



# 势如破竹确立新周期，行业景气将继续上行

## —— 有色金属行业 2026 年年度策略

有色金属行业分析师：华立、阎予露、孙雪琪



# 势如破竹确立新周期，行业景气将继续上行

## —— 有色金属行业 2026 年年度策略

2025 年 11 月 23 日

### 核心观点

- 行业 2025 年回顾与 2026 年展望：**2024 年行业触底企稳后，2025 年中美达成日内瓦协议宏观预期的修复，美国加征关税、中国反制措施及其他资源国矿产资源管制等政策下的供应链扰动、美联储降息周期中的流动性宽松，使有色金属价格与行业业绩增速持续提升，确立了有色金属行业进入新一轮上行周期。2026 年上述逻辑有望继续推动有色金属商品价格上涨与提升有色金属企业的盈利能力，延续有色金属行业的景气上行行情。
- 贵金属：黄金牛市有望延续。**美联储继续降息与可能开启扩表，流动性边际宽松将带动全球黄金 ETF 基金持续购金，推升金价。美国债务的加速增长与美联储“独立性”或将动摇使美国信用问题加剧，全球“去美元”开始实质化启动，全球央行与全球私人投资机构或将增加黄金购买量以提升资产组合中黄金的配置比例，将成为黄金中期上涨逻辑。
- 工业金属：铜矿供给叙事延续，长周期景气向上不改。**铜矿生产扰动常态化对有效供给形成约束，且未来全球铜矿新投产项目有限，而冶炼产能集中释放，矿端紧缺难以改变。需求端，宏观暖风下，传统领域铜消费需求边际下行压力减轻，同时新能源转型与数据中心用铜带来需求的结构性亮点。供需格局向好，叠加美联储在四季度持续的降息与可能的停止缩表并开始扩表有望提升市场流动性，多重因素共振下铜价中枢将不断上移。
- 能源金属：看好刚果（金）政策调控下的钴价向上弹性。**主导全球钴供应的刚果（金）开始实行年度出口配额管理制度，印尼 MHP 项目虽放量但增量难以填补，全球钴原料供给缺口逐步显现，国内产业链库存有望加速去化。新能源汽车高端化和消费电子复苏，叠加美国等国家军工与战略储备需求增加，2025-2026 年供需平衡表缺口或逐步扩大，钴价上行趋势明确。
- 稀有金属：稀土战略价值提升，供需格局向好。**万物电驱时代，稀土永磁新能源等传统需求长期稳定增长，人形机器人与低空经济等新型需求即将发力。国内稀土供给管控进一步强化，政策落地行业集中度再提升，出口管控强化国内稀土产业链全球垄断地位，稀土价格有望稳步上行，稀土磁材企业盈利能力明显改善。稀土反制作用有效性凸显，战略价值抬升拉动稀土行业估值提升。
- 投资建议：**1) 美联储继续降息推动全球黄金 ETF 基金购金，美国债务信用问题加剧将使全球央行与投资者提升黄金在资产组合中的配置比例，利于金价中期上涨，推荐中金黄金；2) 铜矿紧缺无法缓解，中美贸易战缓和下宏观预期改善、美联储降息流动性充裕、与 AI 数据中心大规模建设带来新需求增量，铜价有望持续上涨，推荐紫金矿业、洛阳钼业；3) 刚果（金）施行出口配额政策限制全球钴资源供应，国内钴库存消耗殆尽面临实质性，钴价上涨弹性释放，推荐华友钴业；4) 国内政策收紧供应与出口改变行业格局，需求稳步增长，稀土价格企稳回升，企业盈利能力大幅改善，反制措施提升战略地位与行业估值的稀土永磁板块，推荐北方稀土。
- 风险提示：**美联储降息不及预期的风险；国内经济复苏不及预期的风险；有色金属下游需求不及预期的风险；有色金属价格大幅下跌的风险；中美关税贸易战强于预期的风险。

### 有色金属行业

**推荐** 维持评级

### 分析师

华立

☎：021-20252629

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

阎予露

☎：010-80927659

✉：yanyulu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：s0130522040004

孙雪琪

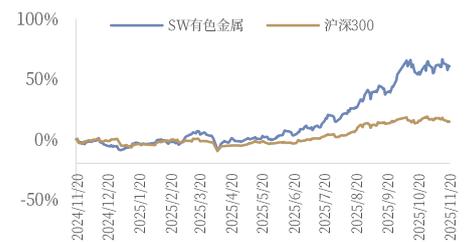
☎：021-20252048

✉：sunxueqi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525040002

### 相对沪深 300 表现图

2025-11-21



### 相关研究

【银河有色】行业周报\_美政府重启，流动性边际改善有望提振金属价格 20251116

【银河有色】有色金属行业 2025 年三季度业绩回顾：全面爆发，加速增长

【银河有色】行业周报\_中美贸易和谈判好出口，国内碳酸锂加速去库 20251102

**重点公司盈利预测与估值**

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
601899.SH	紫金矿业	1.95	2.56	2.83	15	11	10	推荐
603993.SH	洛阳钼业	0.91	1.10	1.17	17	14	13	推荐
600489.SH	中金黄金	1.10	1.62	1.77	19	13	12	推荐
603799.SH	华友钴业	3.47	4.02	4.71	19	16	14	推荐
600111.SH	北方稀土	0.58	0.87	1.07	79	53	43	推荐

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

# 目录

## Catalog

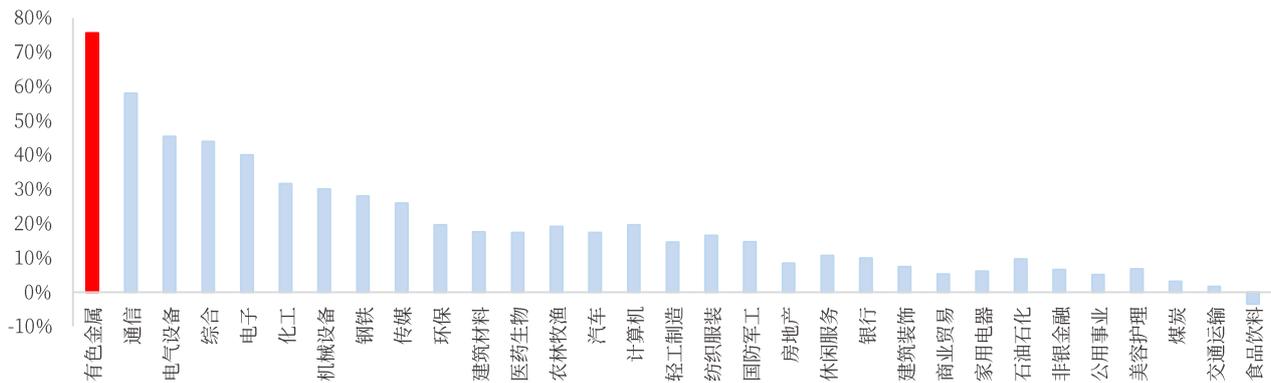
<b>一、 行业进入新上行周期 .....</b>	<b>5</b>
(一) 景气加速向上，行业全面爆发.....	5
(二) 行业景气有望得到延续.....	8
<b>二、 贵金属：百年变局，黄金中期牛市可期 .....</b>	<b>10</b>
(一) 多重共振，金价牛市持续创出历史新高 .....	10
(二) 流动性的边际宽松仍将助推金价.....	11
(三) 美国信用风险驱动央行购金与黄金投资配置增加 .....	13
(四) A 股黄金板块存在估值修复的投资机会 .....	18
<b>三、 工业金属：供给叙事延续，铜长周期景气向上不改 .....</b>	<b>19</b>
(一) 矿端供给约束较强，为铜价提供支撑 .....	19
(二) 需求具备韧性，新兴领域结构性亮点依旧 .....	22
(三) 看好铜板块的长期配置价值 .....	26
<b>四、 能源金属：原料缺口逐步显化，钴价涨势有望延续 .....</b>	<b>29</b>
(一) 刚果（金）限制出口引发供给收缩，产业链库存加速去化 .....	29
(二) 锂电池需求稳步增长，供需平衡表逆转抬高钴中长期价格中枢 .....	32
<b>五、 稀有金属：稀土战略价值提升，供需格局向好 .....</b>	<b>36</b>
(一) 2025 年回顾：守得云开见月明.....	36
(二) 贸易战背景下稀土战略价值凸显 .....	37
(三) 供给增速边际放缓，压力显著缓解.....	39
(四) 需求稳定增长，供需格局向好 .....	43
<b>六、 投资建议.....</b>	<b>46</b>
<b>七、 风险提示.....</b>	<b>47</b>

# 一、行业进入新上行周期

## (一) 景气加速向上，行业全面爆发

截至到11月18日收盘，A股有色金属行业指数2025年年初至今上涨75.63%，而同期上证指数上涨17.75%，沪深300指数上涨16.60%。相对来看，A股有色金属行业指数在2025年确立新一轮上行周期，尤其是在二、三季度基本呈现单边上涨行情，最终全年大幅跑赢大盘57.88个百分点。在SW31个一级行业中，A股有色金属行业指数2025年年初至今涨幅排名第1位。从细分子行业的视角看，2025年A股有色金属行业二级子行业全面走强，贵金属、工业金属、小金属、能源金属、金属新材料板块分别上涨72.53%、73.34%、78.06%、102%、41.75%；在三级子行业中，钴、白银、稀土、锂板块表现最为突出，分别上涨130.03%、109.88%、105.37%、109.67%，其他铜、锡、铅锌、黄金、铝、其他小金属、磁性材料、其他金属新材料板块分别上涨86.59%、81.09%、75.78%、72.00%、50.25%、56.71%、44.16%、38.51%。

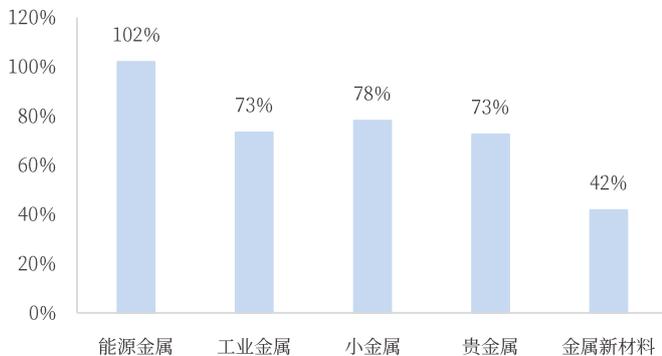
图1：A股一级行业指数2025年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：截止2025年11月18日

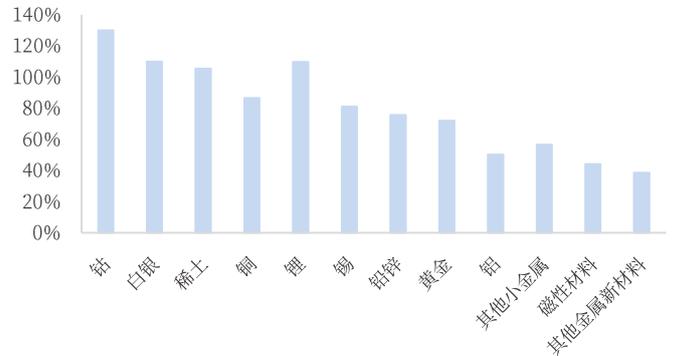
图2：A股有色金属二级子行业指数2025年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：截止2025年11月18日

图3：A股有色金属三级子行业指数2025年初至今涨跌幅



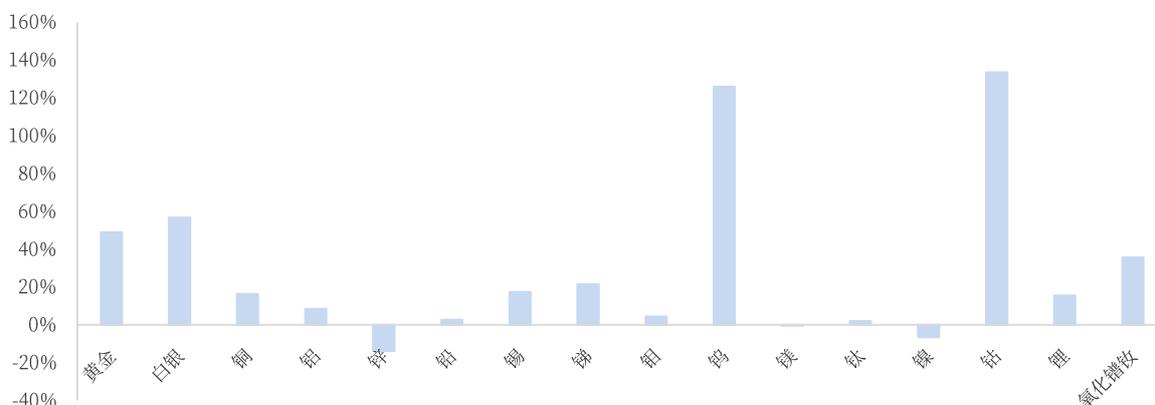
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：截止2025年11月18日

2025 年 A 股有色金属行业指数在行业基本面向好的基础上，受市场牛市氛围放大了宏观、政策与流动性预期的边际利好，呈现行业内各主要子板块均有强势表现的整体性上涨行情。2025 年初，去年底国内发展重心转向稳增长下，一系列增量经济政策出台与落实的作用逐渐显现，我国 2025Q1 GDP 增速达到 5.4%，超出市场预期；叠加美联储进入降息周期后所释放的流动性，以及美国加征关税预期下的供应链扰动，驱动有色金属商品价格在一季度持续上涨，带动 A 股有色金属行业指数上行。但在 2025 年 4 月美国对等关税超预期，市场对加征关税影响宏观经济的悲观预期，重创有色金属商品价格与有色金属行业指数，仅避险资产黄金与黄金股逆势大涨。而在 2025 年 5 月中美关税谈判达成日内瓦协议后，市场宏观预期改善，带动有色金属商品价格与有色金属行业指数修复回升；其中我国对一些战略金属的加强管控收缩供应以反制美国加征关税，造成以稀土为代表的稀有金属价格与其板块指数表现更为突出。2025 年下半年，宏观预期继续修复、美联储重启降息的预期与主要金属品种矿端供应的不稳定，继续推升有色金属价格与行业指数上行。此外，国内“反内卷”政策的出台，与海外主要矿产国的出口禁令，使上半年涨幅落后的能源金属在下半年也进入到主涨趋势中。2025 年上半年 A 股有色金属行业以黄金板块突出的结构性行情带动其他有色金属品种跟涨，到下半年各金属品种与板块的全面开花，最终形成了有色金属行业整体性的大幅上涨。

而从细分子行业看，因不同有色金属品种对宏观、流动性、政策预期反应的差异，以及各自所对应的行业基本面情况，2025 年有色金属各品种表现出较大分化，但主流金属品种普遍表现较高。2025 年至今钴、锂等能源金属，黄金、白银等贵金属，稀土、铈、钨、锡等小金属与稀有金属，铜、铝等工业金属的金属价格涨幅相对较好；而锌、镁、镍等金属品种的价格表现较差。这与 2025 年 A 股有色金属各子行业指数表现较为一致。

图4：2025 年初至今有色金属各品种商品价格涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：截止 2025 年 11 月 18 日

尽管 2025 年 A 股有色金属行业指数大幅上涨，但目前 A 股有色金属行业无论是相对于大盘的估值，还是与自身的历史估值相比，仍处于较为安全的水平。从与大盘估值对比来看，截至 11 月 18 日，A 股有色金属行业 TTM 市盈率为 23.21x，A 股有色金属行业相对于全体 A 股的估值溢价率 34.39%，较 2015 年以来的历史平均水平低 70.73 个百分点。从 A 股有色金属行业的历史估值的纵向比较来看，假若以有色金属行业整体 2025 年三季报业绩乘以 4/3，乐观预计全年业绩，则目前有色金属行业整体的市盈率为 22.16x，显著低于 2015 年以来市盈率 35.30x，且市盈率处于近 10 年历史 31.7% 的估值分位。子行业中，除去稀土、磁性材料、锂、钨、其他稀有金属与其他金属新材料板块外，其余有色金属子行业市盈率均处于近 10 年历史的较低估值分位处。

图5: A股有色金属行业估值及相对于全体A股的估值溢价



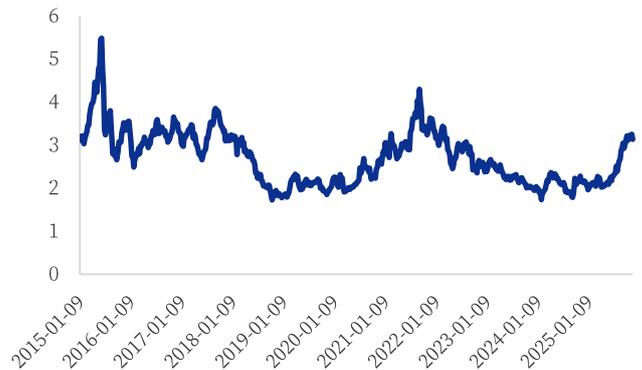
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: A股有色金属行业 PE 估值



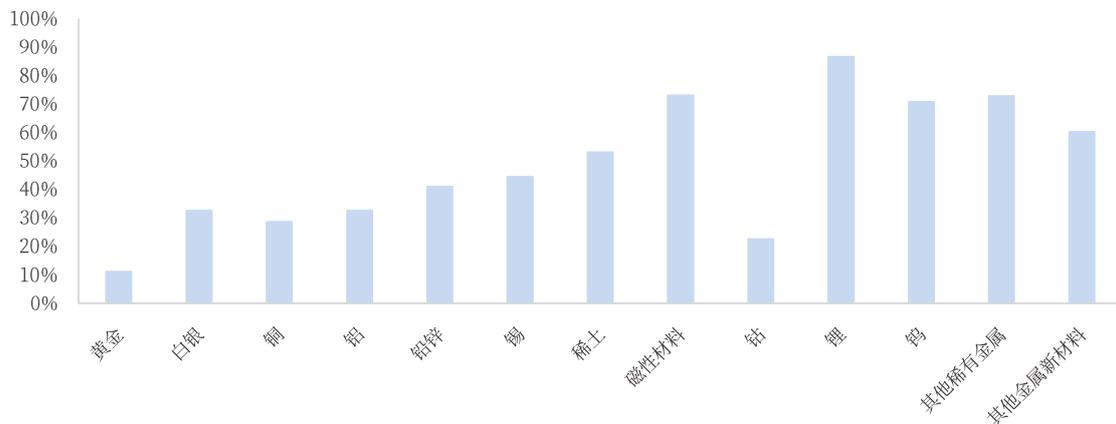
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: A股有色金属行业 PB 估值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 2025年年底A股有色金属子行业PE估值近10年历史分位点



