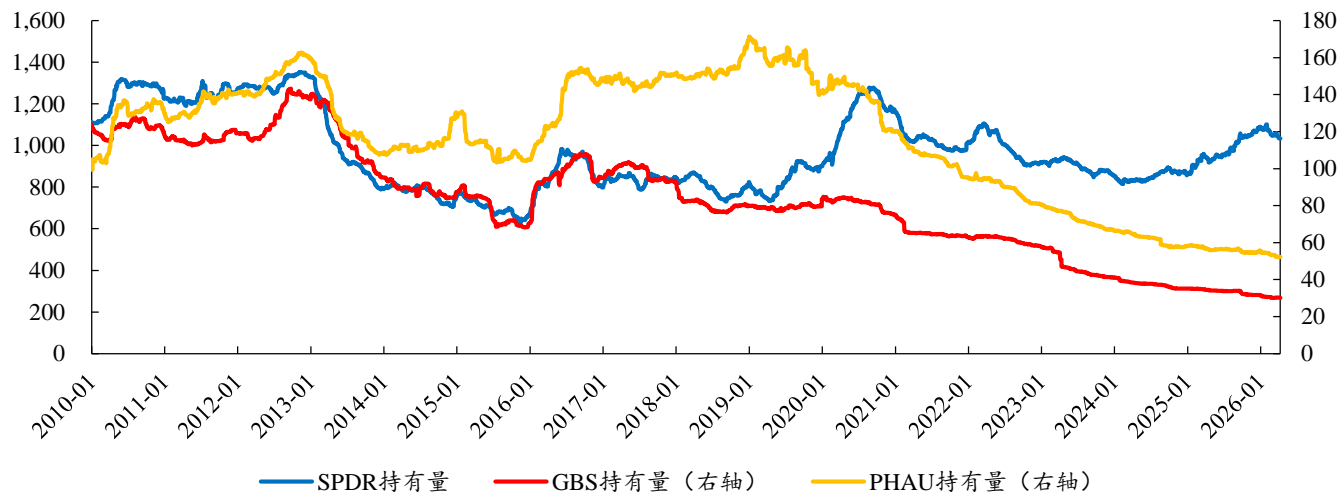
表：预计2026-27年维持稳定（截止2026年5月8日）

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
6/17/2026	0.0%	0.0%	0.0%	7.8%	92.2%	0.0%	0.0%	0.0%
7/29/2026	0.0%	0.0%	0.8%	16.8%	82.3%	0.0%	0.0%	0.0%
9/16/2026	0.0%	0.1%	1.9%	21.2%	76.9%	0.0%	0.0%	0.0%
10/28/2026	0.0%	0.1%	1.8%	19.9%	73.2%	5.1%	0.0%	0.0%
12/9/2026	0.0%	0.0%	1.6%	18.5%	69.1%	10.2%	0.4%	0.0%
1/27/2027	0.0%	0.0%	1.6%	17.9%	67.4%	12.3%	0.7%	0.0%
3/17/2027	0.0%	0.0%	1.4%	16.2%	62.0%	18.3%	2.0%	0.1%
4/28/2027	0.0%	0.0%	1.4%	15.9%	61.0%	19.2%	2.3%	0.1%
6/9/2027	0.0%	0.1%	2.3%	18.7%	58.4%	18.1%	2.2%	0.1%
7/28/2027	0.0%	0.3%	3.6%	21.8%	55.3%	16.9%	2.0%	0.1%
9/15/2027	0.1%	0.9%	6.8%	27.8%	48.4%	14.2%	1.7%	0.1%
10/27/2027	0.1%	1.4%	8.5%	29.4%	45.7%	13.2%	1.6%	0.1%
12/8/2027	0.0%	0.5%	3.5%	14.8%	34.3%	36.0%	9.7%	1.1%

## 2.1 黄金：黄金ETF持仓自高点回落，但整体仍处于高位

**黄金ETF持仓自高点回落，但整体仍处于高位。**由于美联储降息预期提升，黄金ETF增持意愿变强，主要黄金ETF持仓从2024年3月最低点920.08吨，上升至2026年3月初的1183.97吨。随后由于美伊冲突推升通胀预期，美联储降息预期遇冷，ETF持仓自高点已回落至5月8日的1116.37吨，但总体上ETF持仓处于高位。

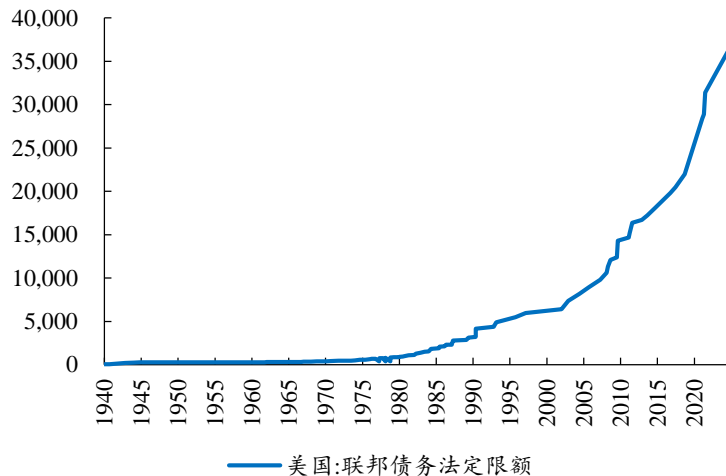
图：截至2026年5月初，SPDR黄金ETF持仓年内减少31吨（单位：吨）



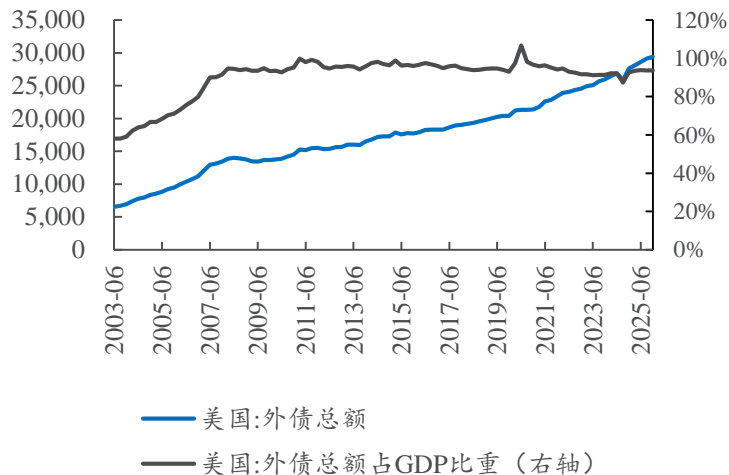
## 2.1 黄金：担忧美债信用，黄金作为储备资产的重要性越发凸显

**债务上限提升，加剧美债偿还担忧。** 联邦政府的利息费用不断攀升，2025年债务净利息支出占GDP比重创1997年来新高，与此同时，美国“大而美”法案等降税、提高债务上限等进一步强化财政赤字和债务压力，巨大的偿债压力加剧美债偿还担忧，截至2025年末美国外债占GDP比重达到94%。随着债务上限提升，加剧美债偿还担忧，黄金作为储备资产的重要性越发凸显。

