



有色金属行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：吴晋恺（执业 S1130526010001） 分析师：苏晨（执业 S1130522010001）

wujinkai@gjzq.com.cn

suchen@gjzq.com.cn

铜股何时修复：EPS 主导下的估值错杀，等待强涨价催化

投资逻辑：

定价方式切换：EPS 主导铜股定价，PE 压缩放大错杀

本轮铜股回调主要来自估值端错杀，盈利端与商品端尚未确认下行。过去十年有色股更多按 PE 定价，宏观、利率和风险偏好主导板块波动；2021 年以来资源企业盈利中枢抬升，铜板块进入 EPS 驱动阶段。当前市场仍沿用旧周期框架交易加息与风险偏好，导致铜板块 PE 被压至历史低位，但 EPS 较 2025 年末仍保持增长，股票下跌与盈利变化明显背离。

股票定价是否正确：当前铜股已经交易过度悲观情形

铜股已过度交易“铜价见顶+盈利下修+估值继续压缩”的悲观预期。历史复盘显示，铜股可以领先铜价见顶，但常规领先窗口约 40-100 天，中位数约 80 天；本轮铜股 1 月 29 日见顶后，铜价仍未确认进入下行周期，商品端和盈利预期均未系统性走弱，当前铜股下跌更接近权益端对宏观和风险偏好的超调。

定价错误何时修复：8-9 月是主要窗口，最晚不晚于 Q4

错杀修复窗口有望落在 8-9 月，最晚不晚于 Q4。历史 8 轮铜股错杀样本显示，低点到修复最快 7 天，典型区间约 36-55 天，多数在 1-2 个月内完成，最慢约 148 天。若铜价维持高位震荡或再度上台阶，市场对“铜价见顶、盈利下修”的担忧将逐步缓解，铜股估值修复基础已经具备。

修复催化：本轮催化将来自强涨价

本轮修复催化或来自强涨价。历史上铜股错杀后的修复分为风险偏好回补、商品企稳修复和强商品催化三类，其中强商品催化弹性最大。当前矿端扰动和资本开支不足约束供给，冶炼加工费维持低位，冶炼厂利润承压，库存持续消耗。若 Q4 冶炼厂库存见底并触发被动减产，铜价有望突破高位平台，推动铜股从估值修复升级为 EPS 上修与 PE 回补的共振行情。

投资建议

当前铜股处于“低 PE、高 EPS 韧性、商品未证伪”的组合阶段，市场仍按过去十年的宏观杀估值框架定价铜股，但本轮有色板块已经进入 EPS 驱动周期，铜板块盈利能力和资源价值重估尚未结束。我们判断，8-9 月有望成为铜股错杀修复的主要窗口，Q4 前后强涨价催化概率进一步上升。建议重点关注资源端权益铜产量高、成本优势突出、业绩对铜价敏感度高、估值处于低位的铜资源企业。

风险提示

美联储加息或流动性收紧超预期；全球制造业需求低于预期；铜价大幅下跌；矿端供给恢复超预期；冶炼端减产不及预期；库存去化慢于预期；测算假设与实际存在偏差。



内容目录

一、定价范式切换：EPS 主导铜股定价，PE 压缩放大错杀.....	3
二、股票定价是否正确：当前铜股已经交易过度悲观情形.....	3
三、定价错误何时修复：8-9 月是主要窗口，最晚或不晚于 Q4.....	4
四、修复催化：本轮催化将来自强涨价.....	6
投资建议.....	7
风险提示.....	7

图表目录

图表 1：2021 年以来铜指数中枢抬升.....	3
图表 2：2026 年 EPS 保持增长的同时 PE 下杀.....	3
图表 3：2026 年 1 月起的本轮铜股见顶领先时间处于较长区间.....	4
图表 4：截至 2026 年 6 月 30 日，本轮铜股见顶领先时间已有 152 天.....	4
图表 5：从铜股低点到修复，多数在 1-2 个月内完成.....	4
图表 6：低点市值-24.7%/铜-1.7%，修复 140 天.....	5
图表 7：低点市值-21.2%/铜 2.1%，修复 148 天.....	5
图表 8：低点市值-19.8%/铜-4.9%，修复 55 天.....	5
图表 9：低点市值-15.0%/铜 2.1%，修复 13 天.....	5
图表 10：低点市值-24.2%/铜 0.8%，修复 60 天.....	6
图表 11：低点市值-10.3%/铜 0.9%，修复 7 天.....	6
图表 12：低点市值-15.2%/铜-3.4%，修复 11 天.....	6
图表 13：低点市值-14.1%/铜 0.0%，修复 36 天.....	6
图表 14：国内铜矿库存天数 40.8 天.....	7
图表 15：国内粗铜库存天数 19.4 天.....	7