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 行业景气有望得到延续

2024 年美联储从加息转为降息周期，国内政策重心转为稳增长加强超常规逆周期调节以加快经济复苏，这两个重大宏观逻辑的重大转变使有色金属行业景气度摆脱了自 2022 年以来的下行趋势，实现了触底反弹。而 2025 年中美达成日内瓦协议后宏观预期的修复，美国加征关税、中国反制措施及其他资源国矿产资源管制等政策下的供应链扰动、美联储降息周期中的流动性宽松，使有色金属商品价格与行业业绩增速持续提升，确立了有色金属行业进入新一轮上行周期。本轮有色金属行业景气上行主要以有色金属价格的上涨与有色金属企业盈利能力的增强为主导，2026 年美联储在流动性上的边际宽松、中美经贸谈判达成重要协议后的经济修复以及百年变局下的全球有色金属行业供应链重塑有望继续推动有色金属价格与有色金属企业的盈利能力提升，延续有色金属行业的景气上行行情。目前估值处于较安全水平的 A 股有色金属行业在行业业绩带动下有望继续上行。

图9：2025 年有色金属商品价格稳步上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

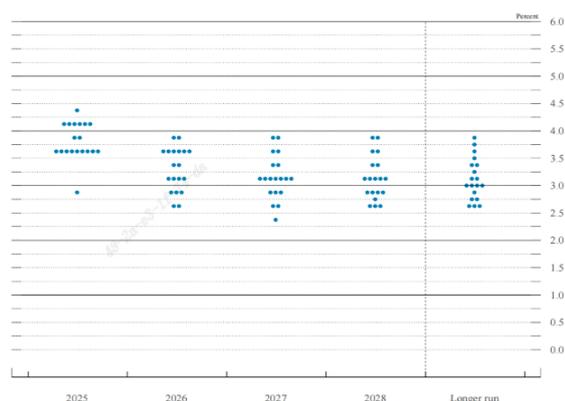
图10：A 股有色金属行业业绩增速企稳向上



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

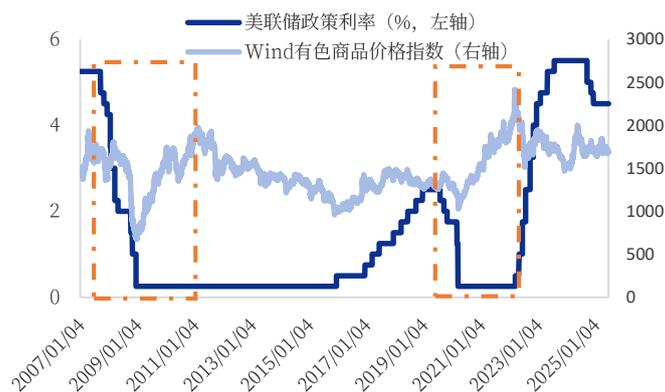
美联储继续降息，且或将从缩表转为扩表，流动性边际宽松的盛宴有望推动有色金属商品价格上涨。美联储在 2025 年 9 月议息会议上重新开启降息周期降息 25 个基点，并在 10 月继续降息 25 个基点，美联储 9 月议息会议后的点阵图显示，美联储预计 2026 年仍将继续降息。而 2026 年 5 月现任美联储主席鲍威尔任期到期，在换上特朗普政府选择聘用的新任主席后，特朗普政府对美联储的掌控力将大幅增强，这或将加大美联储的降息幅度。此外，美联储已宣布将在 2025 年 12 月停止长达三年半的缩表。2025 年 11 月美联储准备金余额已降至 2.88 万亿美元，创下 5 年来的新低，接近市场认定的流动性充足阈值（2.5 万亿-3 万亿美元），逼近准备金警戒线与 2019 年“钱荒”前的水平。美国银行隔夜利率持续攀升，有效联邦基金利率（EFFR）与担保隔夜融资利率（SOFR）近期显著走高，SOFR 一度突破目标区间上限 20-30bp，反映美国银行间流动性趋紧。在美国金融体系流动性指标降至危险水平的情况下，美联储或将在 2026 年被迫重新扩张其资产负债表，启动新一轮“量化宽松”。美联储的降息与扩表，将为市场提供美元流动性的边际宽松，充裕流动性与货币信用的贬值将变相增加有色金属商品价值，支撑有色金属商品价格上涨与有色金属行业景气度的上行。

图11: 美联储 2025 年 9 月议息会议点阵图



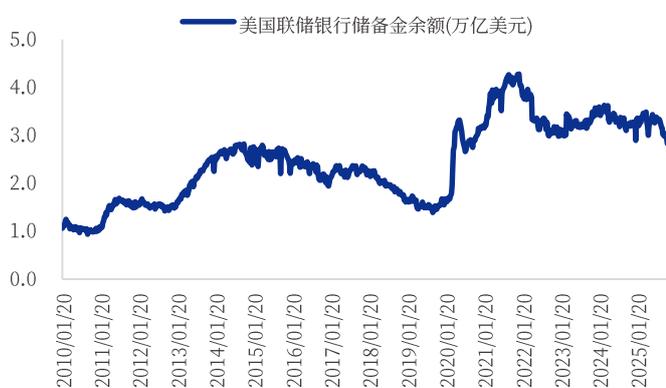
资料来源: 美联储, 中国银河证券研究院

图12: 美联储降息周期中有利于有色金属商品价格实现反转上涨



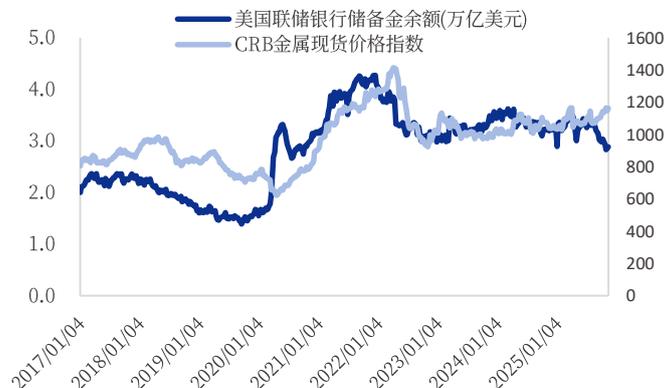
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 美联储储备金余额已降至近 5 年的新低



资料来源: 美联储, 中国银河证券研究院

图14: 美联储扩表所提供的流动性有望支撑金属价格上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

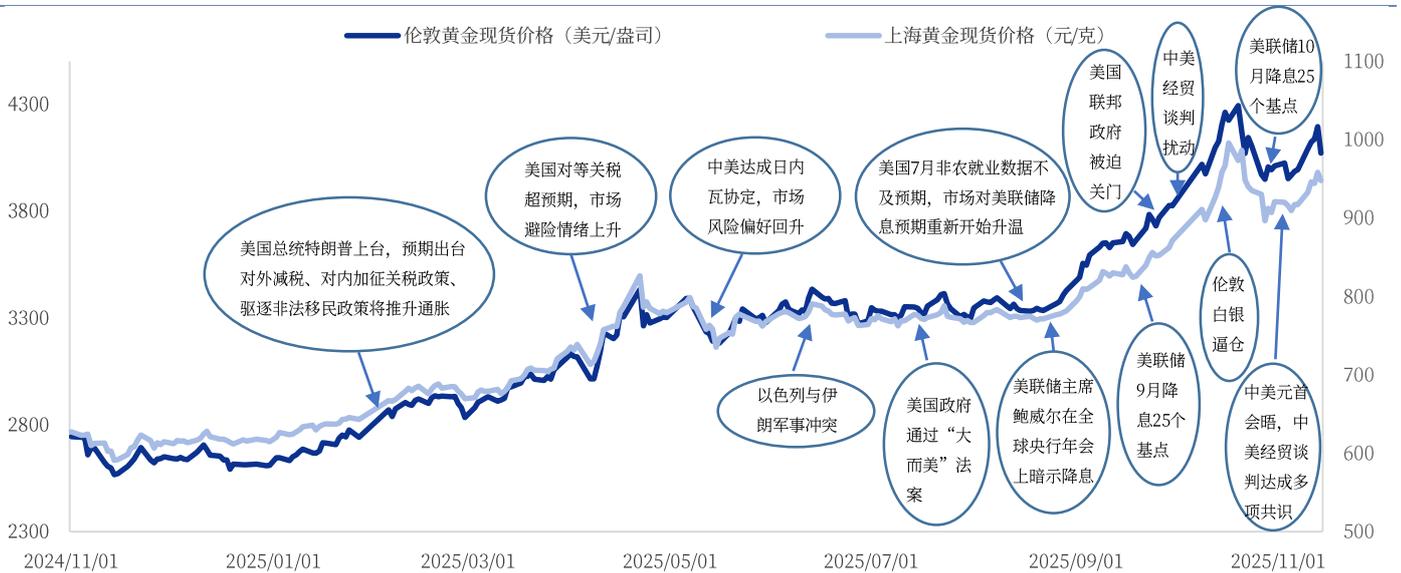
中美两国元首韩国釜山会晤, 中美吉隆坡经贸会谈达成多项重要共识。中美贸易关系由 2025 年的紧张走向 2026 年的缓和, 有助于宏观预期与市场风险偏好的修复, 全球经济复苏节奏有望加快, 利于有色金属商品价格与有色金属行业指数的上行。此外, 世界百年未有之大变局、逆全球化与地缘冲突频繁的背景下, 有色矿产资源已成为国家的核心竞争力之一, 美国对进口铜铝制品加征关税, 中国、刚果(金)等对稀有金属进行出口管制, 几内亚、印尼等资源国对当地资源开发加强管控。这一方面扰动了原有的全球有色金属供应体系, 造成了结构性的紧缺, 且资源国对外资进入当地资源开发的限制也将提升远期的供应紧缺预期, 从供需的维度推升价格。另一方面在现有供应体系受阻后, 其他国家必将去核心化, 建立新的有色金属供应链, 如美国推动组建 G7 关键矿产联盟, 西方国家建立独立稀土供应量, 而这将使有色金属资源的成本曲线更为陡峭化, 从成本的维度推升价格, 最终提升有色金属企业盈利能力, 推动有色金属行业指数上行。

## 二、贵金属：百年变局，黄金中期牛市可期

### (一) 多重共振，金价牛市持续创出历史新高

**黄金维持强势，多重利好齐聚助推 2025 年金价上涨超 50%。**2025 年在美国总统特朗普正式上台后，其施行的对外加征关税，对内减税与驱逐非法移民等一系列政策，加大了美国政策的不确定性与全球经济失速的风险，驱使资金加大了对避险资产黄金的配置，推动金价从 2025 年初的 2624 美元/盎司持续上涨至 2025Q1 末突破 3100 美元/盎司。尤其 2025 年 4 月初美国对等关税超预期，市场对全球贸易战下经济衰退的担忧，恐慌与避险情绪大幅上行，刺激金价进一步冲高至 3500 美元/盎司创下历史新高；而后在 5 月中美经贸谈判达成日内瓦协定后，中美关税贸易战风险逐步褪去，市场风险偏好修复，金价从高点回落但仍在 5-8 月维持在 3300 美元/盎司的中枢。2025 年 8 月美国就业市场出现走弱迹象，且美联储主席在全球央行年会上表态通胀与失业的风险平衡在发生转变，强调就业市场面临下行风险增加，这使市场对美联储 9 月重启降息的预期升温，金价重新开始走强，并在 9 月初形成了对此前 4 月 3500 美元/盎司高点的突破。2025 年 9 月美联储实施降息且市场对美联储年内降息次数的预期提升，以及市场在美国 7 月通过“大而美”法案后对美国未来债务与美国信用的担忧，强化了金价上涨逻辑，使金价不断攀升创下新高，形成新一轮主升浪；而 2025 年 10 月美国政府关门、中美经贸谈判再起波澜引发市场避险情绪上升，叠加伦敦白银逼仓事件下银价的外溢影响，刺激金价加速上涨，最终在 10 月下旬创下 4381 美元/盎司的历史最高价。而后中美元首会晤并于吉隆坡经贸谈判达成共识，伦敦白银逼仓缓解，以及市场对美联储 12 月降息预期下降，使金价在年底从高位回落，围绕 4000 美元/盎司的中枢进行震荡盘整。

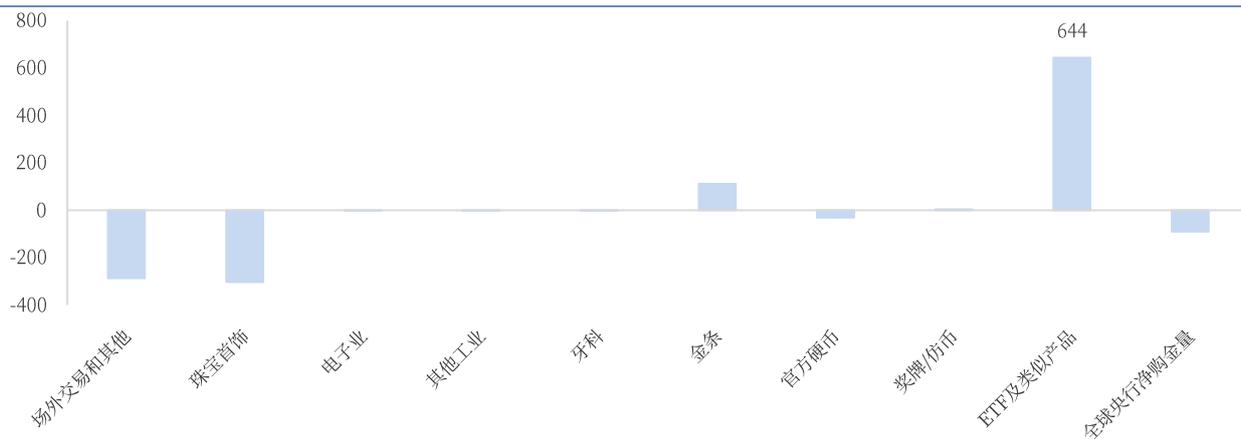
图15：2025 年黄金价格走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从供需的角度看，投资成为了黄金最为主要的需求增量。美国加征关税所带来的政策与经济不确定性加大，世界百年大变局下逆全球化地缘冲突频发，美国债务加速扩张下市场对美国信用的担忧，叠加美联储的降息周期，使投资者在投资组合中加大了对黄金的资产配置。全球黄金 ETF 基金作为投资者配置黄金资产的主要工具之一，其购金量在 2025 年出现了明显的增长。2025 年前三季度全球 ETF 及类似产品对黄金的需求较去年前三季度同比增长 644 吨，是 2025 年以来黄金最为主要的需求边际增量，也是 2025 年金价持续上涨的主要推动力。

图16: 2025 年前三季度全球黄金需求边际变化量 (吨)

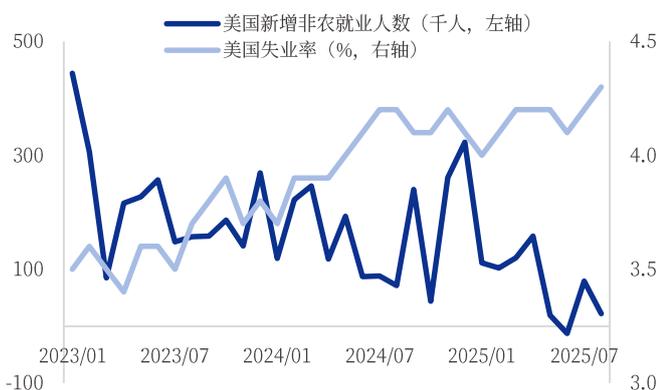


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 流动性的边际宽松仍将助推金价

在多次下修此前的非农新增就业人数, 以及美国 2025 年 7 月非农就业数据大幅不及预期后, 美国劳动力市场出现明显的放缓趋势。美联储主席鲍威尔在 2025 年 8 月的全球央行年会上承认就业风险增加已超出了通胀风险, 随后美联储在 2025 年 9 月重启降息, 并在 10 月再度降息 25 个基点。在美国就业动能快速衰减, 就业市场风险陡升的情况下, 2026 年美联储或仍将处于降息周期。美联储 2025 年 9 月议息会议后的点阵图显示, 美联储官员预计 2026 年美联储将降息一次。根据芝加哥商品交易所利率期货显示, 市场预计 2026 年美联储将降息 3 次。中国银河证券宏观预计关税对美国通胀冲击是偏一次性的, 2026 年美国 CPI 增速将逐步下降至 2.8%; 预计 2026 年美国失业率将逐步上升至 4.3%-4.5%, 美联储将降息 4 次。尤其在 2026 年 5 月中旬现任美联储主席鲍威尔任期结束, 新任主席上台后, 特朗普政府对美联储的影响力将得到增强, 美联储的降息节奏或将加快。

图17: 美国就业市场下行风险加大



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 市场预计 2026 年美联储将降息 3 次

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/12/10				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	40.6%	59.4%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.2%	48.1%	35.7%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	29.3%	43.0%	21.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	12.8%	33.0%	37.1%	15.4%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	8.4%	24.9%	35.5%	24.1%	6.2%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.3%	3.4%	13.7%	28.3%	31.8%	18.3%	4.2%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.6%	7.5%	19.5%	29.7%	26.4%	12.6%	2.5%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.4%	2.7%	9.8%	21.4%	29.1%	23.8%	10.7%	2.0%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.9%	4.1%	12.1%	23.0%	28.0%	21.2%	9.0%	1.6%	0.0%
2027/1/27	0.2%	1.1%	4.8%	13.0%	23.4%	27.5%	20.2%	8.4%	1.5%	0.0%
2027/3/17	0.2%	1.4%	5.4%	13.7%	23.7%	26.9%	19.3%	7.9%	1.4%	0.0%
2027/4/28	0.2%	1.3%	5.1%	13.3%	23.1%	26.8%	19.8%	8.5%	1.7%	0.1%
2027/6/9	0.3%	1.5%	5.4%	13.6%	23.3%	26.5%	19.4%	8.3%	1.7%	0.1%
2027/7/28	0.2%	1.2%	4.5%	11.7%	21.0%	25.8%	21.0%	10.9%	3.2%	0.4%
2027/9/15	0.2%	1.2%	4.5%	11.7%	20.9%	25.7%	21.1%	11.0%	3.3%	0.5%
2027/10/27	0.2%	1.1%	4.2%	11.0%	20.1%	25.3%	21.5%	11.9%	4.0%	0.7%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院

美联储持续的降息, 必定会带动美国国债名义利率与实际利率的下行, 从而来驱动黄金价格上涨。而在过去 40 年历史美联储总计 7 次的降息周期中, 除去 1989 年-1992 年以及 1998 年仅 2 个月的超短暂降息以外, 在其余的 5 次降息周期中, 黄金价格都是呈现上涨趋势的。且从 2000 年以后的美联储 3 次降息周期看, 黄金价格的高点均出现在美联储完成最后一次降息以后。而从此前的