图：美国联邦债务法定上限持续提升（单位：10亿美元）



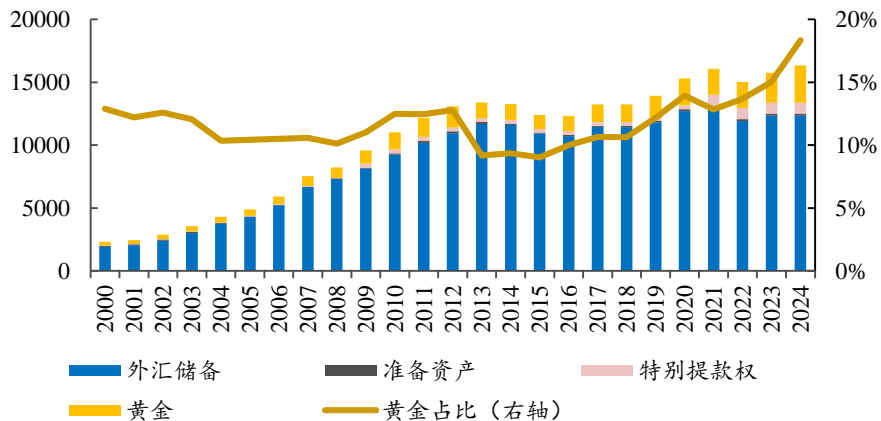
图：美国外债总额持续提升（单位：10亿美元）



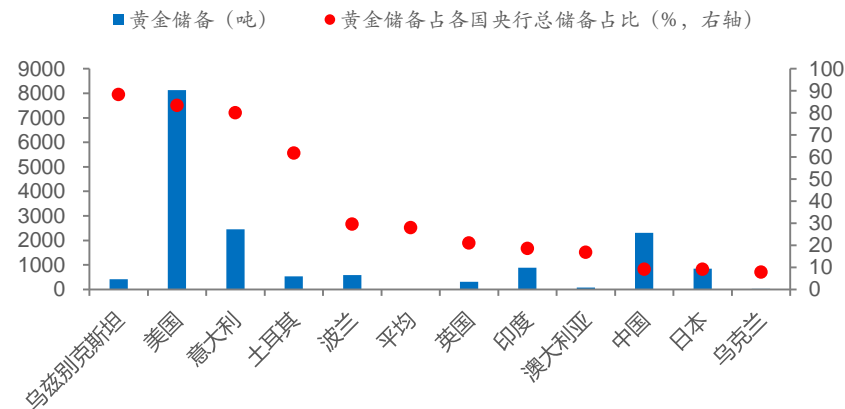
## 2.1 黄金：全球央行购金成为支撑长期金价主力

**黄金作为储备资产占比持续抬升。**在近年贸易逆全球化、地缘政治不确定性，美元信用弱化等事件背景下，黄金作为储备资产的重要性日渐增强。黄金作为储备资产占比持续抬升，根据全球官方总储备口径已有数据，2024年全球黄金储备总量约为3万亿美元，占比从2013年最低点9.18%提升至2024年的18%，相较于主要欧美国家，波兰、中国等国黄金储备仍处于较低水平。

图：全球官方储备资产构成中黄金占比持续提升（单位：左：十亿美元；右：%）



图：波兰、中国等国黄金储备仍处在较低位置



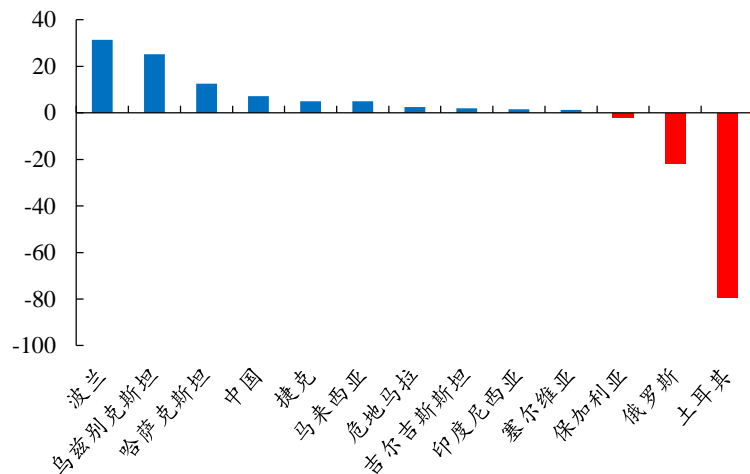
## 2.1 黄金：全球央行购金成为支撑长期金价主力

**全球央行持续购金。**世界黄金协会数据显示，2022-2024年央行净购金均超过1000吨，2025年全球央行净购金850.1吨，处于历史高位。2026Q1，全球央行购金243.7吨，其中波兰央行净购金31.43吨，其次是乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦、中国央行增持黄金。自2024年末11月重新启动购金以来，我国央行已经连续18个月增持黄金。基于对美债等储备资产信用弱化考量，央行购金有望持续进而推升金价中枢向上。

图：全球央行2022年以来加大购金力度（单位：吨）

项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>总供应</b>	<b>4,888.7</b>	<b>4,740.9</b>	<b>4,709.7</b>	<b>4,775.1</b>	<b>4,943.9</b>	<b>4,961.9</b>	<b>5,002.3</b>
金矿产量	3,606.8	3,484.4	3,579.3	3,645.6	3,640.8	3,650.4	3,671.6
回收金	1,275.7	1,293.1	1,135.8	1,136.1	1,233.6	1,365.3	1,404.3
生产商净套保	6.2	-36.6	-5.4	-6.5	69.4	-53.8	-73.6
<b>总需求</b>	<b>4,888.7</b>	<b>4,740.9</b>	<b>4,709.7</b>	<b>4,775.1</b>	<b>4,943.9</b>	<b>4,961.9</b>	<b>5,002.3</b>
珠宝制造	2,162.2	1,331.8	2,252.4	2,208.4	2,208.2	2,026.6	1,638.0
科技	332.7	309.0	337.2	314.8	305.2	326.2	322.8
投资	1,281.8	1,805.3	1,006.8	1,125.8	951.8	1,185.4	2,175.3
央行	605.4	254.9	450.1	1,080.0	1,050.8	1,092.4	863.3
OTC及其他	506.6	1,039.8	663.2	46.2	427.9	331.3	2.9

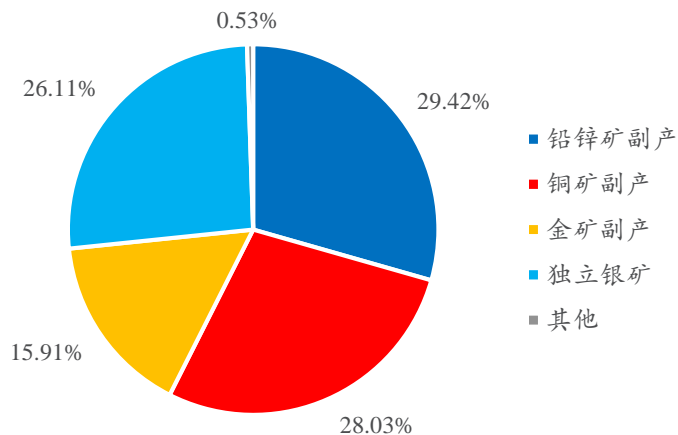
图：2026Q1分国别央行净购金量情况（单位：吨）



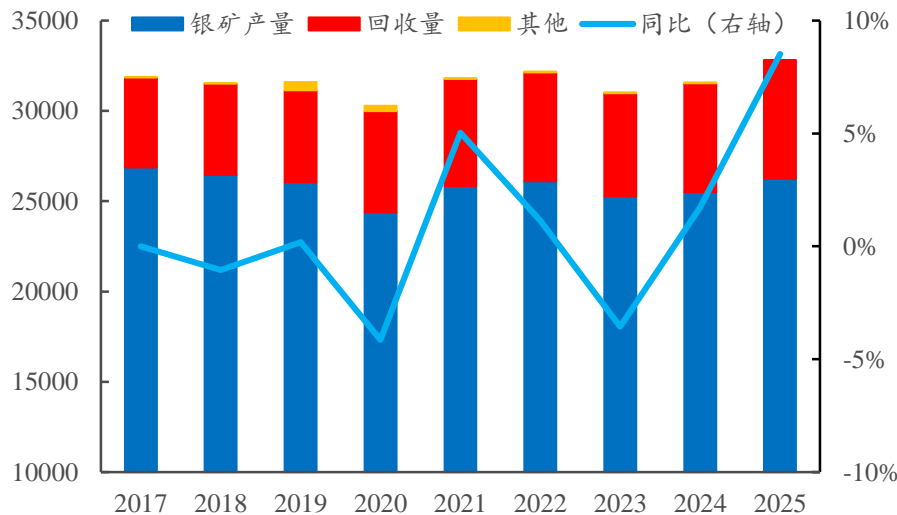
## 2.2 白银：供应依赖其他金属品种，近年来产量增长缓慢

白银的供应供应依赖其他金属品种。全球白银供给主要由矿产银、回收银组成。矿产银产量分为独立银矿矿产银和铅锌铜等基本金属伴生矿产银。2025年全球矿产银中，铅锌伴生占比达到29.42%，铜伴生占比28.0%，金矿伴生占比15.91%，白银的供应供应依赖其他金属品种，近年来产量增长缓慢。