一、定价范式切换：EPS 主导铜股定价，PE 压缩放大错杀

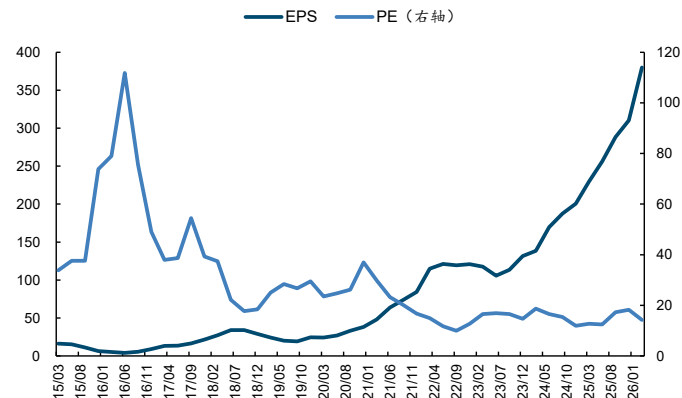
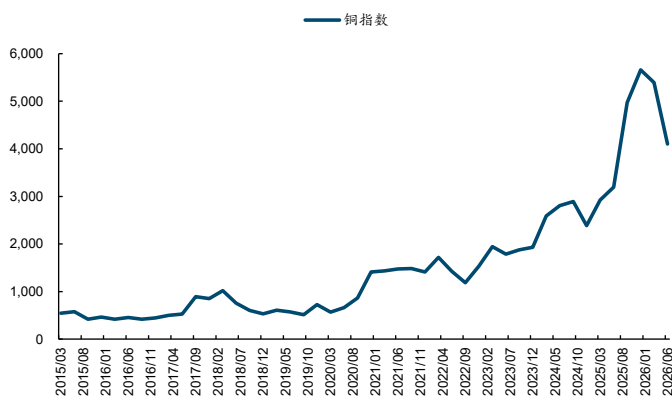
过去十年，有色股的核心定价变量更多来自 PE。2015-2020 年资源企业盈利释放不稳定，EPS 对股价的解释力不足，市场更多通过宏观、利率、美元和风险偏好给有色股票定价。每一轮加息预期升温或权益风险偏好下降，资源股往往率先杀估值，形成“宏观压 PE-股价下跌-商品后确认”的交易路径。

2021 年以来，有色板块的定价逻辑已经切换。资源约束、资本开支不足、矿端供给瓶颈和能源转型需求共同推动资源企业盈利中枢抬升，EPS 成为板块收益的主要来源。铜板块的表现尤其典型：板块指数上涨的同时 PE 持续压缩，说明股价上涨主要由盈利增长贡献，估值并未形成泡沫。

当前市场仍按旧周期框架交易加息和风险偏好，导致 PE 被压至历史底部。6 月 30 日铜板块 PE 降至 14.19 倍，历史分位仅 15.6%；与此同时，铜板块 EPS 较 2025 年末仍增长 22.5%。这意味着当前股价下跌并未对应盈利恶化，主要是估值端单边收缩。对于一个 EPS 仍在扩张、商品价格尚未破位的板块，继续用过去十年的 PE 杀估值逻辑定价，容易低估本轮铜股的盈利韧性和修复弹性。

图表1：2021 年以来铜指数中枢抬升

图表2：2026 年 EPS 保持增长的同时 PE 下杀



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

二、股票定价是否正确：当前铜股已经交易过度悲观情形

当前铜股价格隐含了三个假设：第一，铜价已经见顶；第二，铜资源企业 EPS 将被系统性下修；第三，加息和风险偏好压力会继续压低估值。我们认为，至少前两个假设尚未得到验证。