美联储历次降息周期看，降息周期越长所对应的期间黄金价格涨幅大概率越高。而本次由美国加征关税带来通胀不确定性或将延长美联储的降息周期，利好于黄金价格拓展更高的上涨幅度。

图19：美联储降息引导美债名义利率下降推动美国实际利率下行，驱动黄金价格上涨



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

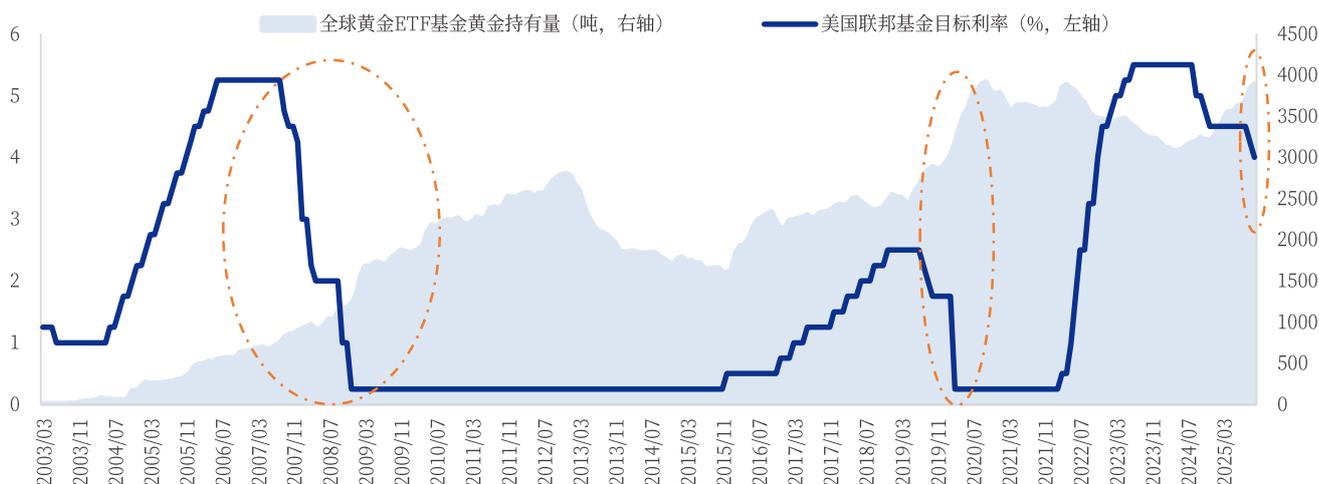
表1：美联储历次降息期间的金价涨幅

降息开始	降息结束	降息次数	历时（天）	降息幅度（BP）	经济衰退	降息类型	降息背景	降息期间金价涨幅
1984-9-20	1986-8-21	26	700	562.5	未衰退	预防式	通胀稳定，预防衰退	12.40%
1989-6-6	1992-9-4	24	1186	681.25	1990.8	预防式	通胀稳定，预防衰退	-6.26%
1995-7-6	1996-1-31	3	209	75	未衰退	预防式	通胀稳定，预防衰退	5.57%
1998-9-29	1998-11-17	3	49	75	未衰退	暂时性	通胀稳定，预防衰退	-0.74%
2001-1-3	2003-6-25	13	903	550	2001.4	纾困式	互联网泡沫	30.30%
2007-9-18	2008-12-16	10	455	500	2008.1	纾困式	次贷危机	17.28%
2019-8-1	2020-3-16	5	228	225	2020.3	预防式	通胀稳定，预防衰退	5.75%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

美联储降息期间金价上涨的资金驱动力主要来自于全球黄金 ETF 基金。历史上看全球黄金 ETF 基金跟随美联储货币政策周期配置黄金，一般在美联储降息与美元宽松期间，全球黄金 ETF 基金资金加速流入。2024 年下半年美联储正式进入降息周期后，全球黄金 ETF 基金由净流出转为净流入状态，成为金价上涨的主要边际驱动力。截止 2025 年 10 月底，全球黄金 ETF 基金的黄金持有量为 3893 吨，较 2020 年 8-10 月的全球黄金 ETF 黄金持有量历史峰值仍有近 100 多吨的增持空间。且考虑到近几年投资者对黄金在资产组合中配置比例的提升，本轮全球黄金 ETF 基金的黄金持有量峰值必将高于上一轮的高点，创下新高。预计在 2026 年美联储持续的降息进程下，叠加美联储在 2025 年 12 月停止缩表后续或将重新转为扩表所提供的流动性边际增量，全球黄金 ETF 基金有望在 2026 年继续购金，推动黄金价格上涨。

图20: 全球黄金 ETF 基金在美联储的降息周期中加大对黄金的购买力度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 2024Q1 后主力黄金 ETF 基金持仓量与金价呈现趋势相同



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 全球黄金 ETF 基金黄金总持有量（吨）



资料来源: 世界黄金协会, 中国银河证券研究院

### （三）美国信用风险驱动央行购金与黄金投资配置增加

在 2022 年后俄乌冲突爆发后，因对地缘冲突加剧与美国金融制裁的担忧，全球央行加大了购金力度，全球央行每年的黄金购买量从 2022 年的 400-600 吨增长至 2022 年后的 1000 吨以上，2022-2024 年全球央行黄金购买量分别达到了 1080.02、1085.81、1085.96 吨。2025 年前三季度全球央行黄金购买量达到了 634 吨，2025 年全年的购金量仍有望冲击 1000 吨。市场此前担心俄乌和谈会降低地缘冲突的风险，影响全球央行的购金逻辑，成为 2025 年金价的潜在利空因素。但 2025 年俄乌和谈进展缓慢，且 2025 年 6 月的以伊冲突爆发，以及东南亚、东亚、加勒比海等地区多国对抗局势紧张，表明全球目前依旧处于地缘冲突加剧阶段，全球央行因地缘冲突风险的购金逻辑仍将延续。

图23: 全球央行购金量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2025年7月美国特朗普正式批准财年预算协调法案“The One, Big, Beautiful Bill”（大而美法案）。国会预算办公室（CBO）估计，该法案将在未来10年内使美国国债增加约3.8万亿美元。其主要内容包括延长并永久化2017年《减税和就业法案》的主要条款，并添加额外的税收减免政策；虽然在农业、教育、能源等领域削减了支出，但在国防和边境安全上扩大了支出，叠加减税政策，总体上法案让美国政府赤字进一步上行。中国银河证券宏观团队在报告《美国“大美丽法案”影响几何？》中预计，在“大美丽法案”的影响下，2025-2028年美国赤字率将提升至6.4%、7%、6.8%、6.6%；且“大美丽法案”或将显著推高债务利息负担，未来十年内美国净利息支出将增加约2.7万亿美元；2034年美国债务总额或增加约4.6-6.2万亿美元，美国债务占GDP的比重将从目前接近100%升至128%。

图24: 考虑关税收入下, 美国的赤字率将出现一定缓和, 但整体趋势仍是扩张

	2025	2026	2027	2028
产出增长率假设 (CBO)	4.2%	3.9%	3.8%	3.8%
名义GDP (十亿美元)	30410.7	31596.7	32797.3	34043.6
赤字 (CBO2025-1假设+大美丽法案+关税调整) -外推关税-2000亿-(十亿美元)	1950	2209	2227	2260
赤字 (CBO2025-1假设+大美丽法案+关税调整) -乐观关税-2800亿-(十亿美元)	1950	2129	2147	2180
无关税赤字-(十亿美元)	1950	2329	2347	2380
普通赤字率 (%)	6.41	6.99	6.79	6.64
乐观赤字率 (%)	6.41	6.74	6.55	6.40
无关税赤字率 (%)	6.41	7.37	7.16	6.99

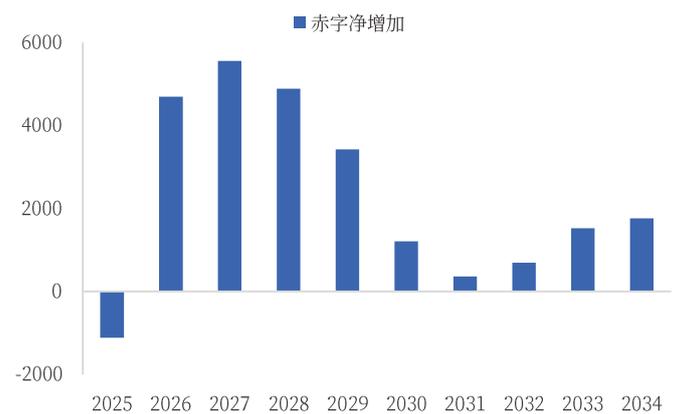
资料来源: Wind, US Treasury, CBO, 中国银河证券研究院

图25: 大美丽法案对美国赤字影响 (亿美元)



资料来源: CBO, 中国银河证券研究院

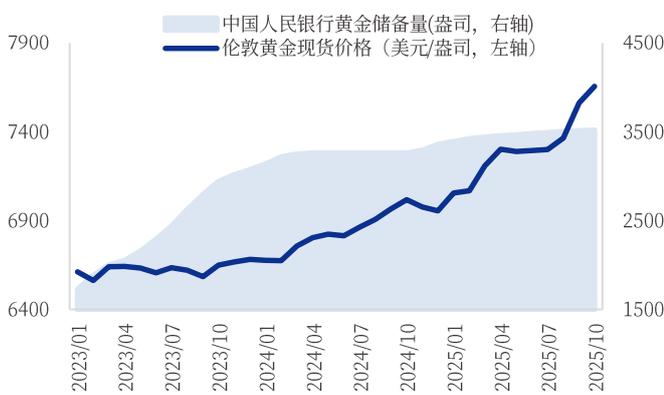
图26: CBO 估计“大美丽减税法案”将大幅增加美国赤字 (亿美元)



资料来源: CBO, 中国银河证券研究院

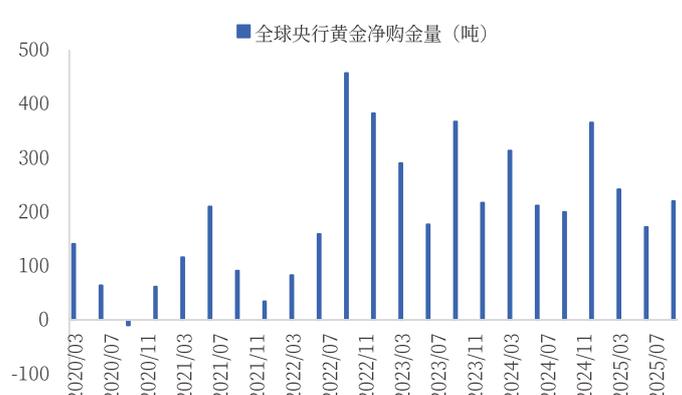
**特朗普 2.0 美国对外施行“对等关税”政策加征关税引发与其他国家的贸易冲突，对内减税增加财政赤字与利息负担，将会对美股、美债、美元等美国资产信用造成负面影响，或将增强全球央行配置黄金意向。**美国债务与赤字的加速增长，加大了美国资产的信用风险，而特朗普政府为了美国制造业回流在加征关税后可能依据“海湖庄园协议”潜在的弱美元、发行世纪债券重组美国债务等政策措施，或将进一步削弱美国信用，全球其他国家或因美国的债务问题加大对黄金资产的储备。在特朗普确定上任新一任美国总统后，2024 年 12 月末我国央行中国人民银行时隔半年后再度净买入黄金，并随后已连续 11 个月增持黄金。在美国 2024 年 7 月通过“大而美”法案，确定未来美债将会进一步大幅增加的情况下，2025Q3 全球央行加大了对黄金资产的配置力度，三季度全球央行购金量环比增长近 48 吨。

图27: 在特朗普当选美国总统后中国人民银行重新开启增持黄金



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 美国通过“大而美”法案后，全球央行加大购金力度

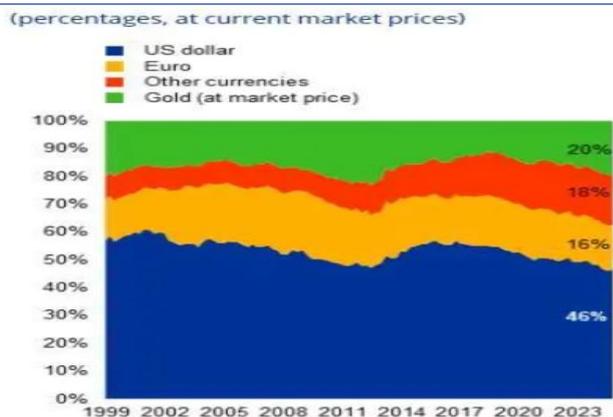


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

欧央行在 2025 年最新发布的《欧元国际角色报告》中指出，2024 年黄金在各国官方外汇储备中的占比已提升至 20%，超过欧元区的 16%，已跃居全球储备体系的第二位，仅次于美元，而美元 2024 年在全球外汇储备中的份额中下降 2 个百分点；在央行购金中，约三分之二的央行投资黄金是为了实现资产多元化，约五分之二是为了对冲地缘政治风险。自 2022 年起，全球央行中增持黄金较多的国家为中国、波兰、土耳其、印度、俄罗斯、卡塔尔、埃及、利比亚等发展中国家，且这些国家大多数处于东欧、中东地缘冲突波及范围。在 2025 年后美元、美债信用风险加剧后，全球“去美元”开始实质化，亚洲、非洲等全球其他国家或也将加大对黄金的增持力度，而这些发展中国家其黄金在外汇储备资产中占比仍大幅小于西方发达国家。地缘冲突延续央行的购金逻辑，而美国债务与信用问题或将进一步提升全球央行的购金力度。2025 年 6 月世界黄金协会调查，95% 的受访央行

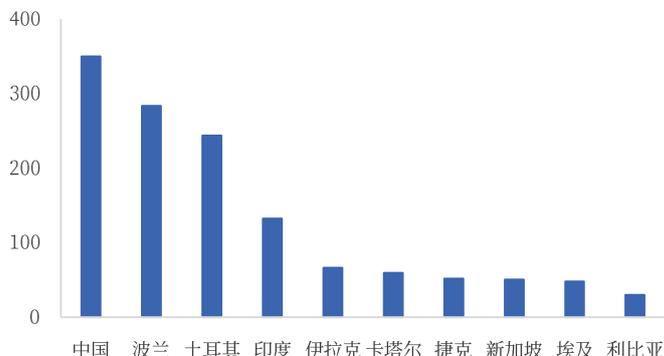
认为会在未来一年内继续增持黄金，这一比例创下近 7 年的新高。全球央行的持续购买黄金，将有有力的支撑黄金价格上涨。

图29：黄金已上升为全球第二大储备资产



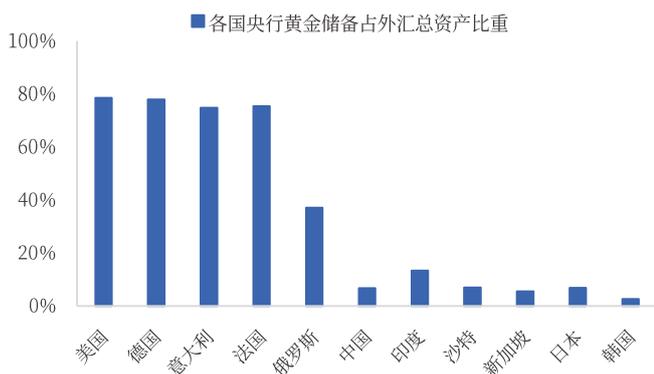
资料来源：欧央行，中国银河证券研究院

图30：自 2022 年起全球央行中购金最多的 10 家央行（吨）



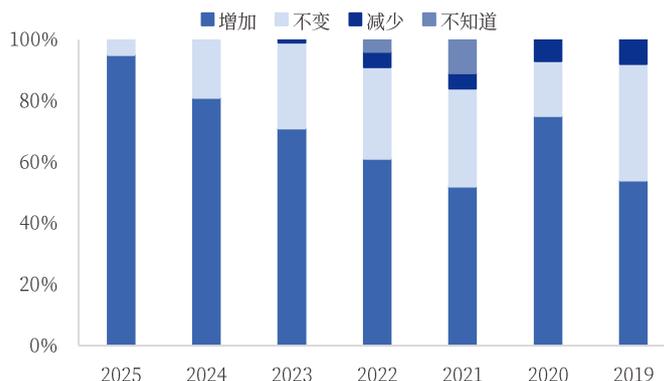
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图31：黄金增持央行的黄金资产配置较发达国家仍有较大距离



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

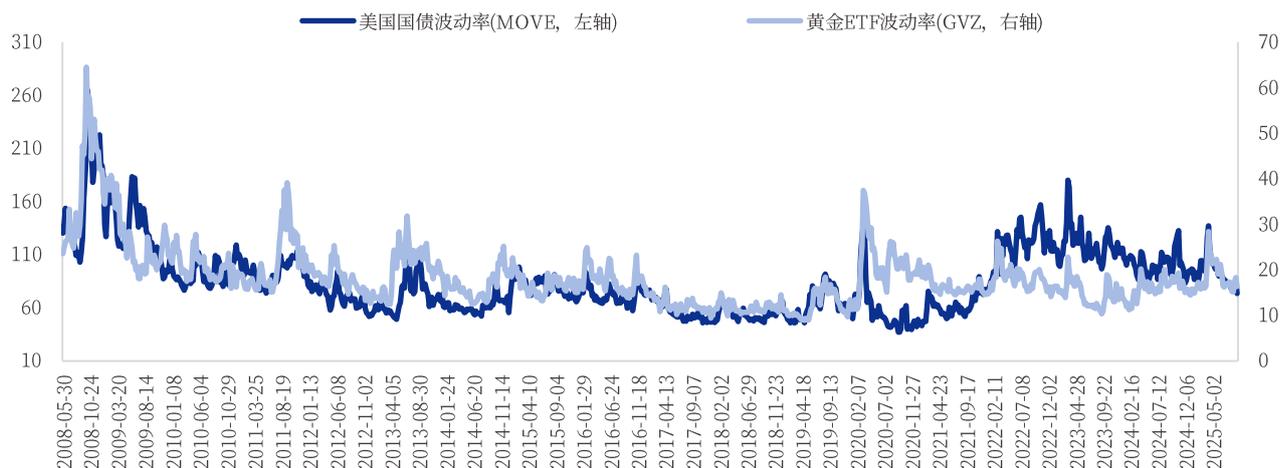
图32：世界黄金协会调查 95%受访央行会在未来一年内增持黄金



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院

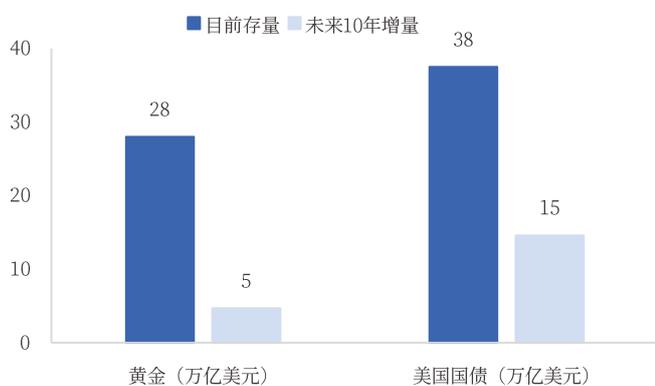
除全球央行外，对美国债务与美国信用问题的担忧，或将促使全球投资者加大其长期投资组合中黄金资产的配置比例。美国政府赤字的加速扩张使穆迪评级公司在 2025 年 5 月下调美国信用评级，至此全球三大评级机构均已下调美国信用评级，2025 年内美国已多次出现“股债汇三杀”现象。除了美国联邦 38 万亿美元的债务总额还将持续增长外，市场对美联储独立性的担忧也在加剧。2025 年美国特朗普多次批评与干扰美联储决策，在 2026 年 5 月现任美联储主席鲍威尔离职，换上特朗普政府选择聘用的新任主席后，这将使特朗普政府对美联储的掌控力大幅增强，美联储的独立性或将受到动摇。缺失独立性的美联储所做的货币政策，或将进一步侵蚀投资者对美债等美国资产的信心。当前美债资产规模远大于黄金资产规模，一旦因美国信用问题一小部分投资者将投资组合中所持有的美债转为黄金资产配置（黄金 ETF 波动率与美债 ETF 相似）以作为美国信用贬值对冲，其所带来的庞大资金流入量将大幅推升黄金价格。