图：2025年矿产银产量多数来源于伴生矿



图：全球白银产量增长缓慢（单位：吨）

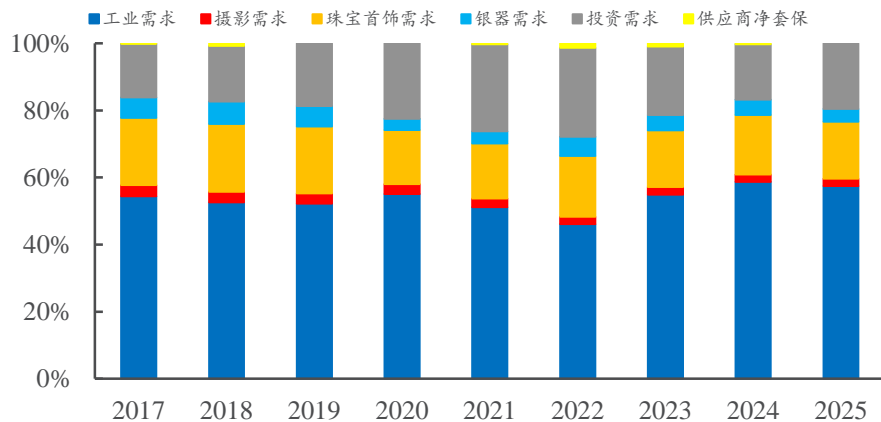


## 2.2 白银：工业用银是白银最大的需求领域

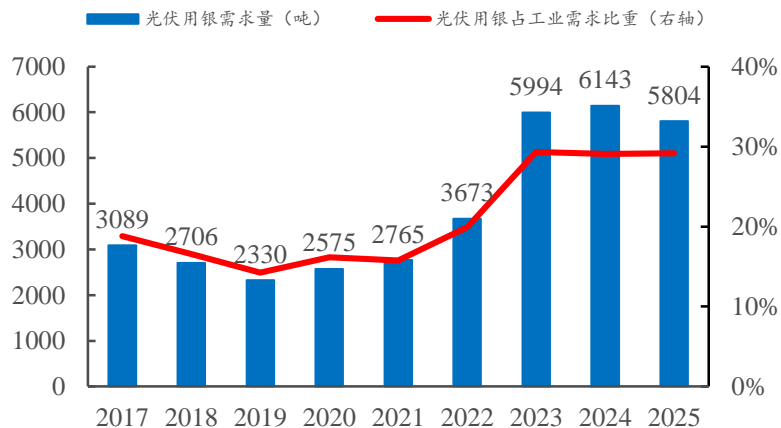
**白银工业需求占比约57%。**白银需求由工业需求、投资需求、珠宝首饰需求、银器需求和供应商净套保需求构成。其中工业需求、投资需求和珠宝首饰需求占比最多，2025年工业需求占总需求约57%。

**2025年光伏用银占工业需求29%。**根据世界白银协会数据，2025年光伏用银需求已至5804吨，占工业需求29%，在白银总需求中占比达16.5%。

图：全球白银工业需求占比超50%（单位：吨）



图：2025年光伏用银占工业需求29%



## 2.2 白银：2021年以来白银一直有供需缺口

**2021年以来白银一直有供需缺口。**近年来白银一直有供需缺口，白银产量受制于其他金属品种增长较慢，但白银工业需求在光伏等带动下增长较快，根据世界白银协会数据，2021年以来全球白银一直有供需缺口，其中2025年白银供需缺口达到1253吨。

图：全球白银供需平衡（单位：吨）

单位：吨		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026F
供给量	**Supply**											
银矿产量	Mine Production	27996	26833	26043	24581	25673	25931	25216	25617	26332	26254	26254
回收量	Recycling	4861	5005	5076	5123	5645	5966	5742	6050	6146	6572	6572
生产商净套保	Net Hedging Supply	0	0	0	432	264	0	0	0	0	1390	311
官方部门销售净额	Net Official Sector Sales		31	37	31	37	47	53	50	47	47	31
<b>总供给</b>	<b>Total Supply</b>		<b>31872</b>	<b>31561</b>	<b>31629</b>	<b>30531</b>	<b>31685</b>	<b>32040</b>	<b>31010</b>	<b>31713</b>	<b>33915</b>	<b>32055</b>
需求量	**Demand**											
工业需求	Industrial (total)	15272	16423	16354	16342	15922	17545	18423	20438	21119	19894	21069
电气与电子	Electrical & Electronics	9611	10547	10277	10158	9997	10908	11530	13822	14323	13981	13154
<b>其中：光伏需求</b>	<b>...of which photovoltaics</b>	<b>2538</b>	<b>3089</b>	<b>2706</b>	<b>2330</b>	<b>2575</b>	<b>2765</b>	<b>3673</b>	<b>5994</b>	<b>6143</b>	<b>5804</b>	<b>4697</b>
钎焊合金与焊料	Brazing Alloys & Solders	1527	1583	1617	1630	1477	1571	1530	1561	1546	1571	1586
其他工业需求	Other Industrial	4134	4292	4463	4554	4445	5067	5362	5057	5238	4896	5154
摄影需求	Photography	1079	1008	977	955	837	862	862	849	793	753	700
珠宝首饰需求	Jewelry	5882	6065	6280	6230	4672	5630	7253	6274	6379	5888	4958
银器需求	Silverware	1664	1848	2087	1907	970	1266	2286	1714	1664	1309	1042
投资需求	Net Physical Investment	6622	4837	5166	5851	6501	8874	10560	7595	5938	6771	8012
供应商净套保	Net Hedging Demand	373	34	230	0	0	109	557	358	109	0	0
<b>总需求</b>	<b>Total Demand</b>	<b>30895</b>	<b>30217</b>	<b>31094</b>	<b>31284</b>	<b>28895</b>	<b>34288</b>	<b>39940</b>	<b>37231</b>	<b>35999</b>	<b>35166</b>	<b>34606</b>
<b>供需平衡</b>	<b>Market Balance</b>	<b>1994</b>	<b>1658</b>	<b>467</b>	<b>345</b>	<b>1633</b>	<b>-2603</b>	<b>-7900</b>	<b>-6224</b>	<b>-4289</b>	<b>-1253</b>	<b>-1440</b>

## 2.2 白银：金融属性与工业属性双重定价，价格弹性较大

**金融属性与工业属性双重定价，价格弹性较大。**白银与黄金在金融属性方面具有相似性，黄金上涨后，白银通常具备一定补涨需求，但由于白银的工业需求占比达到50%以上，决定了其金融属性相对弱于黄金。金融属性与工业属性双重影响白银定价，其价格弹性往往比黄金更大。

**金银比持续压缩。**在全球美元信用弱化，央行购金支撑下，金银比于2025年4月达到历史相对高点，随后在工业属性的支撑下，银价补涨，截至5月14日金银比已回落至54。

图：金银比持续压缩（单位：美元/盎司）



贵金属：短期由于美伊冲突使得原油运输受阻，推升通胀预期，美联储降息预期遇冷，ETF黄金持仓自高点已回落压制金价。但中长期看，伴随美元信用弱化，黄金作为储备资产的重要性越发凸显，全球央行近几年加大购金力度，支撑金价长期中枢不断上移。白银的工业需求占比达到50%以上，其金融属性相对弱于黄金，其价格弹性往往比黄金更大。推荐标的：山东黄金、中金黄金、山金国际、中国黄金国际，受益标的：赤峰黄金、湖南黄金、紫金国际、招金矿业、兴业银锡、盛达资源等。