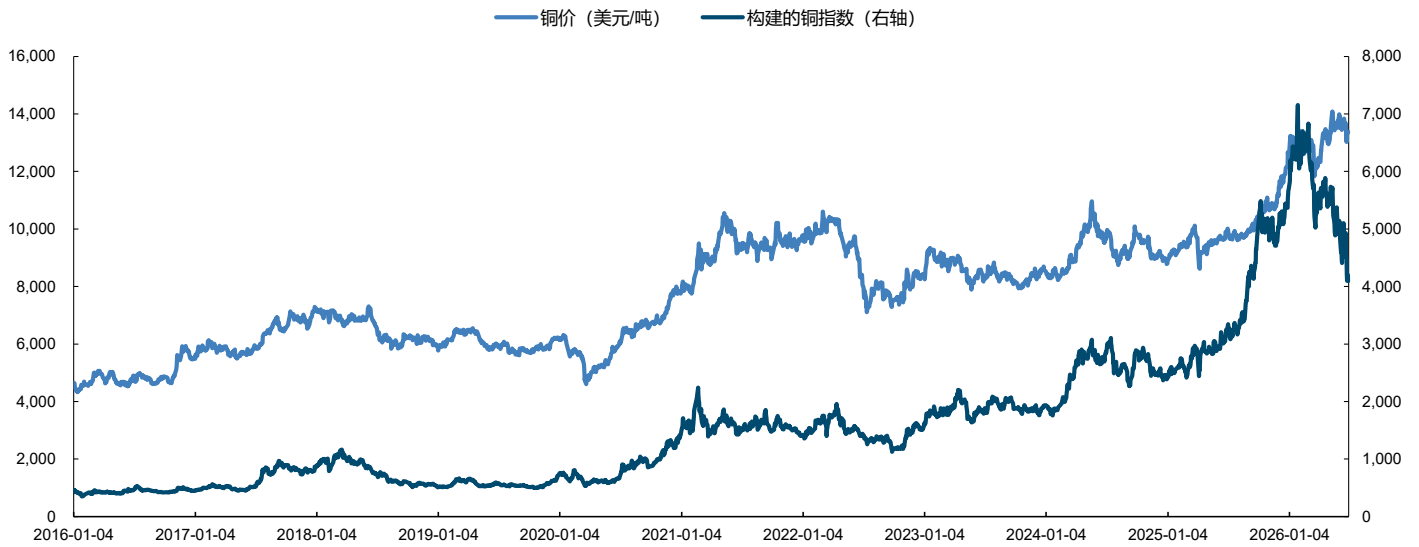
从商品端看，铜价尚未确认进入下行周期。价格形态仍处于高位区间，矿端供给扰动、冶炼加工费低位、冶炼利润承压、美国补库和全球库存结构变化仍在支撑铜价中枢。若商品端没有同步破位，股票端的持续下跌更应理解为估值和风险偏好的超调。

从历史复盘看，铜股领先铜价见顶具有一定规律，但领先幅度不会无限拉长。过往几轮顶部中，铜股领先铜价的常规区间约 40-100 天，中位数约 80 天。2018 年大级别顶部和 2021 年第一轮顶部分别是典型领先案例，核心背景是权益端提前杀估值，而商品端随后才确认下行。当前本轮铜股已于 1 月 29 日见顶，若以 5 月 13 日作为铜价阶段高点，领先时间已经处于历史偏长区间；若后续铜价继续高位震荡或再创新高，当前股票下跌就更难被解释为对商品周期见顶的正确提前反映。

更严格地看，历史上真正“跌对”的窗口并不多。只有当铜股先跌、随后铜价在股票修复前完成补跌，才能说明股票提前定价了商品下行。复盘显示，这类完成样本数量较少，且修复周期明显更长。本轮到目前为止，商品端仍未确认下行，盈利预期也没有系统性下修，因此当前铜股定价更接近错杀，而非周期顶部确认。



图表3: 2026年1月起的本轮铜股见顶领先时间处于较长区间



来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: 截至2026年6月30日, 本轮铜股见顶领先时间已有152天