图33: 黄金与美债资产波动率相似



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图34: 当前美债与黄金资产规模与未来 10 年增量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

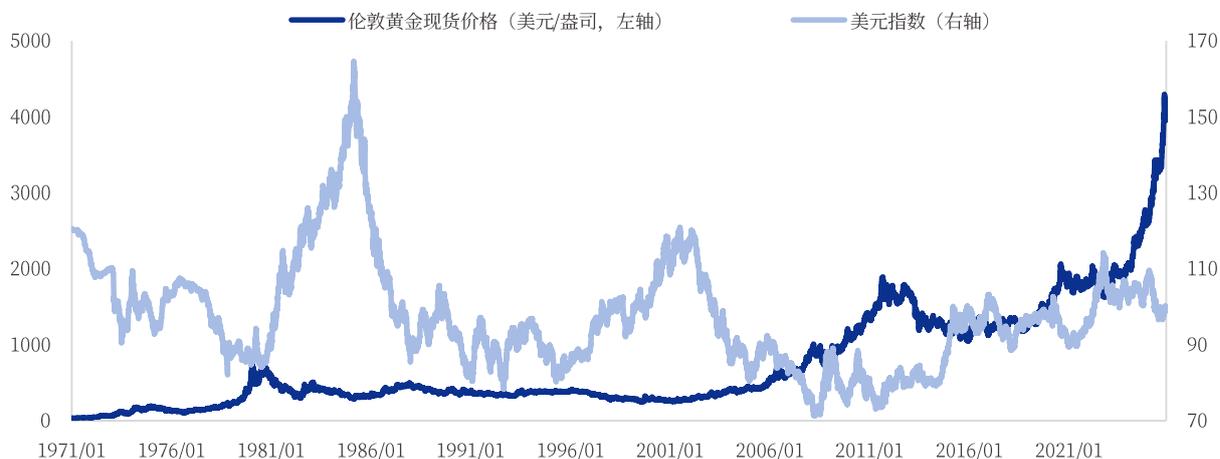
图35: 美国财政赤字与黄金价格



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2025 年市场美国信用问题加剧，全球“去美元”开始实质化启动，若 2026 年以及后续全球秩序、全球信用货币体系换锚以取代原有的美元体系持续推进，全球官方机构与全球私人投资机构或将增加黄金购买量以提升资产组合中黄金的配置比例，这有望成为推动黄金价格上涨的中期逻辑。

图36: 美国信用受损，美元或进入下行大周期利好中长期金价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### (四) A 股黄金板块存在估值修复的投资机会

目前 A 股黄金板块的动态市盈率 22x，动态市盈率位于近 10 年 4% 的历史分位，估值处于较低的水平。当下黄金价格已站稳 4000 美元/盎司的高度，2026 年美联储继续降息与停止缩表或进行扩表仍有望推升金价上涨继续，且自 2026 年起多家 A 股黄金公司将进入矿产金产量增长期，未来 A 股黄金板块业绩中枢有望有明显的抬升。而美国加征关税引发多国贸易纠纷、地缘冲突持续爆发、美国债务信用担忧、以及美联储独立性恐将动摇，有望推动全球央行与投资者持续购入黄金以增加资产组合中黄金的配置比例。全球“去美化”实质化的推进，引发全球秩序、全球信用货币体系换锚的黄金上涨长期逻辑开始显现，将支撑黄金价格的中长期上涨趋势与 A 股黄金板块估值的提升，建议关注 A 股黄金板块龙头公司中金黄金、赤峰黄金、山东黄金、山金国际。

图37: A 股黄金板块 PE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图38: A 股黄金板块 PB



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表2: A 股黄金行业重点关注公司

公司	市值 (亿元)	PE (ttm)	EPS (元)			PE			PB
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
中金黄金	1013	23	1.10	1.62	1.77	19	13	12	3.5
赤峰黄金	548	20	1.84	2.21	2.67	16	13	11	4.4
山东黄金	1537	33	1.54	1.88	2.26	22	18	15	5.2
山金国际	558	19	1.22	1.58	2.08	16	13	10	3.9

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以 2025 年 11 月 18 日收盘价进行计算

### 三、工业金属：供给叙事延续，铜长周期景气向上不改

#### (一) 矿端供给约束较强，为铜价提供支撑

2025 年矿端供应扰动频发，全年铜矿供应态势偏紧且较年初预期下滑。今年以来，矿产国政策、缺电、安全事故等因素使得铜矿供给不确定性加剧：1) Kamoakakula 铜矿：2025 年 5 月，刚果（金）矿区东段地震导致严重涌水，该矿被迫暂停生产，Ivanhoe 将 2025 年产量指引由 52-58 万吨下调至 37-42 万吨，中值下降 15 万吨；2) 2025 年 8 月，EITeniente 铜矿：智利地震导致该矿发生人员伤亡事故，Codelco 下调 2025 年产量指引 3 万吨；3) Grasburg 铜矿：2025 年 9 月，该矿发生泥浆涌入事故，自由港计划于 2026Q2 恢复其大规模生产，2025-2026 年较事故前指引下调 22.7、31.8 万吨。受品位下滑、矿震、生产事故、设备检修等因素的影响 Glencore、Ivanhoe、Teck、Nornickel、Codelco、Freeport 六家矿企年度生产计划较年初下调 52.55 万吨。从 2025Q1-3 全球重点铜企的生产来看，前三季度重点矿企铜矿产量 917.3 万吨，同比下滑 1.2%。预计 2025 年全球铜矿供给微减 0.1%至 2309.7 万吨，全年铜矿供应紧张态势难改。

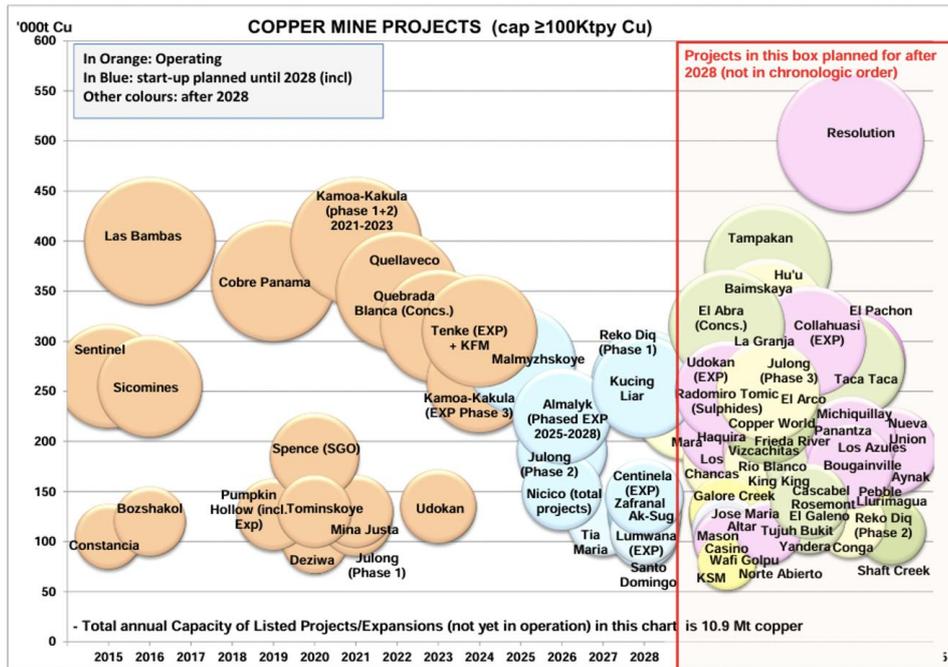
表3：全球重点矿企铜产量情况（万吨）

企业	英文名称	2024	2025E	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2024 年增量	2025 年增量
智利国家铜业	CODELCO	132.8	132.5	32.4	36.5	24.8	-9.6	-0.3
英美资源	Anglo American	77.3	72.0	16.9	17.3	18.4	-5.4	-5.3
自由港	Freeport	191.4	160.0	39.4	43.7	28.5	0.1	-9.2
嘉能可	Glencore	95.2	86.0	16.8	17.6	24.0	-6.1	-8.2
南方铜业	Southern Copper	97.4	96.7	24.0	23.9	23.7	6.3	-0.7
五矿资源	MMG	40.0	49.5	11.8	14.1	12.7	5.6	9.5
紫金矿业	Zijin	107.0	109.0	28.8	27.9	26.3	6.0	2.0
洛阳钼业	CMOC	64.9	74.0	17.1	18.3	19.0	22.9	9.1
第一量子	First Quantum Mine	43.1	41.0	10.0	9.1	10.5	-27.7	0.8
力拓	Rio Tinto PLC	69.7	81.5	21.0	22.9	20.4	7.7	11.8
必和必拓	BHP	195.8	202.0	51.3	51.6	49.4	17.2	8.0
安托法加斯塔	Antofagasta	66.4	68.0	15.5	16.0	16.2	0.3	1.6
泰克	Teck	44.6	44.0	10.6	10.9	10.4	14.3	5.4
淡水河谷	Vale	34.8	35.5	9.1	9.3	9.3	2.1	0.7

资料来源：智利国家铜业、自由港等公司公告，中国银河证券研究院

资本开支不足、矿山老化、极端天气等因素影响下，预计矿端中长期供给或维持较低增速。近年来铜矿资源禀赋持续下降、前期资本投入不足、资源国政策收紧使得新铜矿项目开发放缓，2019-2023 年有 4 个矿床被发现，资源储量仅增加 420 万吨，产量增长主要为旧发现的矿床扩张；而矿山老化、极端天气频发等问题又使得存量铜矿项目供给不确定性加剧。一系列因素将在中长期内影响矿业开采，对有效供给形成约束，预计 2026 年全球铜矿供给增量为 54.6 万吨，增速为 2.4%，主要来自巨龙二期、Amman、Antamina、Miador 二期、Udokan 等项目的投产。

图39: 全球大型铜矿项目



资料来源: ICSG, 中国银河证券研究院

表4: 2026 年铜矿新增项目 (万吨)

矿山	国家	2026E 产量	备注
巨龙铜矿	中国	14	一期年产 15 万吨, 二期改扩建工程达产后, 矿山年总矿产铜将达 30-35 万吨, 预计 2025 年底投产
Amman	印尼	10	四季度获批出口许可证, 有效期 6 个月, 冶炼厂修复预计 2026 年上半年完成, 随后逐步爬坡, 预计 2026 年产量将提高到 22 万吨
Antamina	秘鲁	7	计划 2026 年将产量从 38 万吨增至 45 万吨 (增幅近 20%), 投资 20 亿美元推进扩建
Miador Phase II	厄瓜多尔	5	2019 年投产, 年产约 9 万吨铜, 2023 年启动二期扩建, 预计年采矿石量达 4620 万吨, 年产铜提升至 20 万吨; 2025 年 6 月建成投产, 2027 年达产
Udokan	俄罗斯	4	2023 年 9 月投产, 一期产能预计 2025 年完成, 二期预计 2028 年完成。第一阶段计划每年生产 15 万吨铜, 包括硫酸盐精矿和精炼铜。到第二阶段结束时, 年产量将增加到 50 万吨阴极铜
Malmyzh	俄罗斯	3	该铜矿投产分为两个阶段, 2025 年投产第一阶段, 产能 12 万吨, 但受制于劳动力不足的问题, 投产进度不及预期。第二阶段投产后, 该铜矿产能会达到 29 万吨
QB2	智利	3	2028 年前的铜产量指引: 2025 年下调到 17-19 万吨, 2026 年铜产量指引已调整为 20-23.5 万吨 (此前为 28-31 万吨)。目前预计 2027 年铜产量为 24-27.5 万吨, 2028 年为 22-25.5 万吨, 分别低于此前预测的 28-31 万吨和 27-30 万吨
Oyu Tolgoi Underground	蒙古	3	在 2028-2035 年这 5 年, 预计该铜矿平均每年铜产量将提升约 50 万吨。2025 年 6 月, Panel1 区域停产打乱了铜产能爬坡节奏, 影响其在全球铜矿竞争中布局。若 Panel1 区域长期停滞, 2027 年峰值产能恐难实现
EL TENENTE	智利	2	250731 发生事故造成 6 人死亡, 预计影响产量 3.3 万吨。此次坍塌的 Andesita 新区原计划 2025 二季度投产。Diamante、Andesita 和 Andes Norte 项目称为新矿区, 其旨在将 El Teniente 矿的使用寿命延长 50 年, 实现更深层的开采作业。截至 2025 年 3 月 31 日, Andes Norte 项目已完成 78%, 其他铜矿开采系统正在进行最后建设 (预计在 2025 年第三季度完成)。Andesita 项目目前已完成 70%, 计划于 2025 年第二季度开始运营。Diamante 项目已完成 43%。预计全部投产后产能将达到 50 万吨
Ksnsanshi S3	赞比亚	1.5	2025 年的铜和黄金产量包括坎桑希 S3 扩建项目的产量, 预计该项目将于 2025 年下半年首次投产,

产能增加 20-25 万吨/年

资料来源：银河期货，紫金矿业等公司公告，中国银河证券研究院

**全球冶炼产能持续释放，而矿端供给不足或使铜矿缺口持续存在。**据 SMM，2025-2026 年全球共有 227 万吨新增产能，其中 2025 年冶炼厂有 182 万吨的产能释放，但矿端新增产能有限，且实际产量具有高度不确定性。冶炼产能增长高于铜矿，矿端供给不足致原料缺口持续存在。预计 2025 年全球铜精矿供需平衡结果为-15 万吨，2026 年铜精矿供需紧张格局仍将延续，缺口进一步扩大至 32 万吨。

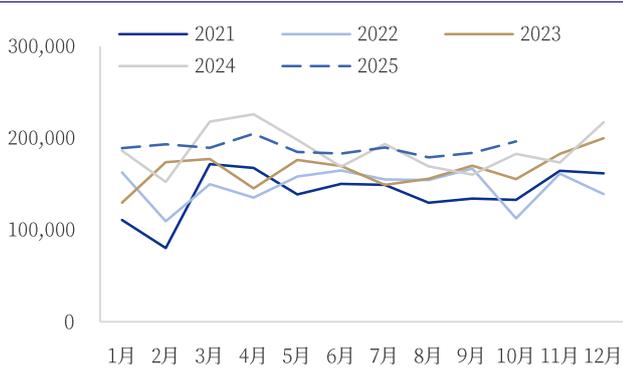
表5: 全球铜矿供需平衡表 (千吨)

	2022	2023	2024	2025E	2026E
铜精矿产量 (不含湿法)	18,355	18,774	19,486	19,664	21,240
全球冶炼厂可用铜精矿量	18,338	18,758	19,470	19,634	20,166
铜精矿库存变化	-192	-197	-196	-150	-324
铜冶炼厂用量	18,355	18,774	19,486	19,664	20,490

资料来源：Woodmac，中国银河证券研究院

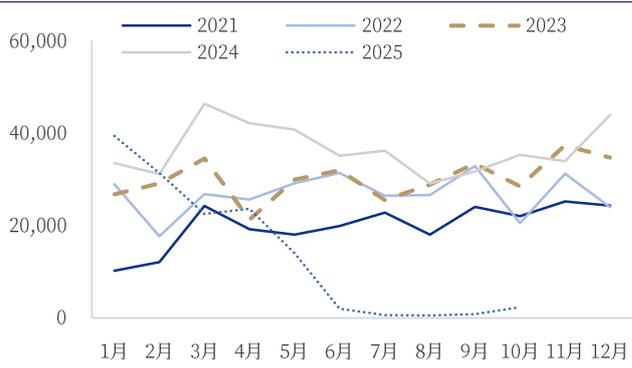
**废铜成为原料端的关键补充，关税政策引发贸易流向转变，国内废铜供给紧张。**在铜精矿供应持续紧缺的背景下，废铜成为原料端的重要补充。据 CRU 数据，2024 年美国废铜出口量同比增长约 10%，其中 40% 直接出口中国，另有 25% 通过转口贸易间接流入中国。特朗普关税政策下，高成本持续抑制中国采购意愿，2025 年 1-10 月中国自美进口废铜 13.7 万吨，同比骤降 62%，但通过日本（累计增加 5.9 万吨）、泰国（累计增加 11.7 万吨）等国转口到国内。1-10 月中国累计进口废铜 189.5 万吨，累计同比增长 2.1%，Q3 因精废价差拉大，叠加中美贸易关系缓和，推动废铜进口量同比增长。国内废铜供给方面，8 月国家发改委等四部委联合发布《关于规范招商引资行为有关政策落实事项的通知》，政策不确定性下原本依赖政策优惠获取低成本废铜原料的企业开始减停产，导致阳极板供应紧张。