表：受益或推荐标的估值对比表（截至2026年5月15日）

股票代码	股票简称	收盘价 (CNY)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)				评级
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
600547.SH	山东黄金	31.9	47.4	94.8	112.5	124.3	31.0	15.5	13.1	11.8	买入
000975.SZ	山金国际	25.1	29.7	59.9	84.5	100.7	23.4	11.6	8.2	6.9	买入
600489.SH	中金黄金	24.4	49.3	94.1	114.0	131.9	23.9	12.5	10.4	9.0	买入
600988.SH	赤峰黄金	37.6	30.8	52.2	62.0	75.5	23.2	13.7	11.5	9.5	未评级
002155.SZ	湖南黄金	26.3	14.9	24.2	27.7	32.4	27.6	17.0	14.8	12.7	未评级
2259.HK	紫金黄金国际	153.0	16.0	251.1	297.7	356.1	255.7	16.3	13.8	11.5	未评级
1818.HK	招金矿业	21.0	36.1	56.4	75.9	110.3	20.6	13.2	9.8	6.7	未评级
2099.HK	中国黄金国际	141.3	4.7	54.5	61.6	71.2	120.0	10.3	9.1	7.9	买入
000426.SZ	兴业银锡	44.1	17.0	36.6	40.6	54.0	46.0	21.4	19.3	14.5	未评级
000603.SZ	盛达资源	35.0	5.3	13.8	18.3	24.2	45.4	17.5	13.2	10.0	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（山金国际盈利预测与估值来自开源证券研究所，其他公司盈利预测与估值均来自wind一致预期；港元兑人民币汇率取5月15日收盘价0.8734）

# 目录

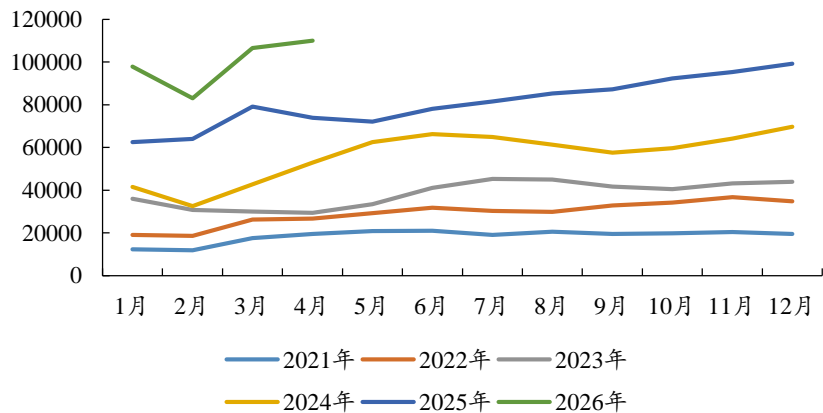
## CONTENTS

- 1 工业金属：供给约束驱动铜价上行，电解铝红利属性逐步显现
- 2 贵金属：降息遇冷金价短期承压，看好央行购金长期支撑
- 3 **能源金属：供应扰动频发，锂价走出底部**
- 4 小金属钨：战略金属地位凸显，钨价创历史
- 5 黑色金属：制造业需求彰显韧性，钢厂利润企稳回升
- 6 盈利预测与投资建议
- 7 风险提示

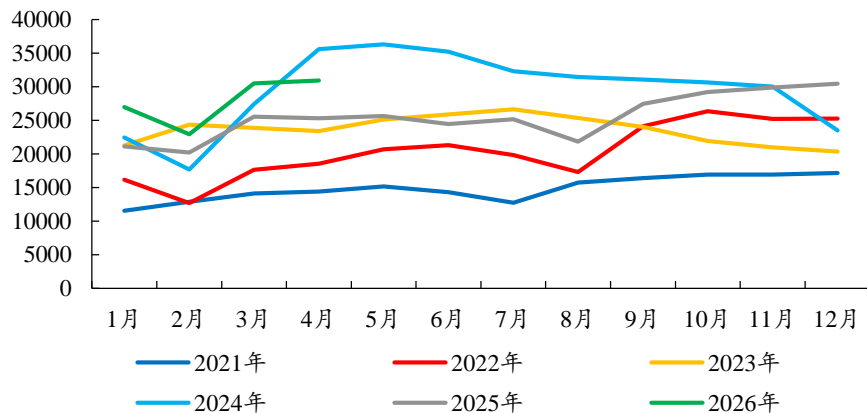
## 3.1 锂：供应扰动频发，供需格局边际改善

江西锂云母提锂下滑限制碳酸锂产量增幅。2026年1-4月份，中国氢氧化锂产量同比增20.86%；碳酸锂产量同比增42.31%，其中锂辉石提锂同比增长59.48%，锂云母提锂受制于江西矿停产同比下滑14.31%，盐湖提锂同比增56.35%，回收提锂同比增51.30%。

图：2026年1-4月中国碳酸锂产量同比+42.31%（单位：吨）



图：2026年1-4月中国氢氧化锂产量同比+20.86%（单位：吨）

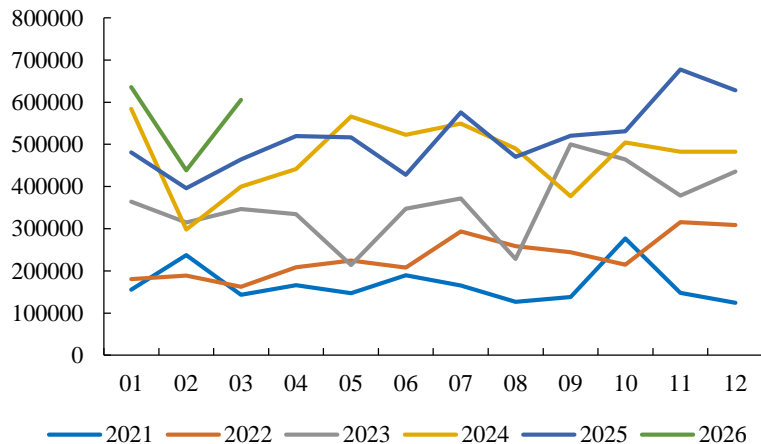


## 3.1 锂：供应扰动频发，供需格局边际改善

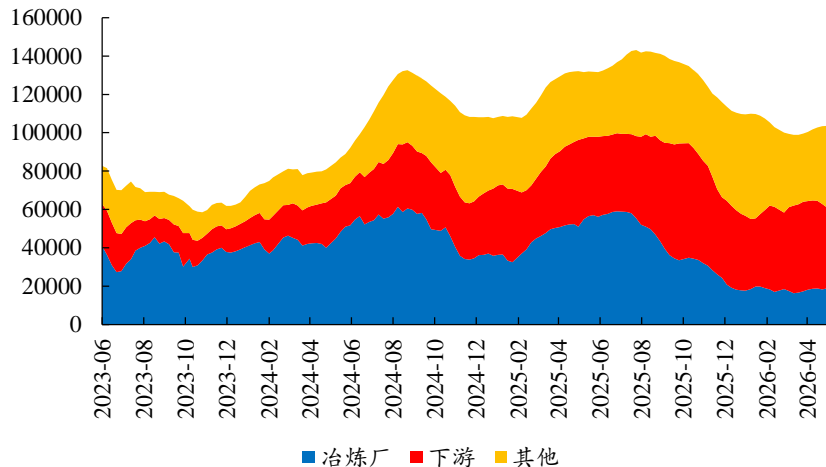
**津巴布韦锂出口禁令预计影响二季度发运。**今年2月底，津巴布韦当局宣布全面暂停锂精矿出口，尽管津巴布韦4月14日已向六家中资锂矿企业下达出口配额，但2季度到货预计仍将明显下滑。