轮次	铜股见顶	铜价见顶	铜股领先铜价	领先天数	交易日	备注
2016 小波段	2016-03-07	2016-03-17	+10 天	10	8	小级别领先
2017 小波段	2017-02-23	2017-02-13	-10 天	-10	-8	铜股滞后
2018 大级别顶部	2018-03-19	2018-06-08	+81 天	81	55	典型领先
2019 小波段	2019-03-07	2019-04-17	+41 天	41	28	领先约 1 个半月
2020 疫情冲击	2020-02-17	2020-01-14	-34 天	-34	-18	外生冲击, 铜股滞后
2021 第一轮顶部	2021-02-22	2021-05-11	+78 天	78	52	典型领先
2021-2022 终极铜价顶	2021-02-22	2022-03-04	+375 天	375	251	特殊: 铜价高位平台/双顶
2024 顶部	2024-07-16	2024-05-20	-57 天	-57	-40	铜股滞后
2026 当前	2026-01-29	尚未确认	+152 天	150	105	当前尚未确认是最终铜价顶

来源: Wind, 国金证券研究所

三、定价错误何时修复: 8-9 月是主要窗口, 最晚或不晚于 Q4

错杀修复并非取决于铜股跌幅本身, 而取决于商品端是否继续证伪下跌逻辑。历史 8 轮铜股错杀样本显示, 从铜股低点到修复, 最快仅 7 天, 典型区间约 36-55 天, 多数在 1-2 个月内完成, 最慢约 148 天。换言之, 若商品端不确认下跌, 铜股超额回撤通常会在较短时间内修复。

图表5: 从铜股低点到修复, 多数在 1-2 个月内完成

轮次	铜股起跌高点	铜股见底	铜股修复	铜股最大跌幅	同期铜价涨跌	修复天数
1	2016-01-06	2016-01-28	2016-06-16	-24.7%	-1.7%	140
2	2016-07-11	2016-09-26	2017-02-21	-21.2%	2.1%	148
3	2017-02-23	2017-05-12	2017-07-06	-19.8%	-4.9%	55
4	2017-08-03	2017-08-18	2017-08-31	-15.0%	2.1%	13
5	2017-09-11	2017-11-17	2018-01-16	-24.2%	0.8%	60
6	2020-12-01	2020-12-11	2020-12-18	-10.3%	0.9%	7
7	2021-01-08	2021-01-29	2021-02-09	-15.2%	-3.4%	11
8	2025-10-09	2025-11-24	2025-12-30	-14.1%	0.0%	36

来源: Wind, 国金证券研究所



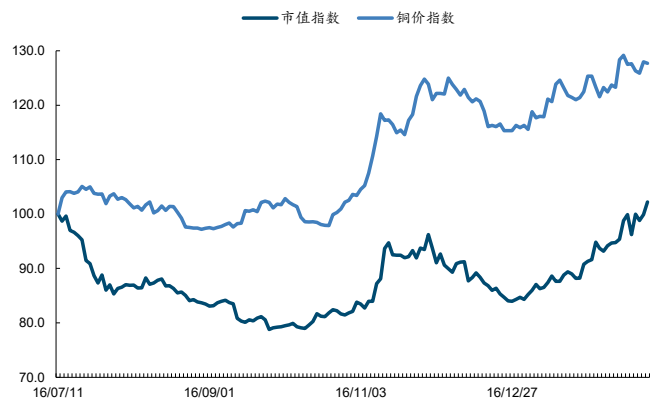
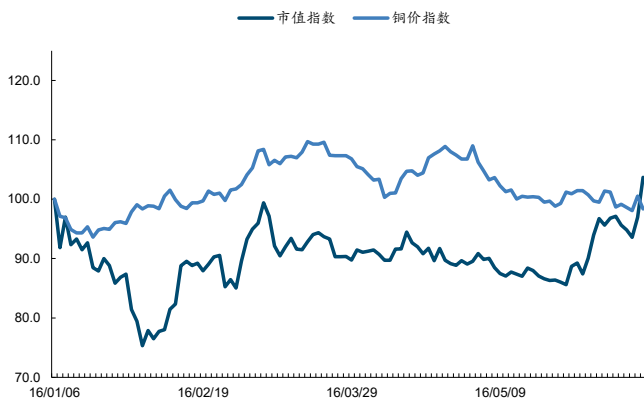
按当前节奏推演，若6月底至7月初形成本轮情绪和估值低点，快速修复窗口在7月，正常修复窗口在7-8月，考虑本轮加息预期、权益风险偏好和交易拥挤度扰动，8-9月更可能成为主要修复窗口。若宏观分歧延续，修复可延后至9-10月；参照历史最慢样本，Q4前后应看到方向性修复。