图40: 中国废铜进口变化 (吨)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图41: 中国自美国废铜进口变化 (吨)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**现货 TC 持续负数，海外冶炼厂减停产增加，原料端紧缺向电解铜传导提速。**现货铜精矿加工费 (TC) 持续下探至-40 美元/吨左右，已触发冶炼行业大规模亏损。海外冶炼厂减、停产范围加速扩大，嘉能可集团位于菲律宾的 PASAR 冶炼厂和智利的 Altonorte 冶炼厂均已停产，其位于澳大利亚的 Mount Isa 冶炼厂也面临不可持续的运营压力，中国中矿资源集团宣布其位于纳米比亚的 Tsumeb 铜冶炼厂已临时暂停铜冶炼业务。10 月，日本、西班牙和韩国三国工业部门发表联合声明，警告在当前形势下，冶炼厂与矿企均无法实现可持续发展，凸显行业经营压力全球化蔓延。据 Mysteel，1-10 月国内电解铜产量为 1127 万吨，同比增长 14.4%。国内冶炼厂虽获硫酸价格高企支撑，部分缓解亏损压力，但 Antofagasta 年中加工费谈判已跌至零水平，叠加港口铜精矿库存处

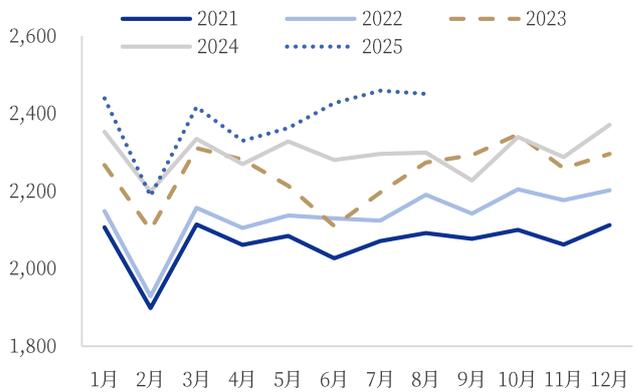
于相对低位，冶炼厂亏损面临进一步下行风险，减产力度或将加大。中长期来看，“反内卷”政策将逐步引导冶炼行业严控产能，未来矿冶平衡的矛盾有望得到逐步缓解。

图42: 中国铜精矿冶炼加工费 (美元/吨)



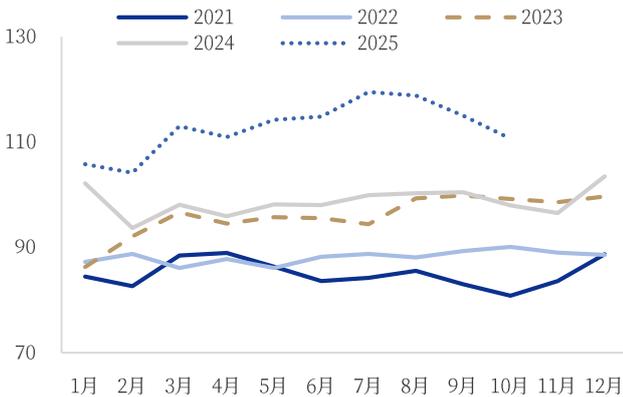
资料来源: SMM, Wind, 中国银河证券研究院

图43: 全球精炼铜月度产量 (千吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图44: 中国电解铜月度产量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

图45: 中国铜精矿港口库存处于相对低位

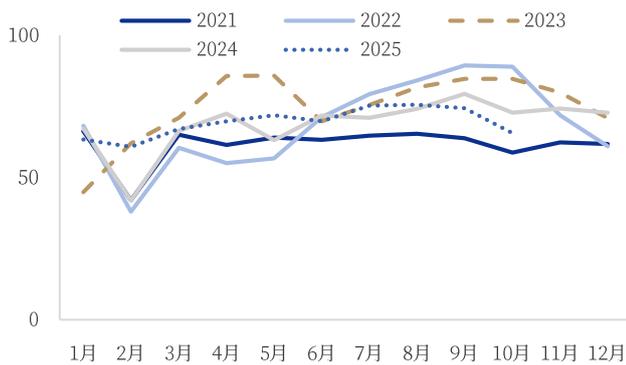


资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

## (二) 需求具备韧性, 新兴领域结构性亮点依旧

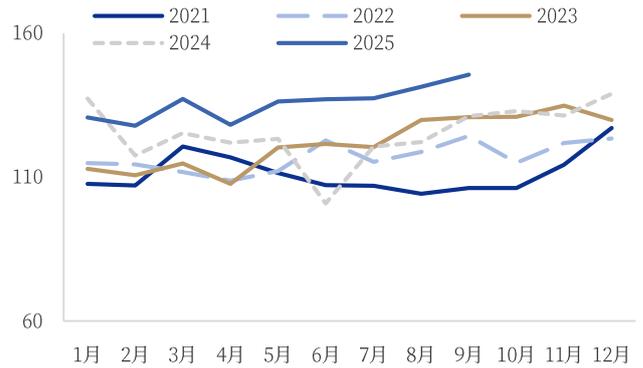
**2025 年下半年国内铜消费在电网和新能源汽车需求支撑下维持韧性, 财政托底有望进一步带动传统消费需求回升。**2025 年 1-9 月国内电解铜表观需求量达 1222 万吨, 同比增长 11%。分领域来看: 电力端, 2025 年 1-9 月中国电网投资完成额累计 4378 亿元, 同比+10%, 电源投资完成额累计 5987 亿元, 同比+0.6%; 家电端, 1-9 月空调产量 21657 万台, 同比+4%, 其中出口数量同比+0.7%; 地产端, 1-10 月房屋竣工面积 3.5 亿平方米, 同比-17%, 继续拖累用铜需求; 新能源领域, 1-9 月风电新增装机量 61GW, 同比+56%, 光伏新增装机 240GW, 同比+49%, 受国内消费政策提振, 1-10 月新能源汽车产量 1267 万辆, 同比+28%。2025 年下半年, 受“抢出口”和“抢两新”效应退坡等因素影响, 国内光伏、家电增速下滑, 但在电网、新能源汽车消费支撑下, 铜消费需求维持韧性。展望 2026 年, 中国十五五开局, 更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策的政策基调有望维持, 地产下行的边际拖累消减, 以及新型基础设施建设扩张, 共同对国内传统需求形成支撑。

图46: 铜杆月度开工率 (%)



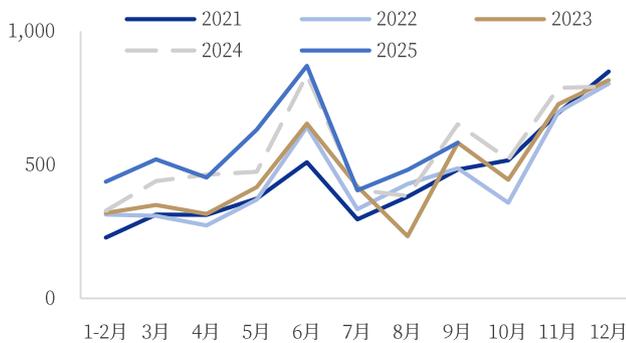
资料来源: 百川盈孚, 中国银河证券研究院

图47: 电解铜表观消费量 (万吨)



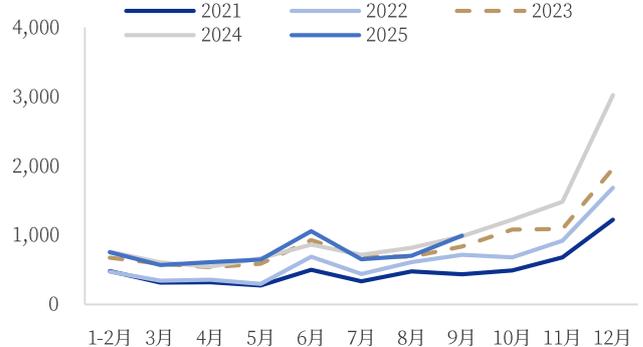
资料来源: Mysteel, 中国银河证券研究院

图48: 中国电网基本建设投资完成额当月值 (亿元)



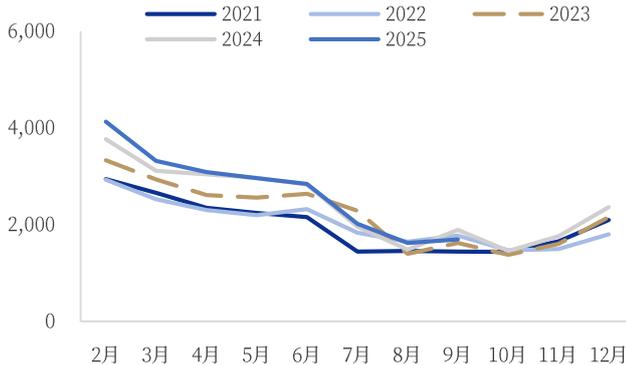
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图49: 中国电源基本建设投资完成额当月值 (亿元)



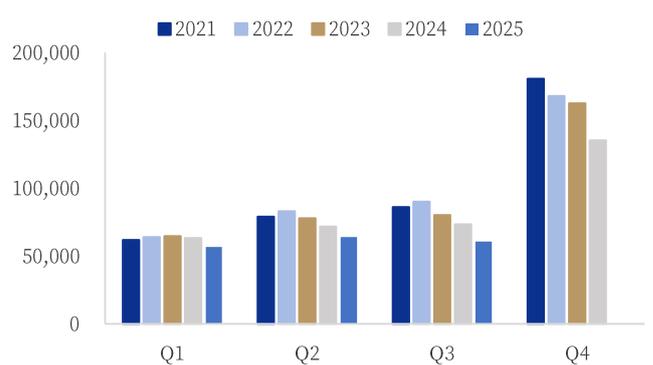
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图50: 中国空调当月产量 (万台)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图51: 中国建筑业房屋建筑面积 (万平方米)



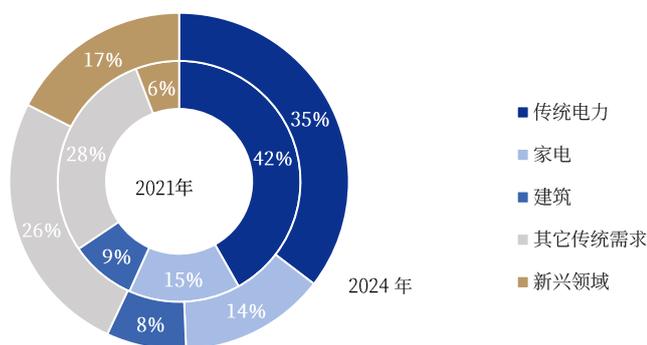
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

与此同时，铜的需求结构正在发生新旧动能切换，以新能源、数字经济为代表的新兴领域增长迅速，有望提供需求增量。我们测算，以新能源、数字经济为代表的中国新兴领域用铜需求占比已从 2021 年的 6% 提升至 2024 年的 17%，铜消费量从 2021 年的 83 万吨增长至 2024 年的 265 万吨。2026 年能源转型持续推进，新能源建设将转向电力消纳，储能作为消纳的关键，将接力成为电气化投资的重点。9 月，国家发展改革委、国家能源局联合发布《新型储能规模化建设专项行动方案（2025—2027 年）》，提出 2025-2027 年新型储能发展目标，预计三年内全国新增装机容量超过 1 亿千瓦，推动新型储能规模化建设；另据 Argus，美国和欧洲也在积极推进储能项目，美国 2025

年预计将新增约 19GW 的功率和 52.5GWh 的容量，同比分别增长 53%和 45%。储能系统和基础设施的建设也有望推高铜消费需求。

另外，随着人工智能的发展，全球范围内的人工智能数据中心也在迅速建设。铜用于数据中心的许多领域，包括服务器本身的芯片、布线、母线和电源连接器、服务器和数据中心的冷却系统、跨数据中心的传输电缆和电源连接、外部布线及发电的基础设施等。CDA 最近对美国数据中心的研究表明，铜强度为 27 吨/MW，显著高于海上风电、太阳能应用约 10、5 吨/MW 的用铜强度。BHP 估计数据中心的用铜强度为 20-40 吨/MW。不同机构的估算差异或源于技术迭代，我们取 27-40 吨/MW 单位耗铜量做情景假设，估算 2025 年 AI 数据中心用铜量为 35-52 万吨，2026 年增长至 49-72 万吨，2030 年或达 84-124 万吨。

图52：国内铜消费结构



资料来源：SMM, Wind, 中国银河证券研究院（注：新兴领域用铜包括新能源及数字经济领域用铜，具体包括新能源汽车、光伏、风电、数据中心用铜）

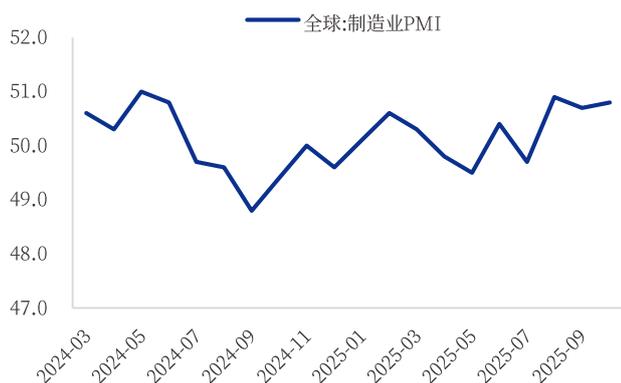
表6：AI 数据中心领域铜需求测算（万吨）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
AI 工作负荷 (GW)	44	62	83	102	124
非 AI 工作负荷 (GW)	38	40	45	50	56
总容量 (GW)	82	103	128	153	181
年度新增 AI 容量 (GW)	13	18	21	19	22
单位耗铜量 (吨/MW)-悲观	27	27	27	27	27
AI 用铜需求增量 (万吨)-悲观	35	49	57	51	59
单位耗铜量 (吨/MW)-乐观	40	40	40	40	40
AI 用铜需求增量 (万吨)-乐观	52	72	84	76	88

资料来源：麦肯锡, CDA, BHP, 中国银河证券研究院

**全球制造业 PMI 温和复苏，美国宏观政策环境将形成合力为经济增长提供支撑，带动海外用铜需求。** 10 月全球制造业 PMI 上行 0.1pct 至 50.8，连续第 3 个月位于荣枯线以上，其中发达经济体上行，而新兴市场经济体小幅回落。国际货币基金组织 (IMF) 10 月 14 日发布《世界经济展望》，预计 2025 年全球经济增速为 3.2%，其中发达经济体的增速为 1.6%，新兴市场和发展中经济体则略高于 4%。10 月底，中美经贸和谈元首会晤达成重要共识，中美经贸关系波动性有望回落。而美国“大而美”法案的减税将逐步释放财政宽松，叠加预防式降息政策传导亦将逐步显效，共同带动经济平稳增长，支撑海外铜消费需求。

图53: 全球制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图54: 美国库存周期 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

总体来看, 我们预计 2025 年国内精铜消费 1,624 万吨, 同比+2.9%, 全球精铜消费 2,764 万吨, 同比+3.3%; 2026 年国内精铜消费 1,643 万吨, 同比+1.2%, 全球精铜消费 2,830 万吨, 同比+2.4%。

表7: 中国精铜需求测算 (万吨)

	2022	2023	2024	2025E	2026E
电力	670	718	734	754	761
家电	207	212	220	224	225
交运	179	193	202	222	228
建筑	120	123	120	118	117
机械电子	126	127	131	134	138
其它	154	163	171	173	175
总计	1,456	1,536	1,578	1,624	1,643

资料来源: EVTank, IRENA, Woodmac, CPIA, GWEC, SMM, Wind, 中国银河证券研究院

表8: 全球精铜消费预测表 (万吨)

	2022	2023	2024	2025E	2026E
中国新兴领域	116	215	265	307	314
中国	1,456	1,536	1,578	1,624	1,643
海外新兴领域	94	136	162	212	265
海外	1,064	1,046	1,098	1,140	1,187
全球	2,520	2,582	2,676	2,764	2,830

资料来源: EVTank, IRENA, Woodmac, CPIA, GWEC, SMM, Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 看好铜板块的长期配置价值

**从供需平衡表来看：**供给端，一系列中长期因素对铜矿有效供给形成约束，冶炼产能集中释放，矿端紧缺难以改变。2025年冶炼厂冶炼利润再度压缩，而再生铜供给偏紧，海外冶炼厂陆续减停产，国内减产预期仍存。需求端，全球财政、货币政策同步宽松，对传统领域铜消费需求形成托底，同时以新能源、数字经济为代表的新兴领域增长迅速，全球能源存储行业在清洁能源转型的推动下稳步增长，叠加 AI 浪潮下数据中心迅速建设，有望提供铜需求增量。整体看，我们预计 2025 年全球电解铜供需过剩 15 万吨，至 2026 年过剩减少至 4 万吨。

表9: 全球精铜供需平衡表 (千吨)

	2022	2023	2024	2025E	2026E
铜矿供给	21963	22350	23117	23097	23643
增速	2.5%	1.8%	3.4%	-0.1%	2.4%
铜精矿	18355	18774	19486	19650	20180
湿法铜	3608	3576	3631	3447	3463
精铜产量	25193	25878	26953	27789	28345
增速	0.9%	2.7%	4.2%	3.1%	2.0%
精铜需求	25202	25817	26757	27640	28303
增速	1.0%	2.4%	3.6%	3.3%	2.4%
供需平衡	-9	61	197	149	42

资料来源: CRU, Woodmac, EVTank, IRENA, CPIA, GWEC, SMM, Wind, 中国银河证券研究院

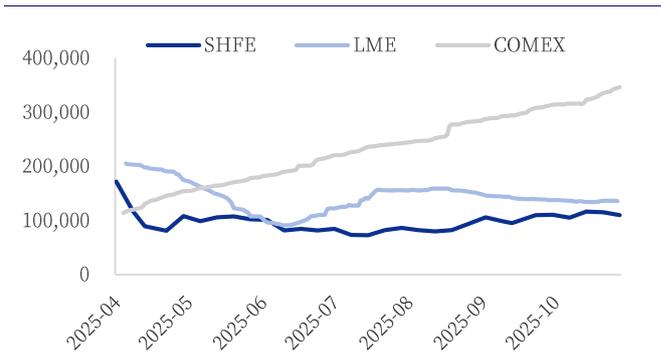
**美国 232 关税落地后贸易流向逆转，全球铜库存处于历史低位，提升短期供给价格弹性。**7月30日，特朗普宣布对铜产品加征的 50% 高额关税将仅针对铜管、线、电缆等铜加工材、以及铜密集型制品，而铜精矿、粗铜、精铜、废铜等铜原料则被明确排除在外。此前，市场普遍认为此次关税将适用于包括铜精矿、粗铜、精铜等的所有铜产品。对美国加征关税预期升温引发跨市场套利浪潮，COMEX 与 LME 价差一度达到 30%。由此引发美铜的虹吸效应，驱动阴极铜大规模流入美国，刺激 COMEX 库存激增并加剧非美市场供应紧张。而此次将铜精矿、粗铜、精铜、废铜等铜原料排除在外的政策变化，令美国 COMEX 铜价与伦铜价格之间的溢价被迅速抹平，COMEX 铜价单日内下跌超 17.9%，目前 COMEX 于 LME 价差收窄至 2%。美铜“虹吸效应”退潮，全球精炼铜流动将重回平衡。截至目前，COMEX 库存继续走高至 34.6 万吨，表明美国铜需求不弱，美铜超额库存压力可控；SHFE 库存略微下降至 10.9 万吨，LME 库存进一步下降至 13.6 万吨，全球铜库存位于近年来低位水平，库存缓冲机制已基本失效，若供给再出现较大扰动，将刺激铜价冲高。