**2025年中以来产业链库存压力边际缓解。**冶炼厂阶段性开启去库，下游新能源车及储能需求维持较高景气度，带动碳酸锂现货市场趋紧。尽管当前行业库存仍处于相对高位，但供给增速放缓叠加需求结构改善背景下，锂行业供需格局已较此前边际改善。

图：2026Q1中国锂精矿进口同比增长（单位：吨）



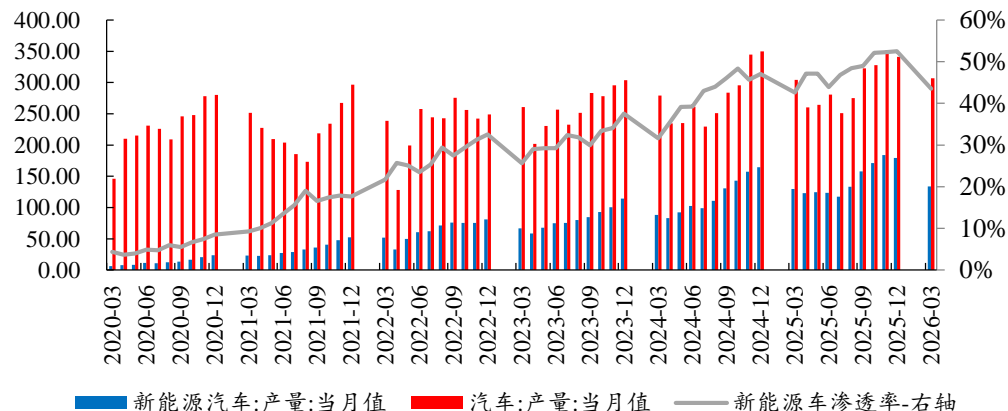
图：碳酸锂库存保持稳定（单位：吨）



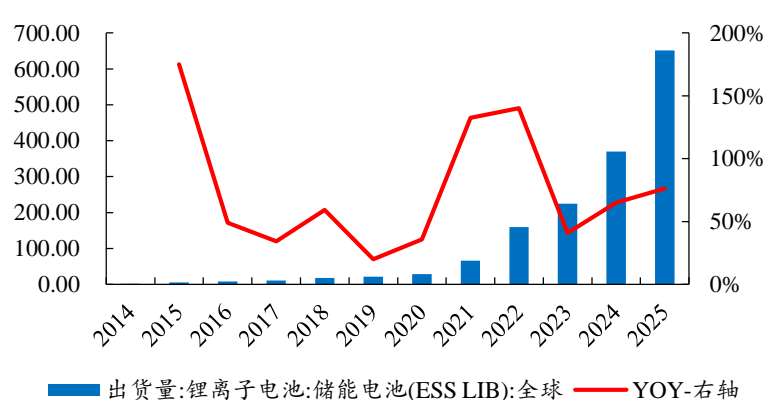
### 3.1 锂：新能源车温和增长，储能有望成为第二增长极

储能驱动需求结构重塑，海外新能源需求逐步回暖。储能景气度持续提升，正逐步成为锂需求增长的第二驱动力。国内新能源配储、电网侧储能及工商业储能需求持续放量，多省市加快推进“136号文”地方实施细则落地，进一步提升新能源配储经济性。海外方面，欧洲能源转型持续推进，中东大型储能项目密集招标，东南亚、拉美及澳洲等新兴市场储能需求快速增长。随着全球储能装机规模持续扩大，锂需求结构正由此前单一新能源车驱动转向“新能源车+储能”双轮驱动。新能源车方面，全球新能源车市场整体仍维持增长态势，中国新能源车出口持续提升，欧洲市场库存压力逐步缓解，海外动力电池需求边际修复。随着海外车型供给改善及渠道库存逐渐恢复正常，新能源车需求整体保持稳定增长，对锂盐需求形成基础支撑。

图：2026年3月中国新能源汽车渗透率达43.6%（单位：万辆）



图：储能锂离子电池需求高速增长（单位：GWh）



## 3.1 锂：投资建议

我们认为，锂行业供给端资本开支收缩、行业供给纪律逐步形成，叠加扰动频频，锂行业供给弹性已较此前明显下降。与此同时，储能需求持续高景气，推动锂需求结构逐步改善，行业库存压力边际缓解，锂价有望迎来阶段性修复。具备资源保障、低成本及一体化布局优势的锂行业企业盈利修复弹性有望优于行业平均水平，资源自给率较高、成本控制能力较强的锂矿及锂盐公司值得关注。推荐标的有永兴材料、中矿资源；受益标的有赣锋锂业、天齐锂业、藏格矿业、盛新锂能、雅化集团、盐湖股份。

表：推荐或受益标的估值对比表（截至2026年5月15日）

股票代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（倍）			评级
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
002460.SZ	赣锋锂业	1636.7	65.5	79.4	102.5	25.0	20.6	16.0	未评级
002466.SZ	天齐锂业	1184.0	63.0	78.3	86.1	18.8	15.1	13.8	未评级
000792.SZ	盐湖股份	1793.3	109.8	127.5	147.4	16.3	14.1	12.2	买入
000408.SZ	藏格矿业	1314.4	74.7	93.7	113.5	17.6	14.0	11.6	未评级
002756.SZ	永兴材料	391.6	20.5	25.2	36.0	19.1	15.5	10.9	买入
002497.SZ	雅化集团	298.1	25.7	30.2	34.1	11.6	9.9	8.7	买入
002738.SZ	中矿资源	527.2	27.7	41.4	51.7	19.0	12.7	10.2	买入
002240.SZ	盛新锂能	467.3	18.9	23.9	28.2	24.7	19.5	16.6	未评级
锂行业平均估值						18.2	15.2	12.5	

数据来源：Wind、开源证券研究所（盐湖股份，雅化集团盈利预测与估值来自开源证券研究所，其他公司盈利预测来自Wind一致预期）

# 目录

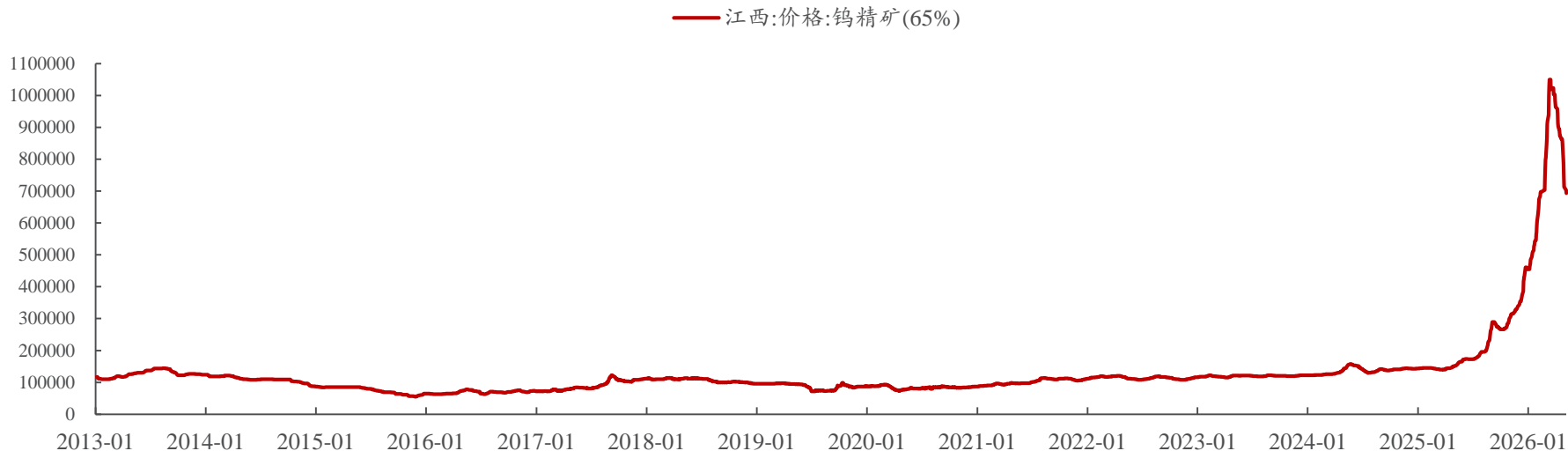
## CONTENTS

- 1 工业金属：供给约束驱动铜价上行，电解铝红利属性逐步显现
- 2 贵金属：降息遇冷金价短期承压，看好央行购金长期支撑
- 3 能源金属：供应扰动频发，锂价走出底部
- 4 **小金属钨：战略金属地位凸显，钨价创历史**
- 5 黑色金属：制造业需求彰显韧性，钢厂利润企稳回升
- 6 盈利预测与投资建议
- 7 风险提示

## 4.1 钨：创新高后大幅回落

**供需偏紧，年内钨价创新高。**国内钨矿产量受制于资源枯竭，环保，配额等因素释放有限，需求端传统领域托底，新兴领域光伏钨丝等放量，供需持续偏紧。2026年3月冲破100万元/吨后，因获利盘集中出货、下游采购观望等因素回落，至2026年5月11日回落至62.3万元/吨。