修复路径大致分三步：第一，估值底部钝化。铜板块PE已接近历史极低分位，继续杀PE的边际空间明显下降。第二，商品端确认。铜价只要维持高位，市场对“铜价见顶、盈利下修”的担忧就会逐步减弱；若铜价进一步上行，修复将从估值回补升级为盈利重估。第三，资金回补资源股。低PE、高EPS弹性、商品价格强势的组合将吸引资金重新回到铜资源板块。

若后续铜价同步破位、库存持续累积、需求数据明显走弱，则修复判断需要延后；若铜价维持高位震荡或再度上台阶，铜股当前估值水平已经具备修复基础。

图表6：低点市值-24.7%/铜-1.7%，修复140天

图表7：低点市值-21.2%/铜2.1%，修复148天



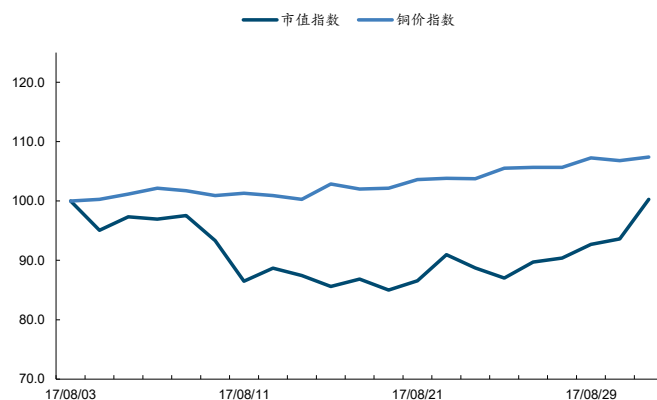
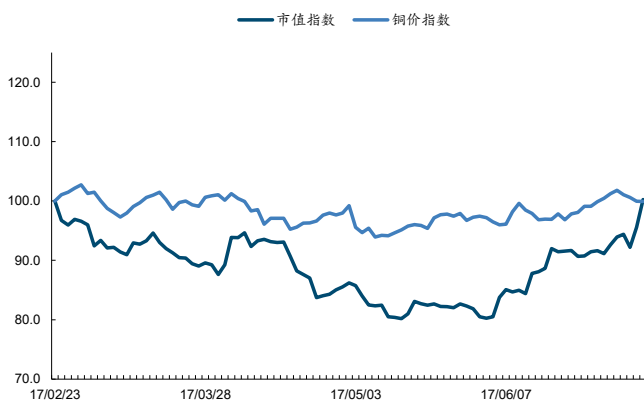
来源：Wind，国金证券研究所；注：复盘均以区间起始日=100进行标准化处理，