图55: comex-lme 铜价差迅速被抹平 (吨/美元)



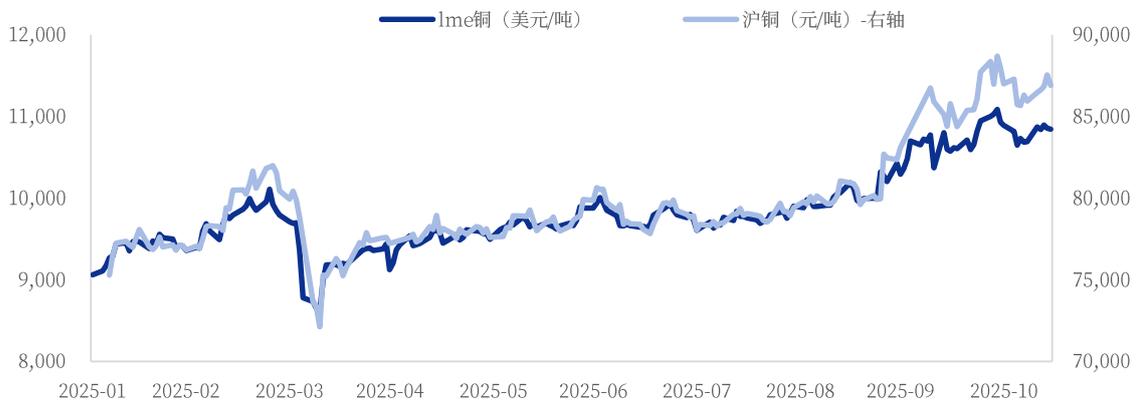
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图56: 非美地区库存低位 (吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图57: 铜价走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**铜价有望在供给约束、流动性趋松以及全球经济复苏的带动下稳步向上。**从 A 股铜行业的历史估值的纵向比较来看，目前 A 股铜行业指数市盈率（TTM）为 19.5x，低于 2010 年以来的估值中枢 33.4x，处于历史 27.9%分位点，估值安全边际较高。铜矿生产扰动常态化对有效供给形成约束，且未来全球铜矿新投建项目有限，预计 2025-2027 年全球铜矿供给增速为-0.1%/2.4%/3.3%，而冶炼产能集中释放，矿端紧缺难以改变。近两年铜矿供给紧缺，我们测算 LME 铜价需上涨超过 1.25 万美元/吨才可刺激铜企进行大规模资本开支，供给约束提供铜价支撑。需求端，全球制造业 PMI 温和复苏，宏观暖风下，传统领域铜消费需求边际下行压力减轻，同时新能源转型与数据中心用铜带来需求的结构性亮点。行业供需格局持续向好，叠加美联储在四季度持续的降息与可能的停止缩表并开始扩表有望提升市场流动性，铜价中枢将不断上移，建议关注紫金矿业、洛阳钼业。

图58: A 股铜行业指数 PE-TTM 与估值分位点 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图59: A 股铜行业指数 PB 与估值分位点 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表10: 新建铜矿项目 NPV 测算

NPV (美元)		IRR								
		6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
LME 铜价 (美元/吨)	10000	-5655	-6206	-6725	-7215	-7676	-8112	-8525	-8915	-9284
	10500	-3482	-4116	-4714	-5277	-5809	-6311	-6786	-7235	-7661
	11000	-1309	-2026	-2703	-3340	-3942	-4510	-5047	-5556	-6037
	11500	<b>865</b>	<b>64</b>	-691	-1403	-2075	-2709	-3309	-3876	-4413
	12000	3038	2154	<b>1320</b>	<b>534</b>	-207	-908	-1570	-2197	-2790
	12500	5212	4243	3331	2471	<b>1660</b>	<b>893</b>	<b>169</b>	-517	-1166
	13000	7385	6333	5343	4409	3527	2694	1907	<b>1163</b>	<b>457</b>
	13500	9559	8423	7354	6346	5394	4496	3646	2842	2081

资料来源: Wind, S&P Global, 中国银河证券研究院

表11: A 股铜矿行业上市公司重点关注标的

公司	市值 (亿元)	PE (ttm)	EPS (元)			PE			PB
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
紫金矿业	7,522	17	1.95	2.56	2.83	15	11	10	4.5
洛阳钼业	3,283	17	0.91	1.10	1.17	17	14	13	4.3

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

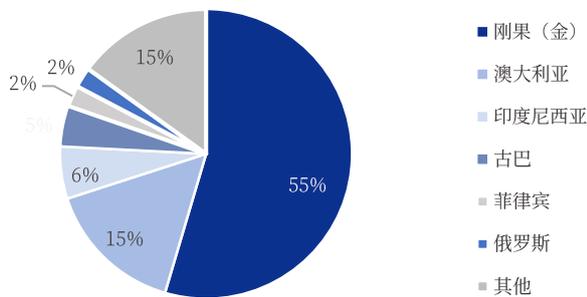
注: 以 2025 年 11 月 18 日收盘价进行计算

## 四、能源金属：原料缺口逐步显化，钴价涨势有望延续

### （一）刚果（金）限制出口引发供给收缩，产业链库存加速去化

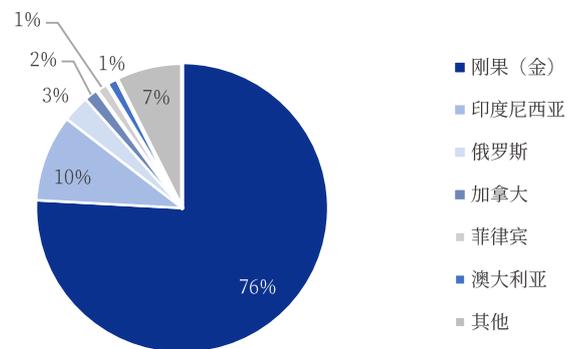
刚果（金）钴储量及产量均为全球第一，主导全球钴供应。储量方面，2024 年刚果（金）钴储量全球占比达 54.5%，为全球第一大钴资源国，其余澳大利亚、印尼、古巴、菲律宾等国，储量全球占比分别为 15.5%、5.8%、4.5%、2.4%。产量方面，刚果（金）是最大的钴生产国，受益于洛阳钼业旗下在刚果（金）钴矿山的产能提升，2024 年刚果（金）钴产量 22 万吨，占全球钴产量的 76%；印尼作为第二大钴生产国，钴产量 2.8 万吨，占全球矿产量的 9.7%，其产量增长由多个高压酸浸（HPAL）项目推动。

图60：全球钴储量分布



资料来源：USGS, 中国银河证券研究院

图61：全球钴产量分布



资料来源：USGS, 中国银河证券研究院

**2025 年刚果（金）钴出口管控，标志着该国首次通过行政手段有效干预全球钴市场平衡，以扭转前期钴价低迷局面。**回顾历史，刚果（金）最早于 2013 年尝试类似禁令，但因电力短缺、冶炼产能不足而推迟。而本次由刚果（金）战略矿产市场监管局（ARECOMS）主导的禁令于 2 月 24 日生效，立即暂停所有来源的钴矿产品出口 4 个月（有效期至 6 月 22 日）；而后鉴于市场上钴库存依然充足，6 月 21 日，刚果（金）ARECOMS 进一步将禁令延长三个月；9 月 21 日，刚果（金）战略矿产市场监管局宣布，自 10 月 16 日起将解除实施了数月的钴出口禁令，转为实行年度出口配额管理制度，以调节全球市场供应。根据新规，2025 年剩余出口配额仅 1.81 万吨，2026-2027 年每年配额锁定 9.66 万吨，较 2024 年实际产量锐减 56%，其中 8.7 万吨为基础配额，9600 吨为 ARECOMS 战略配额。

2025 年 2 月以来，刚果（金）的钴出口政策从最初的出口禁令到延期，再到明确的钴出口配额管理制度，反映出刚果金政府调控市场供应的决心，这与早期政策形成鲜明对比，凸显其战略意图——消化过剩库存、限制供应提价，扭转财政收入下滑趋势（自 2022 年以来政府的资源税收入因钴价下跌而大幅缩水），同时强化资源主权。

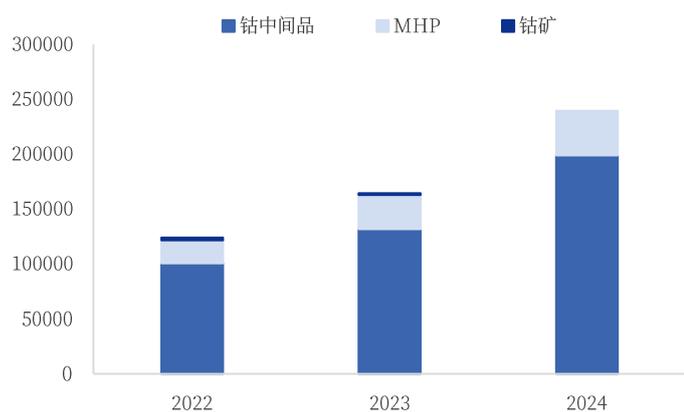
表12: 刚果（金）钴出口配额情况（吨）

企业名称	所属企业	2025年10月	2025年11月	2025年12月	2025年	2026年	2027年	比重
CMOC Kisanfu Miing SARL	洛阳铜业	850	1700	1700	4250	20400	20400	23.45%
Tenke Fungurume Mining SA	洛阳铜业	450	900	900	2250	10800	10800	12.41%
Mutanda Mining SARL	嘉能可	230	460	460	1150	5520	5520	6.34%
Kamoto Copper Company SARL	嘉能可	555	1110	1110	2775	13320	13320	15.31%
Metalkol SA	欧亚资源	425	850	850	2125	10200	10200	11.72%
Entreprise Générale du Cobalt SA (刚果金本国企业)	EGC	235	470	470	1175	5640	5640	6.48%
La Minière de Kalukundi SARL	北方矿业	115	230	230	575	2760	2760	3.17%
Compagnie Minière de Kambove SARL	北方矿业	85	170	170	425	2040	2040	2.34%
Société Minière de Deziwa SAS	中色集团	165	330	330	825	3960	3960	4.55%
Kambove Mining SAS	中色集团	20	40	40	100	480	480	0.55%
Compagnie Minière de Luisha SARL	中铁资源	15	30	30	75	360	360	0.41%
Simo-Congolaise des Mines SA "Sicomines"	中铁资源	90	180	180	450	2160	2160	2.48%
Kalongwe Mining S A	盛屯矿业	70	140	140	350	1680	1680	1.93%
Ruashi Mining SAS	金川集团	65	130	130	325	1560	1560	1.79%
Société congolaise du Terril de Lubumbashi SASU (刚果金本国企业)	GECAMINES	60	120	120	300	1440	1440	1.66%
Chemical of Africa SA	Chemaf	50	100	100	250	1200	1200	1.38%
Congo Dongfang International Minig SARL	华友钴业	45	90	90	225	1080	1080	1.24%
Compagnie minière de Musonoie SAS	紫金矿业	45	90	90	225	1080	1080	1.24%
Kisanfu Miig SPRL	维玛特	30	60	60	150	720	720	0.83%
Société Minière du Katanga SASU	维玛特	10	20	20	50	240	240	0.28%
MMG Kinsevere	五矿集团	15	30	30	75	360	360	0.41%
合计	-	3625	7250	7250	18125	87000	87000	100%
ARECOMS 战略配额 (刚果金本国监管机构)	-	0	0	0	0	9600	9600	-
配额总合计	-	3625	7250	7250	18125	96600	96600	-

资料来源: ARECOMS, Mysteel, 中国银河证券研究院

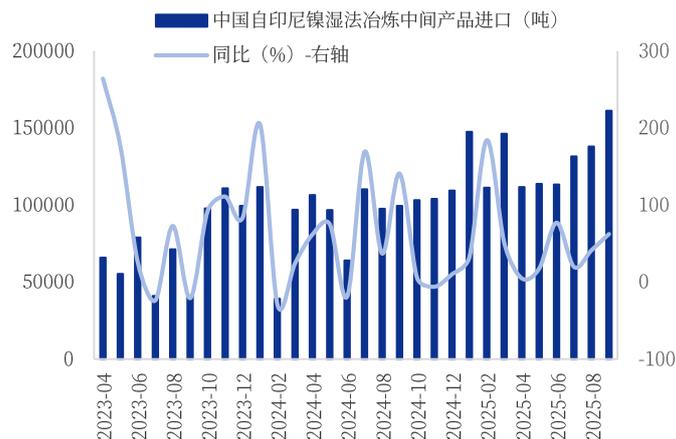
**印尼 MHP 高增长，但仍难以抵消刚果（金）钴禁令带来的供应减少。**据 Cobalt Institute，印尼的高压酸浸项目所产出的混合氢氧化物沉淀（MHP），是一种同时含有镍和钴的中间产品，镍钴比通常在 8:1-10:1 之间。另据 Mysteel 调研印尼 8 家样本项目统计，2025 年 1-6 月印尼 MHP 产量共计 22.48 万金属吨，同比增加 63%；下半年印尼新增产能集中释放是核心驱动，MHP 全年产量或接近 50 万金属吨，同比增超 30%。配额制度下，我们预计 2025 年刚果（金）钴出口量为 11.4 万吨，较 2024 年产量减少 10.6 万吨，尽管印尼钴产量有望在 MHP 产能释放的带动下保持高速增长，但根据镍钴比测算，印尼钴增长难以抵消刚果（金）钴禁令带来的供应减少。

图62: 98-99%中国钴中间品资源量进口来自刚果(金) (金吨)



资料来源: SMM, 中国银河证券研究院

图63: 中国自印尼镍湿法冶炼中间产品进口及变化



资料来源: mysteel, 中国银河证券研究院

**限制出口政策效果显著, 钴价得到大幅提振。**2025年2月禁令触发钴全品类价格暴涨, 第一轮禁令实施期间钴产品整体涨幅均超40%, 钴中间品涨幅达108%; 而6月延期后涨幅收窄至个位数, 反映市场已存在政策预期; 9月刚果(金)配额制度低于市场预期, 导致供应大幅收缩, 原料价格出现更为剧烈的上涨。截至目前, 中国钴中间品、电解钴、硫酸钴、四氧化三钴市场均价分别较2月禁令实施前上涨317%、149%、238%、213%。

**国内钴原料供应面临紧缺风险, 有望推动国内钴产业链库存加速去化。**2025年9月中国自刚果(金)钴湿法冶炼中间品的进口量为9535吨, 同比-84%。考虑刚果(金)2-3个月船运期, 滞留原料预计在2026年1月前无法补货, 国内冶炼企业面临日益严峻的原料断供风险, 下游企业“抢货”情绪下现货紧张, 企业将加速消耗现有库存。2025年刚果(金)钴出口禁令后, 截至目前, 国内电解钴库存减少5吨, 氧化钴库存增加350金属吨、硫酸钴减少1450金属吨、四氧化三钴增加50吨。

图64: 钴价格走势



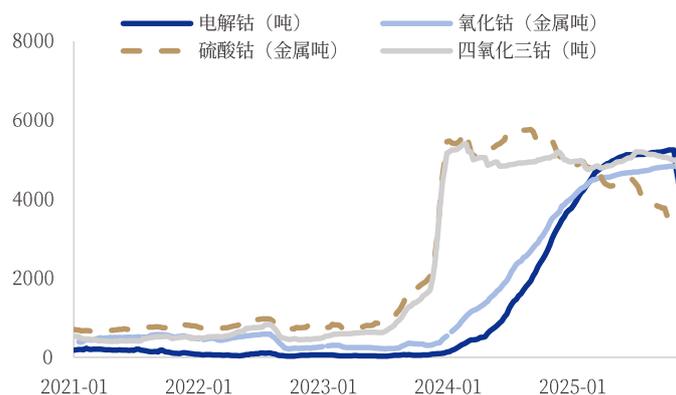
资料来源: 百川, 中国银河证券研究院

图65: 中国自刚果(金) 钴湿法冶炼中间产品进口大幅下降



资料来源: mysteel, 中国银河证券研究院

图66: 中国钴产品库存情况

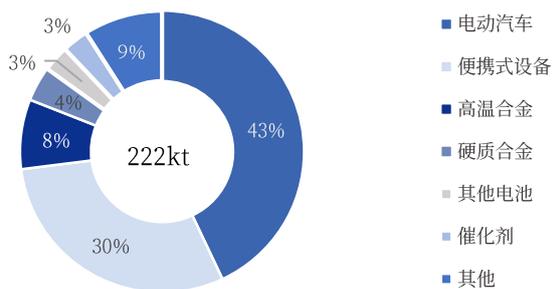


资料来源: mysteel, 中国银河证券研究院

## (二) 锂电池需求稳步增长, 供需平衡表逆转抬高钴中长期价格中枢

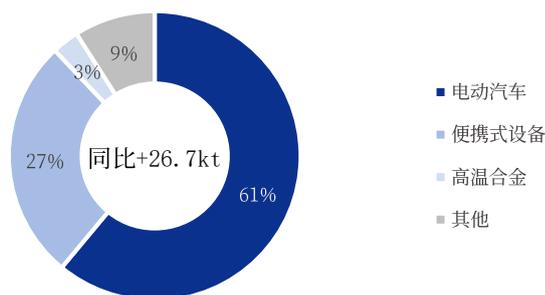
锂电池需求是最大的用钴领域, 主要包括新能源汽车、便携式设备领域电池。2024 年全球钴消费量达 22.2 万吨, 同比增长 14%, 创近三年新高, 其中动力电池与便携电子设备领域贡献核心增量, 电动车领域消费 9.5 万吨, 需求占比升至 43%, 便携电子设备领域消费 6.7 万吨, 需求占比为 30%, 叠加其他电池需求占比 3%, 电池领域占钴需求量的 76%, 高于 2023 年的 73%; 2024 年各类电池合计推动了 94% 的钴需求增长。然而随着磷酸铁锂电池需求的增长, 尤其是在中国市场, 导致含钴电池化学体系占整体市场的比例较 2023 年的 56% 降至 2024 年的 49%。此外, 高温合金仍是非电池应用中占比最大的一块, 支撑了约 8% 的钴需求。

图67: 2024 年按主要终端用途划分的全球钴需求量 (kt)