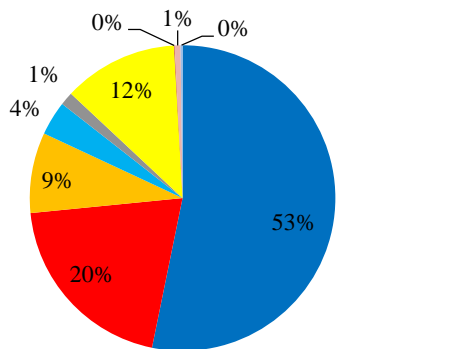
图：钨精矿价格创历史新高（单位：元/标吨）



## 4.1 钨：优势战略金属，钨矿产量占全球八成以上

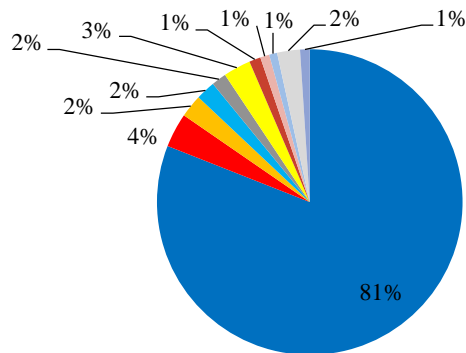
钨是我国优势战略金属，2025年矿产钨产量占全球比重达到81%。我国钨矿资源优势明显，2025年中国钨储量占全球53%，我国一直是世界上最大的钨矿生产国，2025年钨矿产量占全球比重达到81%。

图：2025年中国钨储量占全球的53%（单位：%）



■ 中国 ■ 其他国家 ■ 俄罗斯 ■ 越南 ■ 西班牙  
■ 澳大利亚 ■ 葡萄牙 ■ 朝鲜 ■ 奥地利

图：2025年中国钨产量占全球的81%（单位：%）

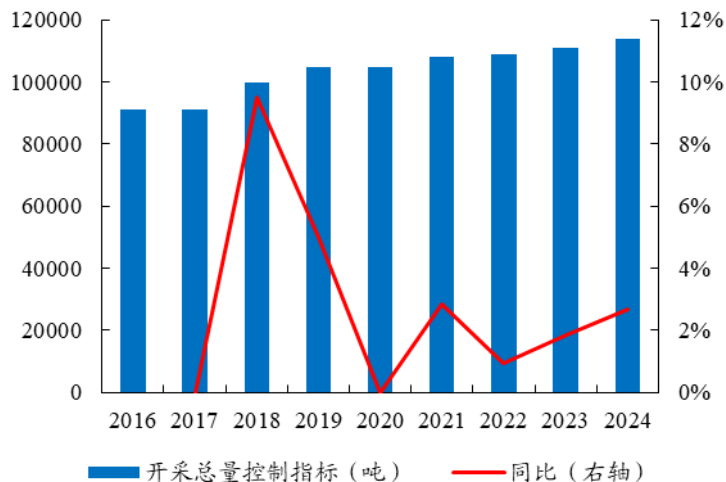


■ 中国 ■ 越南 ■ 俄罗斯 ■ 玻利维亚 ■ 卢旺达 ■ 其他国家  
■ 澳大利亚 ■ 西班牙 ■ 葡萄牙 ■ 朝鲜 ■ 奥地利

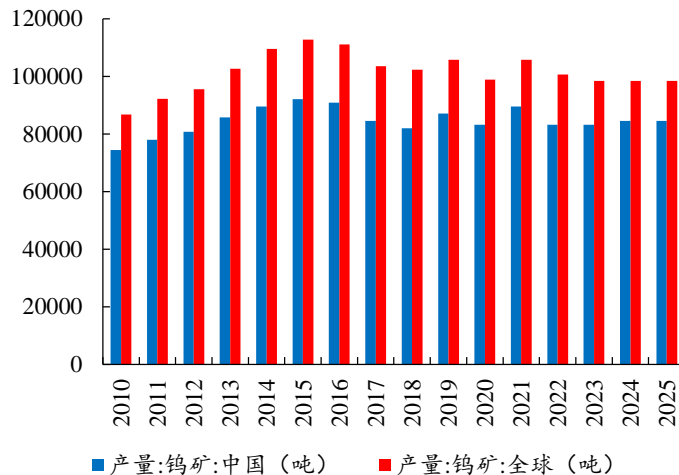
## 4.1 钨：受制于资源枯竭，钨矿产量释放有限

**受制于资源枯竭，钨矿产量释放有限。**我国对钨矿实行总量指标控制，近年来受制于资源枯竭，环保安全生产等要求趋严，钨矿开采难度加大，钨矿产量释放有限。2016年至2024年，钨矿开采总量指标从9.13万吨增长至11.4万吨，CAGR为2.83%，国家对钨矿开采实行较为严格的开采指标控制，叠加钨在军工等重要领域运用广泛，钨资源战略属性较强。

图：2024年钨矿开采总量控制指标小幅增长（单位：标吨）



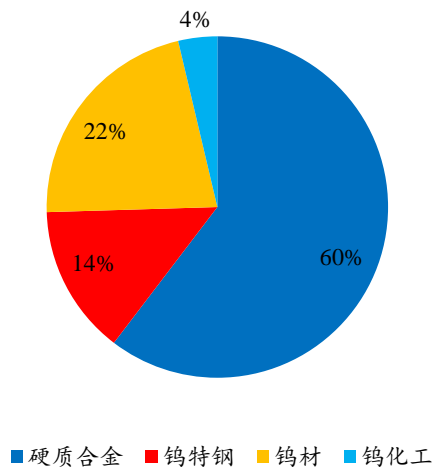
图：近年来全球钨矿产量释放有限（单位：金属吨）



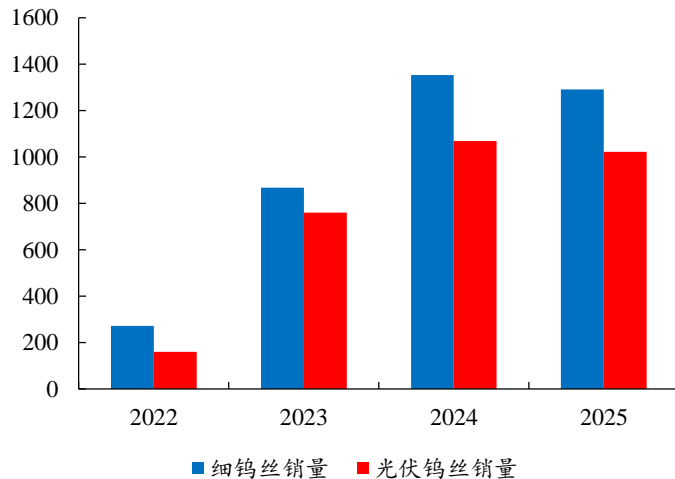
## 4.1 钨：传统需求稳步增长，光伏钨丝等新型领域快速放量

传统需求稳步增长，光伏钨丝等新兴领域快速放量。钨有“工业牙齿”之称，主要下游领域有硬质合金，钨特钢，钨材，钨化工，凭借钨的熔点高，硬度大，沸点高，能耐高温特性，钨在航空航天，军工材料等领域也有重要的运用。钨在传统领域需求稳步增长，新兴领域方面，近年来光伏钨丝是正成为下一代金刚线母线，带动钨需求放量。

图：2025年钨下游消费以硬质合金和钨特钢为主（单位：%）



图：厦门钨业光伏钨丝快速放量（单位：亿米）



数据来源：安泰科、开源证券研究所

数据来源：厦门钨业公告、开源证券研究所（注：细钨丝包含光伏钨丝和传统钨丝）

## 4.1 钨：投资建议

钨作为我国优势战略金属，钨矿供应受制于资源枯竭，环保等因素制约，叠加国家对钨矿开采实施总量控制，钨矿产量释放有限；需求端，新兴领域拉动钨需求，有望长期支撑钨价。受益标的：厦门钨业，中钨高新，佳鑫国际资源。