来源：Wind，国金证券研究所

下同

图表8：低点市值-19.8%/铜-4.9%，修复55天

图表9：低点市值-15.0%/铜2.1%，修复13天

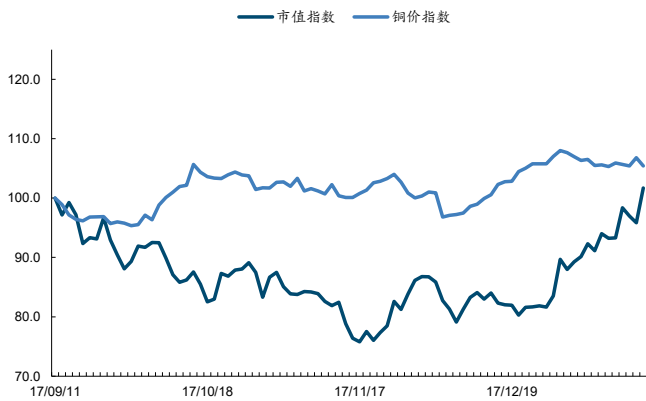


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

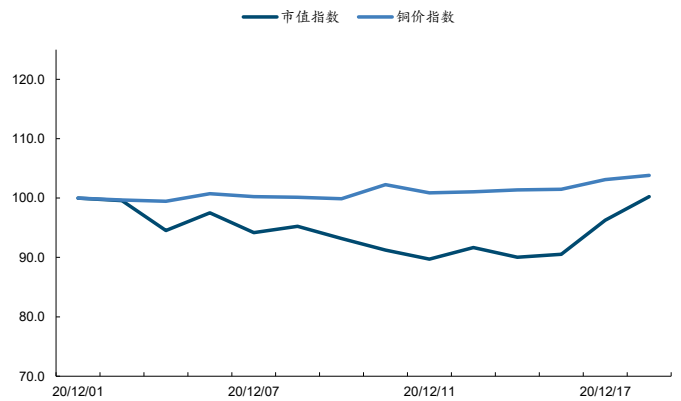


图表10: 低点市值-24.2%/铜 0.8%，修复 60 天



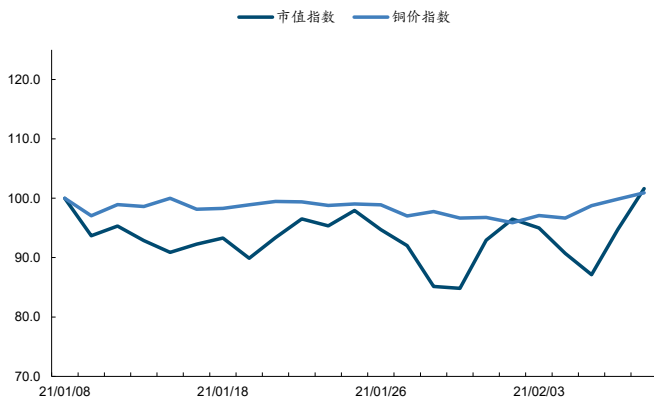
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 低点市值-10.3%/铜 0.9%，修复 7 天



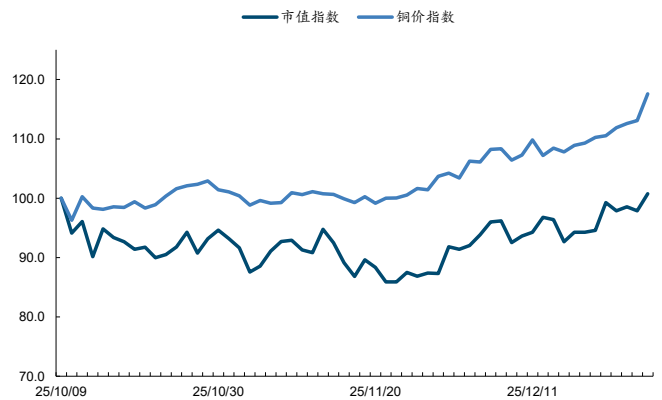
来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 低点市值-15.2%/铜-3.4%，修复 11 天



来源: Wind, 国金证券研究所

图表13: 低点市值-14.1%/铜 0.0%，修复 36 天



来源: Wind, 国金证券研究所

四、修复催化: 本轮催化将来自强涨价

历史上,铜股错杀后的修复可以分为三类。第一类是偏股票端修复,主要来自流动性冲击解除和风险偏好回补,商品价格表现相对平稳。第二类是商品企稳+估值修复,铜价小幅回升或高位未破,股票端补回前期过度折价。第三类是强商品催化,铜价低点后明显上涨,股票修复主要来自盈利预期重估。

强商品催化的弹性最大。复盘样本中,第2轮和第8轮属于典型强商品催化,低点后铜价分别上涨约26.3%和17.0%,铜股修复不只是估值回补,更是铜价上台阶后EPS被系统性上修。资源股的利润弹性通常大于铜价涨幅,叠加低估值环境下PE回补,股价弹性会显著放大。