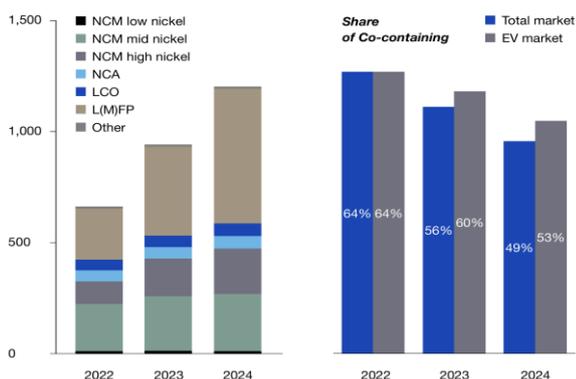
资料来源: cobalt institute, 中国银河证券研究院

图68: 2024 年按主要终端用途划分的全球钴年度增长量 (kt)



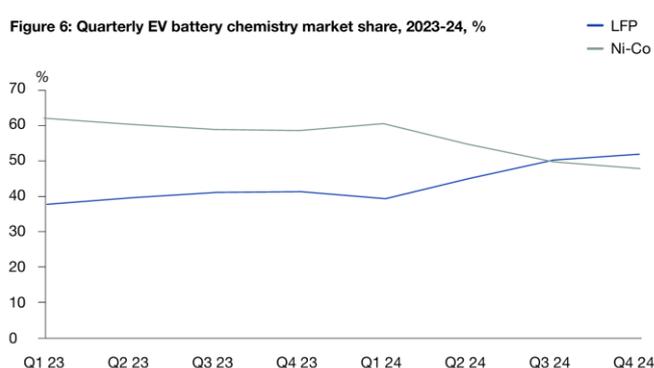
资料来源: cobalt institute, 中国银河证券研究院

图69: 按正极化学体系划分的全球电池需求 (MWh)



资料来源: cobalt institute, 中国银河证券研究院

图70: 2023-2024 年季度电动汽车电池化学体系市场份额

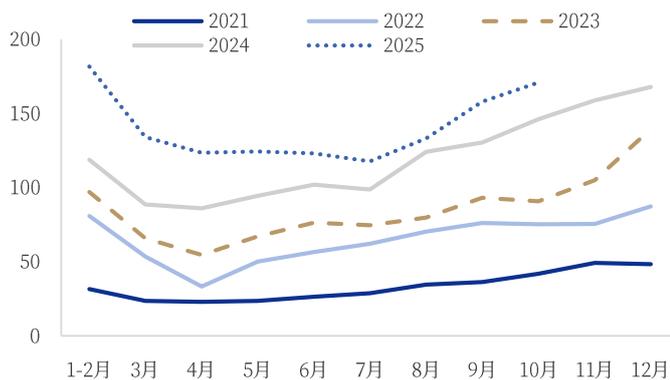


资料来源: cobalt institute, 中国银河证券研究院

**新能源汽车景气度依旧，消费电子受补贴政策提振。**今年以来，中国新能源汽车市场在两新政策+购置税减免的背景下延续高增长，2025年1-10月国内新能源汽车累计产量1267万辆，累计同比增长28%。中汽协预测，2025年中国新能源汽车的销售量预计将达1600万辆，同比增幅高达24%，继续引领汽车行业的转型和发展。另一方面，中国出台3C消费补贴政策，对3C电子消费需求形成提振，2025年1-10月智能手机产量8.3亿台，同比增长1.8%。2025年1-10月三元正极材料产量67.5万吨，同比增长18%；钴酸锂产量11.6万吨，同比增长43%。

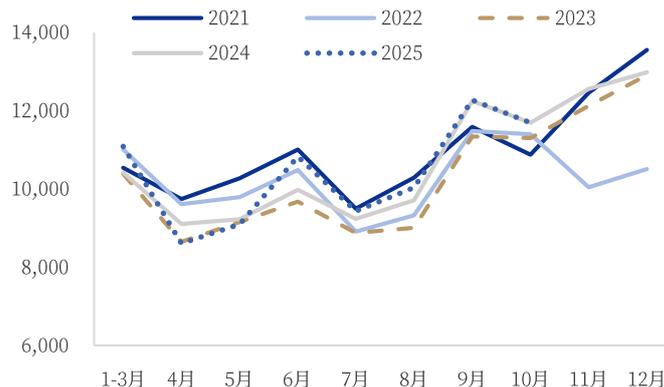
展望2026年，三元材料自身在快充、高能量密度、低温性能等应用场景仍更有优势，在高端电动车、eVTOL及机器人等领域展现出不可替代的优势，是当前市场的首选技术路线，渗透率有望逐步触底；半固态电池的产业化进程加速，有望为三元电池材料拓宽新的需求前景。而消费电子市场持续复苏，多款新产品的发布，在终端手机单机电池容量需求提升的背景下，消费电子用钴需求有望回暖。

图71: 国内新能源汽车产量 (万辆)



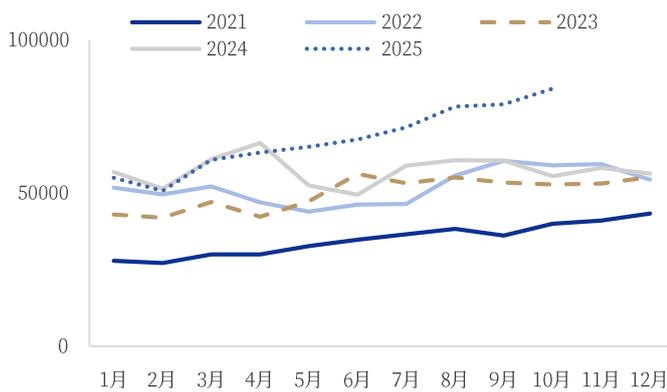
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图72: 国内智能手机产量 (万台)



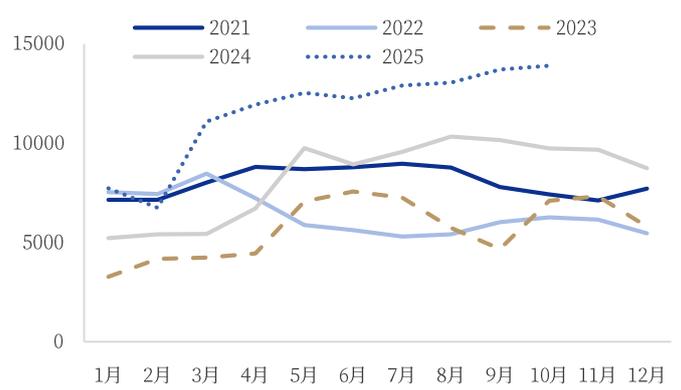
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图73: 国内三元材料产量 (吨)



资料来源: 百川, 中国银河证券研究院

图74: 国内钴酸锂产量 (吨)



资料来源: 百川, 中国银河证券研究院

**美国收储钴强化自主供应链、欧盟宣布“重新武装欧洲计划”，带动军用领域用钴需求。**合金钴对军事系统中的一系列应用至关重要，可用于弹药、喷气发动机、航空母舰等。国防部下属的物资局（DLA）在美东时间 8 月 21 日发布招标文件，计划在未来 5 年内采购约 7480 吨合金级钴，以保障军事装备关键部件的原材料供应，总合同金额最高可达 5 亿美元。DLA 的主要职能包括为美国各类武装部队和盟友提供后勤、采购和技术支持。这是自 1990 年冷战结束后，美国首次大规模采购钴作为战略储备。由于钴供应高度集中，2024 年刚果（金）供应占全球 75.9%，且由中国主导精炼加工，2024 年占据全球 78.6% 份额，迫使美国通过收储重建自主供应链。另一方面，此前 3 月欧盟提出“重新武装欧洲”计划，拟调动 8000 亿欧元打造“一个安全而有韧性的欧洲”，其中包括向欧盟成员国提供 1500 亿欧元贷款用于国防投资，并协助成员国整合需求、共同采购军事装备，以增强欧洲安全。地缘政治紧张局势加剧背景下，全球军费开支规模的扩大，将带动军工领域用钴需求增长。

表13: 钴在国防应用中的使用

应用领域	组件	细分领域	材料
飞机 / 直升机	燃烧室	高温合金	镍/钴高温合金
	传感器 / 航空电子设备	磁体	SmCo
导弹	推进系统	磁体	SmCo
	控制作动器	磁体	SmCo
航空母舰	综合全电力推进系统	高温合金	镍/钴高温合金
	带舷外电动机的推进系统	磁体	SmCo
护卫舰 / 驱逐舰 / 潜艇	电动机	磁体	SmCo
无人机	电池	电池	LCO

资料来源: cobalt institute, 中国银河证券研究院

**钴供应短缺短期持续存在，供需平衡表的逆转抬高钴中长期价格中枢。**从 A 股钴行业的历史估值的纵向比较来看，目前 A 股钴行业指数市盈率（TTM）为 23.5x，低于近五年估值中枢 26.5x，处于近五年 50.7% 分位点。由于刚果（金）至中国钴产品运输需 3 个月，10 月 16 日后发货的 2026 年 1 月到港，短期中国钴供应短缺难缓解，四季度消费电子及汽车行业需求旺季下，国内产业链库存有望加速去化，国内钴价有望维持涨势。随着刚果（金）出口配额政策落地，印尼增量难以弥补供给缺口，全球钴供给端显著收紧，预计 2025-2026 年全球钴供给量分别为 20.7、20 万吨，同比下降 28% 和 3%。需求端，新能源汽车高端化和消费电子复苏，叠加美国等国家军工与战略储备需求增加，预计 2025-2026 年全球钴需求量分别为 23.7、25.3 万吨，同比保持 7% 增长。供需平衡由

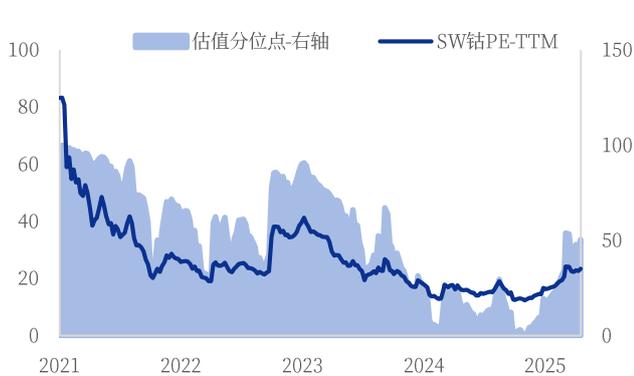
2024 年过剩 6.7 万吨，转为 2025 年的短缺 3 万吨，并在 2026 年缺口进一步扩大至 5.3 万吨。供需格局改善背景下，钴价上行趋势明确。建议关注华友钴业、洛阳钼业、腾远钴业。

表14: 全球钴供需平衡表

	2022	2023	2024	2025E	2026E
钴供给 (万吨)	19.9	23.2	28.9	20.7	20.0
yoy		17%	25%	-28%	-3%
刚果 (金)	14.5	17.5	22.0	11.4	9.7
印尼	1.0	1.9	2.8	4.8	5.4
其它	4.4	3.8	4.1	4.5	4.9
钴需求 (万吨)	18.7	19.53	22.2	23.7	25.3
yoy		4%	14%	7%	7%
电动汽车	7.5	8.8	9.5	10.0	10.5
便携式电子产品	5.6	5.1	6.7	7.3	8.1
合金	2.6	2.5	2.7	2.9	3.2
其它	3.0	3.1	3.3	3.4	3.5
供需平衡 (万吨)	1.2	3.6	6.7	-3.0	-5.3

资料来源: USGS, cobalt institute, Wind, 中国银河证券研究院

图75: A 股钴行业指数 PE-TTM 与估值分位点 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图76: A 股钴行业指数 PB 与估值分位点 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表15: A 股钴行业上市公司重点关注标的

公司	市值 (亿元)	PE (ttm)	EPS (元)			PE			PB
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
华友钴业	1,219	23	3.47	4.02	4.71	19	16	14	2.6
洛阳钼业	3,283	17	0.91	1.10	1.17	17	14	13	4.3
腾远钴业	195	24	1.54	1.77	1.88	19	15	12	2.2

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以 2025 年 11 月 18 日收盘价进行计算

## 五、稀有金属：稀土战略价值提升，供需格局向好

### （一）2025 年回顾：守得云开见月明

**轻稀土：**镨钕价格经过 2024 年磨底之后在 2025 年终于走出底部，并在三季度迎来为期一个半月涨幅 42.7% 的行情。根据百川盈孚数据，国内氧化镨钕价格 2025 年上半年维持在 40-45 万元/吨区间窄幅震荡，走势类“N”型；7-8 月受下游磁材需求增长以及出口修复的拉动，价格进入上行通道，从 7 月初的 45 万元/吨大幅拉涨至 63.5 万元/吨（8 月 19 日），达到年内高点，并创下 2021 年以来单周最大涨幅记录（周涨幅 19.36%）；随后历经两个月时间于 10 月 24 日回调至 50 万元/吨；此后受中美谈判利好影响带动市场情绪向好，于 10 月底再次拉动价格上涨。毛坯钕铁硼走势基本跟随镨钕同向变化。

**中重稀土：**境界扩散技术的使用导致铽与镱需求出现分化，年内价格走势呈现不同态势。铽：由于缅甸进口受阻导致供给紧张，叠加出口管制的情绪催化，年初自 4 月中旬整体上涨 29.56% 至 727.5 万元/吨（4 月 14 日）；此后，进口量恢复导致供给增加与国内出口管制导致需求受限，供需矛盾下 5-8 月铽价整体横盘；进入 9 月后磁材新增订单有限，需求偏弱，铽价阶梯式下跌，从 745 万元/吨的年内高点降至 652.5 万元/吨，降幅 12.42%。镱：由于境界扩散等技术的渗透率提升，镱的下游需求相对于铽边际下降，加之供给过剩，供需失衡导致氧化铽价格从 2 月的 174 万元/吨跌至 11 月中旬的 152.5 万元/吨，跌幅 12.36%。

**权益板块：**稀土板块权益市场表现显著优于商品市场，年内最高涨幅 91.7%，权益板块的行情启动时点较商品市场提前 1 个月，行情持久度也 longer。A 股稀土板块年内走势与轻稀土价格走势基本吻合，1-5 月以“N”型走势区间震荡，6 月提前开启上涨行情，稀土永磁指数 6-8 月三个月涨幅达到 64.26%。

图77：国内氧化镨钕价格



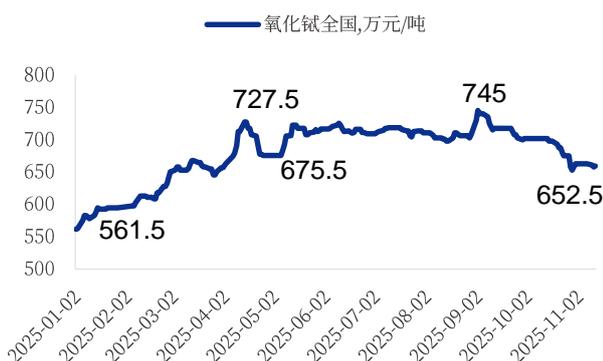
资料来源：百川盈孚、中国银河证券研究院

图78：国内钕铁硼价格



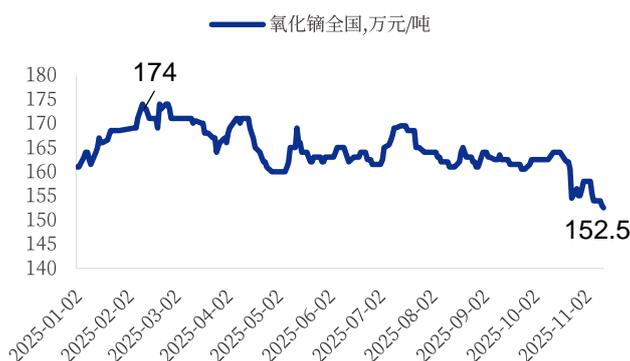
资料来源：百川盈孚、中国银河证券研究院

图79: 国内氧化铽价格



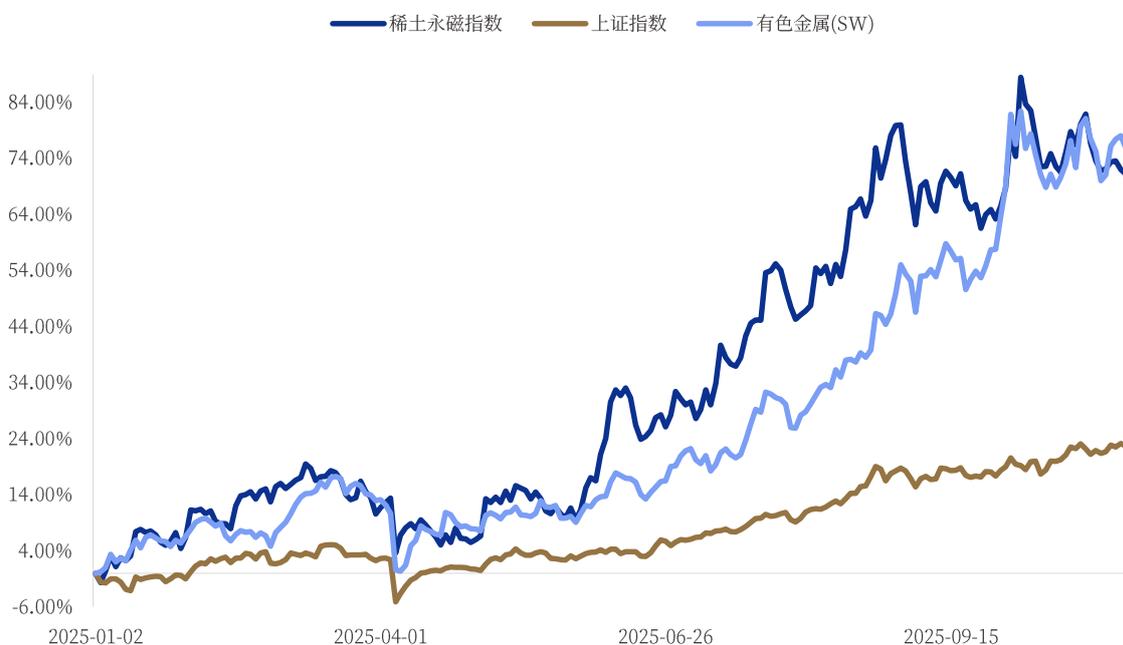
资料来源: 百川盈孚、中国银河证券研究院

图80: 国内氧化镝价格



资料来源: 百川盈孚、中国银河证券研究院

图81: 年内稀土永磁指数与上证指数、有色金属指数走势对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 贸易战背景下稀土战略价值凸显