表：主要钨公司估值对比表（截至2026年5月15日）

股票代码	股票简称	收盘价 (CNY)	归母净利润（亿元）				PE（倍）				评级
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
600549.SH	厦门钨业	53.4	17.3	48.2	54.8	78.7	49.1	17.6	15.5	10.8	未评级
000657.SZ	中钨高新	56.5	9.4	43.0	48.9	56.0	136.9	29.9	26.3	23.0	未评级
3858.HK	佳鑫国际资源	63.5	-1.6	26.8	45.3	66.9	(181.8)	9.9	5.9	4.0	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（盈利预测与估值来自Wind一致预期，港元兑人民币汇率取5月15日收盘价0.8734）

# 目录

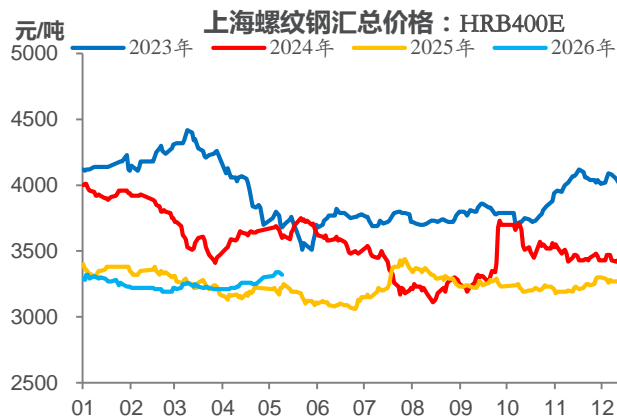
## CONTENTS

- 1 工业金属：供给约束驱动铜价上行，电解铝红利属性逐步显现
- 2 贵金属：降息遇冷金价短期承压，看好央行购金长期支撑
- 3 能源金属：供应扰动频发，锂价走出底部
- 4 小金属钨：战略金属地位凸显，钨价创历史
- 5 **黑色金属：制造业需求彰显韧性，钢厂利润企稳回升**
- 6 盈利预测与投资建议
- 7 风险提示

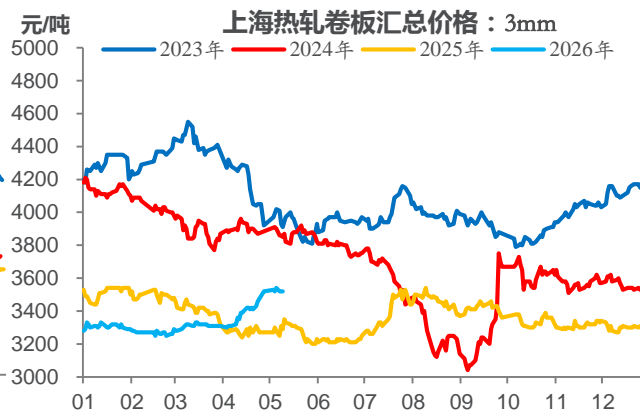
## 5.1 钢铁：制造业需求彰显韧性，钢厂利润企稳回升

- 2026年1月-3月，由于建筑、汽车、家电等下游需求较弱，钢铁库存持续累积，板材库存同比增长较多，钢价表现较弱。
- 2026年4月至今，制造业需求彰显韧性，需求同比降幅明显收窄，板材库存去化明显加快，热轧价格企稳反弹，卷螺差扩大，钢厂利润明显改善。

图：螺纹钢价格维持震荡（单位：元/吨）



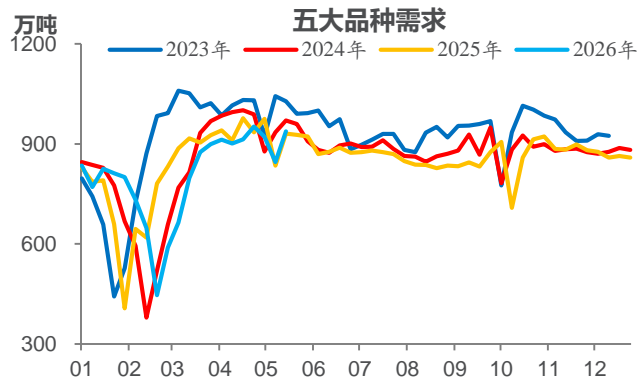
图：热卷价格底部回升（单位：元/吨）



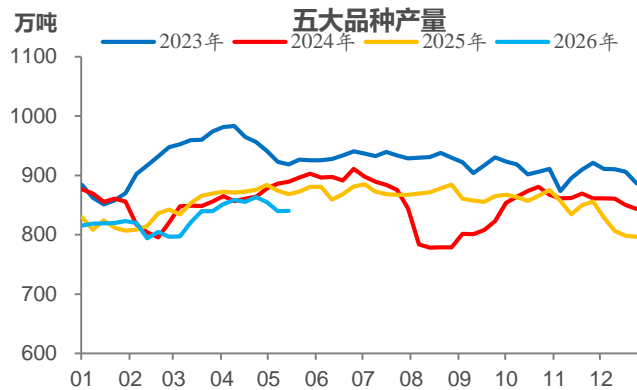
图：钢厂盈利率底部回升（单位：%）



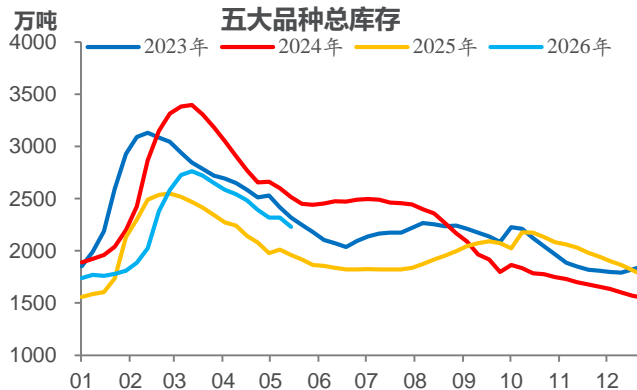
图：钢铁需求五一节后回升（单位：万吨）



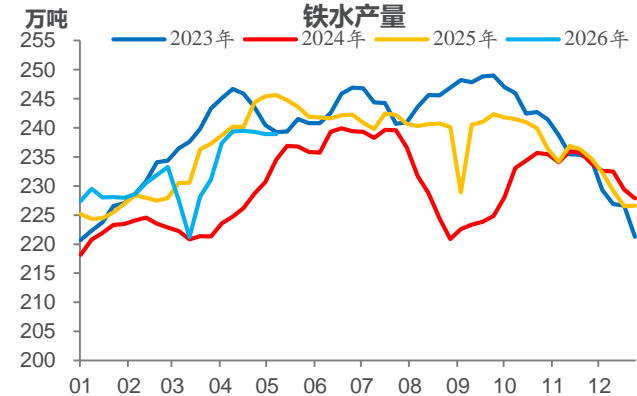
图：五大品种产量同比较弱（单位：万吨）



图：钢铁库存去库加快（单位：万吨）



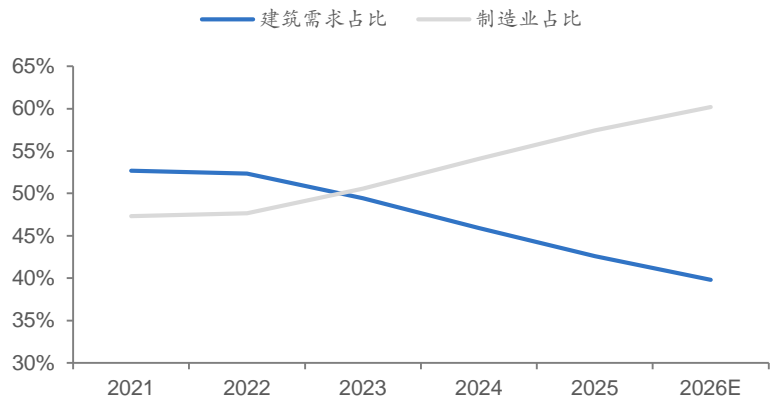
图：铁水产量同比下滑（单位：万吨）



# 5.1 钢铁：制造业需求彰显韧性，钢厂利润企稳回升

**制造业需求占比逐年提升。**我国已进入经济转型期，尽管建筑需求较弱，但制造业用钢及新兴领域用钢的增长，我们预计未来我国钢材需求将长期彰显韧性。此外，原料端伴随着FMG新矿区及西芒杜的投产，焦煤进口持续恢复，原料端供需格局趋于宽松，后续若钢铁供给可以持续压减，钢厂利润将明显改善。