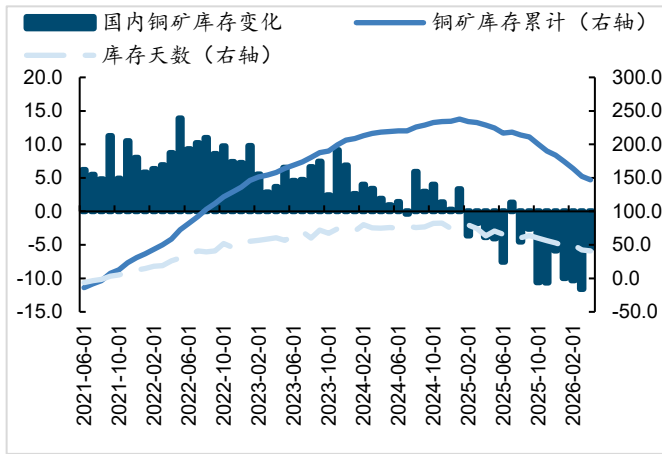
我们认为,本轮更接近强涨价催化。矿端扰动和资本开支不足仍在约束供给,冶炼端加工费维持低位,冶炼厂利润承压,产业库存持续消耗。冶炼厂库存或有望在Q4见底,届时冶炼厂被动减产概率上升,供给约束将从矿端进一步传导至金属端。若现货升水改善、交易所库存下降、冶炼端减产兑现,铜价有望突破高位平台,强商品价格信号将成为铜股修复的核心催化。

当前铜矿库存天数40.8天,库存量146.8万吨,4月单月去库5.4万吨,同时下半年铜供给还要继续收缩,进口铜还会下降,今年下半年铜冶炼减产概率大幅提升,一旦减产,铜价或迎来强突破,届时股票端估值将有强修复。当前粗铜库存相对稳定,库存天数维持在20天左右,原料的供需矛盾集中在铜矿环节。

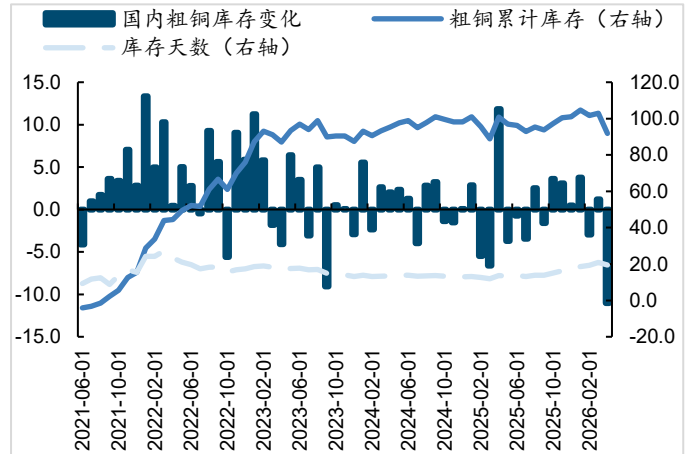
若年底冶炼如期减产,铜价突破2万美金,届时股票估值修复叠加EPS上行,铜股票将迎较大空间。强涨价对铜股的意义在于三点:第一,直接证伪“铜价见顶”逻辑;第二,推动铜资源企业EPS上修;第三,在PE历史底部位置触发估值回补。当前铜股已经充分交易估值压缩,若后续铜价突破高位,股票弹性将体现为EPS上修与PE修复的乘数效应,修复空间将显著高于一般风险偏好回补行情。



图表14: 国内铜矿库存天数 40.8 天



图表15: 国内粗铜库存天数 19.4 天



来源: SMM、国金证券研究所

来源: SMM、国金证券研究所

投资建议

当前铜股处于“低 PE、高 EPS 韧性、商品未证伪”的组合阶段。市场按过去十年的宏观杀估值框架定价铜股，但本轮有色板块已经进入 EPS 驱动周期，铜板块盈利能力和资源价值重估尚未结束。我们判断，8-9 月有望成为铜股错杀修复的主要窗口，Q4 前后强涨价催化概率进一步上升。建议重点关注资源端权益铜产量高、成本优势突出、业绩对铜价敏感度高、估值处于低位的铜资源企业。

风险提示

美联储加息或流动性收紧超预期；全球制造业需求低于预期；铜价大幅下跌；矿端供给恢复超预期；冶炼端减产不及预期；库存去化慢于预期；测算假设与实际情况存在偏差。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
 电话: 021-80234211
 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
 邮编: 201204
 地址: 上海浦东新区芳甸路1088号
 紫竹国际大厦5楼

北京
 电话: 010-85950438
 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
 邮编: 100005
 地址: 北京市东城区建内大街26号
 新闻大厦8层南侧

深圳
 电话: 0755-86695353
 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
 邮编: 518000
 地址: 深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
 18楼1806



**【小程序】
 国金证券研究服务**



**【公众号】
 国金证券研究**