图：制造业需求占比逐年提升



表：钢铁分行业需求 (单位：万吨)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
建筑用钢	51636	50038	47672	42667	40107	38102
	-7.85%	-3.10%	-4.73%	-10.50%	-6.00%	-5.00%
机械耗钢	18245	18312	20215	22000	23459	25804
yoy	15.47%	0.37%	10.39%	8.83%	6.63%	10.00%
汽车耗钢	5257	5040	5786	5937	6572	6900
yoy	0.14%	-4.13%	14.81%	2.61%	10.68%	5.00%
家电耗钢	1427	1442	1602	1747	1794	1884
yoy	3.11%	1.00%	11.14%	9.06%	2.67%	5.00%
船舶耗钢	980	1196	1416	1611	1795	1939
yoy	3.16%	22.04%	18.39%	13.80%	11.40%	8.00%
其他	20474	19584	19740	18951	20467	21122
yoy	-13.65%	-4.35%	0.80%	-4.00%	8.00%	3.20%
净出口	5259	5689	8356	10390.1	11296	11500
yoy	57.27%	8.18%	46.87%	24.35%	8.72%	1.81%
内需	98020	95611	96433	92914	94193	95750
yoy	-4.95%	-2.46%	0.86%	-3.65%	1.38%	1.65%
总需求	103279	101300	104788	103304	105489	107250
yoy	-3.00%	-1.92%	3.44%	-1.42%	2.12%	1.67%

## 4.1 钢铁：投资建议

我国已进入经济转型期，尽管建筑需求较弱，但制造业用钢及新兴领域用钢的增长，我们预计未来我国钢材需求将长期彰显韧性。此外，原料端伴随着FMG新矿区及西芒杜的投产，焦煤进口持续恢复，原料端供需格局趋于宽松，后续若钢铁供给可以持续压减，钢厂利润将明显改善。受益标的：方大特钢，中信特钢，南钢股份，宝钢股份，久立特材。

表：主要钢铁公司估值对比表（截至2026年5月15日）

股票代码	股票简称	收盘价 (CNY)	归母净利润（亿元）				PE（倍）				评级
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
600507.SH	方大特钢	5.0	2.5	11.0	12.4	13.7	46.9	10.6	9.4	8.4	未评级
000708.SZ	中信特钢	14.7	51.3	65.1	69.9	74.2	14.5	11.4	10.6	10.0	未评级
600282.SH	南钢股份	5.0	22.6	30.7	33.9	37.3	13.7	10.1	9.2	8.3	未评级
600019.SH	宝钢股份	6.2	73.6	123.9	138.2	147.0	18.4	10.9	9.8	9.2	未评级
002318.SZ	久立特材	217.8	14.9	13.8	15.5	18.0	18.6	20.1	17.8	15.3	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（盈利预测与估值来自Wind一致预期）

# 目录

## CONTENTS

- 1 工业金属：供给约束驱动铜价上行，电解铝红利属性逐步显现
- 2 贵金属：降息遇冷金价短期承压，看好央行购金长期支撑
- 3 能源金属：供应扰动频发，锂价走出底部
- 4 小金属钨：战略金属地位凸显，钨价创历史
- 5 黑色金属：制造业需求彰显韧性，钢厂利润企稳回升
- 6 **盈利预测与投资建议**
- 7 风险提示

## 6.1 推荐标的或受益标的

**铜：**供给端，海外多数矿企仍面临品位、回收率下降的问题，且干扰因素仍存在（艾芬豪KK铜矿、Codelco的El Teniente 铜矿），国内企业虽增量但整体有限，乐观假设下，2026-2027年全球供给增速或不足2%。需求端，上半年中美电力需求维持高增速，有望为铜需求贡献边际增量。我们认为2026年铜供需结构矛盾将进一步凸显，支撑铜价中枢上行，推荐标的有具备产量成长性的中国有色矿业、金诚信、洛阳钼业、紫金矿业；受益标的有米拉多二期投产后产能快速增长的铜陵有色，具备精炼铜产能优势和自产矿山的江西铜业、西部矿业、云南铜业等。

**铝：**供应端，国内供应天花板限制产能，海外电力限制新建产能，叠加中东产能减产扰动，电解铝供应释放有限。需求端，铝消费仍具韧性，我们认为电解铝硬缺口短期难弥补。氧化铝、电力成本下行，电解铝环节盈利能力不断增强，电解铝企业纷纷提高分红比例，股息率吸引力在提升。受益标的有中国铝业；推荐标的有中孚实业、神火股份、天山铝业、云铝股份、中国宏桥、南山铝业、焦作万方。

**贵金属：**短期由于美伊冲突使得原油运输受阻，推升通胀预期，美联储降息预期遇冷，ETF黄金持仓自高点已回落压制金价。但中长期看，伴随美元信用弱化，黄金作为储备资产的重要性越发凸显，全球央行近几年加大购金力度，支撑金价长期中枢不断上移。白银的工业需求占比达到50%以上，其金融属性相对弱于黄金，其价格弹性往往比黄金更大。推荐标的：山东黄金、中金黄金、山金国际、中国黄金国际，受益标的：赤峰黄金、湖南黄金、紫金国际、招金矿业、兴业银锡、盛达资源等。

## 6.1 推荐标的或受益标的

**锂：**我们认为，锂行业供给端资本开支收缩、行业供给纪律逐步形成，叠加扰动频频，锂行业供给弹性已较此前明显下降。与此同时，储能需求持续高景气，推动锂需求结构逐步改善，行业库存压力边际缓解，锂价有望迎来阶段性修复。具备资源保障、低成本及一体化布局优势的锂行业企业盈利修复弹性有望优于行业平均水平，资源自给率较高、成本控制能力较强的锂矿及锂盐公司值得关注。**推荐标的有永兴材料、中矿资源；受益标的有赣锋锂业、天齐锂业、藏格矿业、盛新锂能、雅化集团、盐湖股份等。**

**钨：**钨作为我国优势战略金属，钨矿供应受制于资源枯竭，环保等因素制约，叠加国家对钨矿开采实施总量控制，钨矿产量释放有限；需求端，新兴领域拉动钨需求，有望长期支撑钨价。**受益标的：厦门钨业、中钨高新、佳鑫国际资源。**

**钢铁：**我国已进入经济转型期，尽管建筑需求较弱，但制造业用钢及新兴领域用钢的增长，我们预计未来我国钢材需求将长期彰显韧性。此外，原料端伴随着FMG新矿区及西芒杜的投产，焦煤进口持续恢复，原料端供需格局趋于宽松，后续若钢铁供给可以持续压减，钢厂利润将明显改善。**受益标的：方大特钢、中信特钢、南钢股份、宝钢股份、久立特材。**

# 目录

## CONTENTS

- 1 工业金属：供给约束驱动铜价上行，电解铝红利属性逐步显现
- 2 贵金属：降息遇冷金价短期承压，看好央行购金长期支撑
- 3 能源金属：供应扰动频发，锂价走出底部
- 4 小金属钨：战略金属地位凸显，钨价创历史
- 5 黑色金属：制造业需求彰显韧性，钢厂利润企稳回升
- 6 盈利预测与投资建议
- 7 风险提示

- **铜**：产能释放节奏不及预期、矿石及铜精矿销售节奏不及预期、矿石品位超预期、矿石回收率超预期提升等。
- **铝**：国内需求不及预期；海外电解铝产能释放超预期。
- **锡**：缅甸复产超预期、全球半导体需求不及预期等。
- **黄金**：美联储继续加息，地缘政治风险。
- **能源金属**：新能源车需求不及预期、储能需求不及预期、海外锂矿项目进展不及预期、非正式立项项目资源流入过多。
- **钨**：钨价大幅波动；矿山品位下降超预期；制造业增速不及预期。
- **钢铁**：国内需求持续走弱；低效产能出清和行业集中提升不及预期。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的境内专业投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的境内专业投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮箱：research@kysec.cn

**深圳：**深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮箱：research@kysec.cn

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮箱：research@kysec.cn

**西安：**西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券