在美国实施对等关税后, 2025年4月4日, 商务部、海关总署公告根据《中华人民共和国出口管制法》等有关法律法规, 为维护国家安全和利益、履行防扩散等国际义务, 对部分中重稀土(钐、钆、铽、镝、钕、钐、钐、钐等)相关物项实施出口管制, 含有铽、镝的高性能稀土永磁出口受到较大影响。此后, 今年4、5、6月我国稀土永磁出口同比大幅下降45%、74%、38%, 5月出口量创近五年来新低。根据澎湃新闻, 2025年6月, 海外多家车企因稀土永磁短缺影响生产, 据澎湃新闻报道, 日本铃木暂停运营日本本土的部分汽车生产线, 美国福特的芝加哥工厂阶段性暂停探险者(Explorer) SUV的生产, 宝马表示部分供应商网络已经受到稀土短缺的影响, 特斯拉“擎天柱”也因稀土库存紧张面临量产困难, 欧洲汽车零部件协会表示由于稀土材料和磁铁的严重短缺, 部分欧洲汽车零部件供应商已暂停若干生产线。除了新能源车领域, 稀土在电子信息、航空航天、国防军工等高端制造领域应用也十分广泛, 掺有稀土元素钕钐的钕钐铝石榴石激光测距机广泛应用于多

款主战坦克；美国的 MK82 型 227 千克低阻航弹采用了稀土金属内衬；美国 F-22A 隐身战斗机的机身采用了稀土钛合金、稀土镁合金。

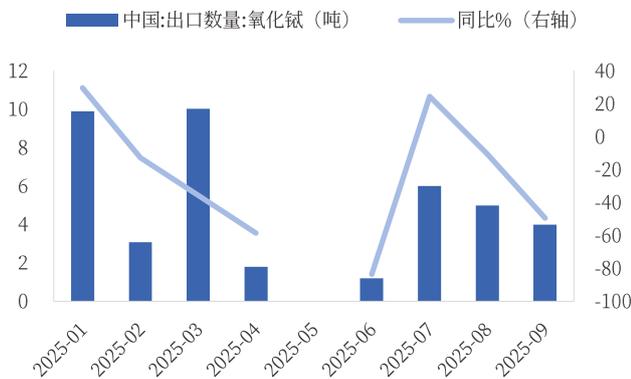
图82：我国稀土永磁月度出口情况



资料来源：海关总署、Wind，中国银河证券研究院

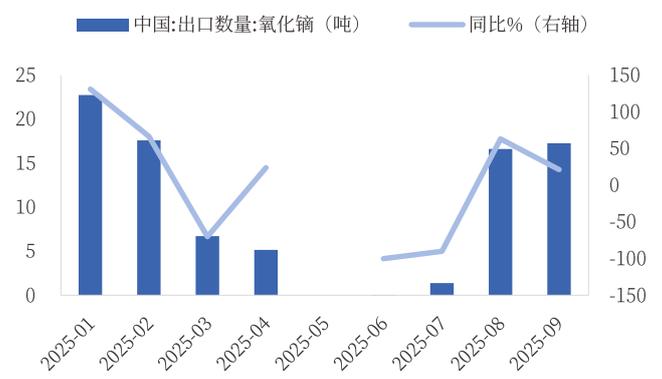
**出口管制后海外重稀土价格大幅拉涨较国内溢价。**2025年5月国内氧化铽、氧化镱没有出口，6月仅少量出口。而在出口管制实施后的一个月时间内，欧洲氧化镱、氧化铽涨价近2倍。根据阿格斯金属数据，2025年5月底欧洲氧化铽价格为2200-3500美元/公斤，氧化镱为500-900美元/公斤，而同期国内氧化铽、氧化镱均价为707.5/162万元/吨，海外价格是国内价格的至少2倍以上。

图83：国内氧化铽月度出口情况



资料来源：百川盈孚、中国银河证券研究院

图84：国内氧化镱月度出口情况



资料来源：百川盈孚、中国银河证券研究院

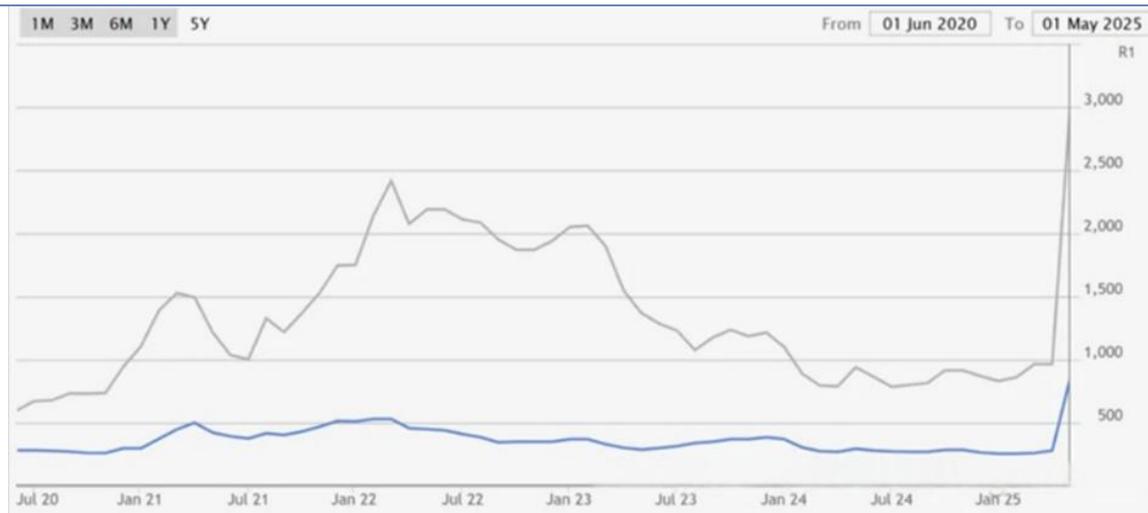
表16：国内外氧化镱、氧化铽价格对比

时间	项目	氧化镱		氧化铽	
2025年5月6日	欧洲(美元/kg)	700	1000	2000	4000
	欧洲-中间价(美元/kg)	850		3000	
	月涨幅	204%		211%	
	欧洲-折人民币(万元/吨)	612		2160	
	汇率	7.2		7.2	
	国内(万元/吨)	160		675.5	

	国内外价差 (倍)	3.83		3.20	
2025年5月22日	欧洲 (美元/kg)	500	900	2200	3500
	欧洲-中间价 (美元/kg)	700		2850	
	欧洲-折人民币 (万元/吨)	503.3		2049.15	
	汇率	7.19		7.19	
	国内 (万元/吨)	162		707.5	
	国内外价差 (倍)	3.11		2.90	

资料来源: 阿格斯金属、百川盈孚、Wind, 中国银河证券研究院

图85: 欧洲氧化镨 (灰色)、氧化铽价格 (蓝色) 近 5 年历史价格 (美元/kg)



资料来源: 阿格斯金属, 中国银河证券研究院

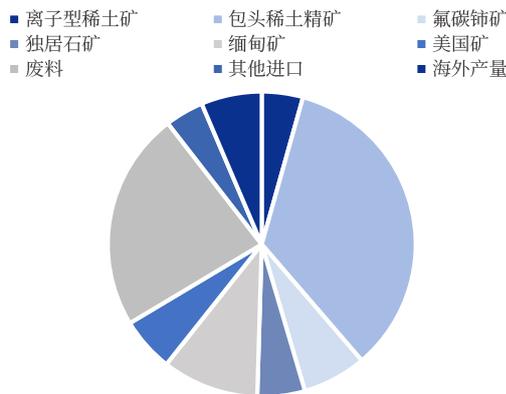
年内的中美多轮贸易谈判中, 美方始终将稀土作为核心议题, 稀土的反制作用凸显。4 月中方启动稀土管制后, 美方迅速放下姿态推动 5 月日内瓦谈判; 6 月因稀土库存告急, 美方主动解除多项对华限制措施换取稀土许可审批; 10 月中方升级全产业链管制后, 美方紧急促成釜山会晤, 同意降低关税来换取民用稀土的快速审批。我国作为全球主要的相关物项生产国和出口国, 长期履行防扩散等国际义务, 此次基于维护国家安全和利益的出口管制, 是统筹发展和安全理念的生动实践。稀土是我国优势矿种, 美国地质调查局数据显示, 美国稀土进口的 70% 来自中国。我国经过多年发展具备完善的稀土产业链, 从上游开采到下游应用, 产业集群效应和规模优势显著。而海外稀土开采面临成本高、环保压力大等风险, 产业链发展处于初期, 短期内难以撼动中国的掌控地位。

### (三) 供给增速边际放缓, 压力显著缓解

**政策落地, 进口矿纳入指标管理。**2025 年 2 月, 工信部发布《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理办法 (暂行)》和《稀土产品信息追溯管理办法 (暂行)》两部征求意见稿, 从稀土总量调控和产品信息追溯两方面进一步细化 2024 年 6 月发布的《稀土管理条例》相关规定。征求意见稿将进口矿和独居石纳入分离冶炼指标管理范围, 较此前的指标管理范围有所扩大; 将合规生产主体明确界定为大型稀土集团, 对其之外的分离冶炼产能形成制约, 对稀土的无序开采和资源浪费将形成有效遏制。2025 年 8 月, 工信部等三部门发布《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理暂行办法》(下称“《暂行办法》”), 较此前的征求意见稿相比, 在进口矿指标方面基本沿用此前规定, 对稀土指标分配和合规生产企业的认定有所提级管理, 将信息追溯内容一并纳入。在进口矿、独居石方面, 《暂行办法》将进口矿和独居石的冶炼分离纳入指标, 根据百川盈孚测算, 2024 年我国进

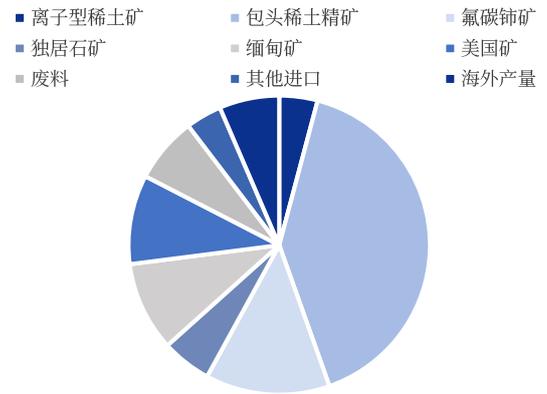
口矿与独居石约占全球稀土供给近 30%，这部分供给纳入指标管理后行业集中度有望再提升。在稀土生产企业资格的认定、指标的分配方面，均提级管理至工信部和自然资源部，指标不局限于两大稀土集团，更符合当前国内冶炼产能的实际情况。对于新增指标分配原则：指标分配将综合考虑稀土生产企业生产能力、技术水平、环保安全水平等因素，此项规定将有助于激励企业提升自身综合实力，主动淘汰落后产能。《暂行办法》将此前《稀土产品信息追溯管理办法》（征求意见稿）中的部分内容一并纳入，规定了稀土生产企业应当建立稀土产品流向记录制度，每月上报稀土产品流向信息。此外，《暂行办法》还构建了权责清晰、上下联动的管理体系。指标的下达由工信部、自然资源部两部门直接下达至稀土企业，通报省、县政府对应部门；指标的执行则明确责任主体为稀土生产企业，执行情况的报送由稀土生产企业报县政府对应部门、县政府报省政府对应部门。

图86：2024 年稀土供给来源



资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

图87：2024 年氧化镨钕供给来源



资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

**国内稀土开采指标增速有望延续放缓态势。**2024 年国内稀土开采指标为 27 万吨，根据 USGS 统计，2024 年全球稀土矿产量为 39 万吨，中国稀土开采指标对全球稀土矿产量的贡献度高达 69%。2025 年国内稀土指标未公开向社会发布，但比照 2024 年指标增速大幅放缓的态势，叠加 2025 年稀土供需矛盾缓解、价格中枢上抬，预计 2025-2026 年指标增速继续延续放缓态势。

图88：2007-2024 年国内稀土开采指标（吨）及增速



资料来源：自然资源部、工信部网站，中国银河证券研究院

**美国 MP 矿停止向中国出口，缅甸进口虽然恢复但不稳定。**2025 年 1-8 月我国稀土金属矿进口

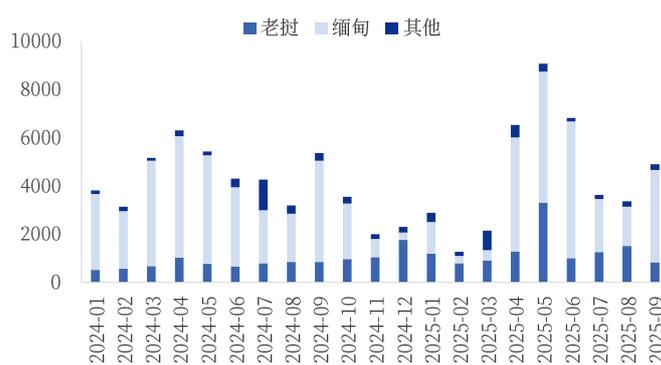
量为 23538 吨，同比减少 38.99%。我国进口稀土金属矿主要来自美国 MP materials，而 MP 自 2025 年 4 月下旬开始停止向中国出口稀土精矿，导致 5 月来自美国的进口量由常规 4000 吨左右大幅下降至 1000 多吨，6 月来自美国的进口量为 0，7 月海上在途货物到港后，8 月进口量再次为 0。缅甸方面进口不稳定，2025 年一季度受当地局势影响缅甸进口矿大幅减少，二季度恢复至常规水平，三季度受雨季影响进口量有所下降，年内老挝矿的进口提供了一定补充，整体来看，2025 年 1-9 月中国未列名氧化稀土进口量为 4.07 万吨，同比基本持平。

图89：我国进口稀土金属矿情况（吨）



资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

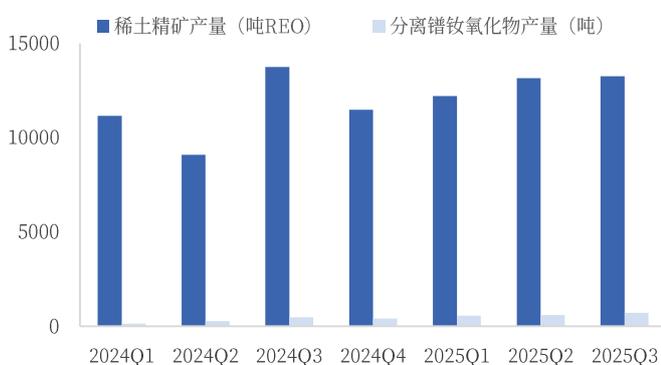
图90：我国进口未列名氧化稀土情况（吨）



资料来源：百川盈孚，中国银河证券研究院

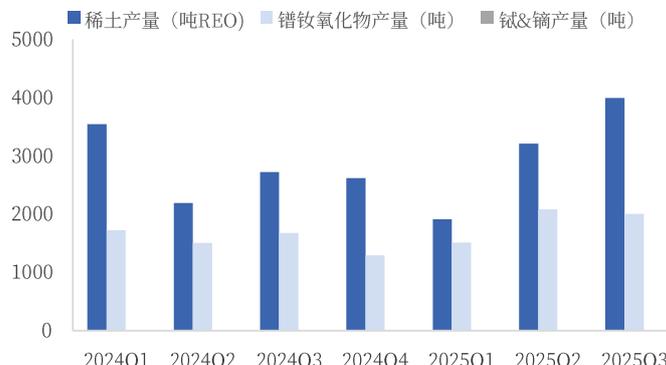
**MP 产量增长，Lynas 首批重稀土发货。**除缅甸外，海外在产主力稀土矿为美国 MP 和澳大利亚 Lynas。2025 年前三季度，美国 MP 公司稀土产量为 3.86 万吨 REO，同比增长 14%，镨钕氧化物产量 1881 吨，同比增长 114%。MP 计划于 2026 年年中启动其新的重稀土分离厂的调试工作，该工厂设计产能年处理约 3000 吨原料，初期将优先生产镨和铈，镨铈的设计产能为每年 200 吨，将支持 MP 计划的每年 1 万吨高性能钕铁硼磁体的生产。澳大利亚 Lynas 是中国以外唯一有中重稀土量产能力的海外稀土矿商，2025 年前三季度稀土产量 9116 吨 REO，同比下降 7%，镨钕产品产量 4905 吨，同比下降 12%。Lynas 马来西亚工厂的重稀土镨/铈分离产线首次投产，三季度产出镨、铈 9 吨，重稀土已签订首批客户，并已向客户发货。

图91：MP Materials 季度稀土精矿及镨钕氧化物产量



资料来源：MP Materials 公司公告，中国银河证券研究院

图92：Lynas 季度稀土及镨钕氧化物产量



资料来源：Lynas 公司公告，中国银河证券研究院

**海外加速推进稀土产业链建设。**美国加速“重启本土产业链”，打造“从从矿山到磁体”垂直

整合供应链。前端资源方面，MP Materials 旗下稀土矿 Mountain Pass 是美国目前唯一规模化的综合性稀土采矿和加工厂。2025 年 7 月 MP 宣布美国国防部以 4 亿美元收购公司优先股，承诺 10 年内以 110 美元/公斤价格采购镨钕产品（约合人民币 79 万元/吨）；并且，MP 拟于 2028 年将钕铁硼产线由 1000 吨扩建至 1 万吨。美国铀生产商 EnergyFuels 公司在犹他州的 WhiteMesa 工厂（美国最大铀生产设施）与制造商合作验证钕镨氧化物，并测试重稀土（镱铽）分离技术。一期已投产，年钕镨产能达 1000 公吨。二期工厂年钕镨产能计划达到 6000 公吨，同时实现大量镱和铽产出。后端磁体方面，美国稀土公司（USARareEarth）俄克拉荷马州的斯蒂尔沃特（Stillwater）工厂一期项目预计于 2026 年上半年投入商业化运营，初期的烧结钕铁硼磁体年产能目标 1,200 公吨，并计划在年底前将产能翻番，远期目标年产能 5,000 公吨，目标北美最大的磁体制造商之一。根据 S&P《关键矿产简报》统计，除美国的 9 个稀土矿山项目外，全球还有 132 个项目正在推进，主要分布在非洲、澳大利亚、巴西、加拿大和印度。虽然海外加速推进稀土产业链建设，但海外新建稀土项目受建设周期、技术以及海外环保审批周期漫长等因素制约，预计近两年难以释放供给增量。

表17：海外重点稀土矿进展

国家/地区	稀土项目	矿石量(万吨)	品位	项目进度
澳大利亚	Hastings-Yangibana	2090	1.2%	预计 2026Q4 投产，预计每年可生产 37,000 吨的稀土精矿
坦桑尼亚	Peak Resources-Ngualla	2130	4.8%	2026 年初建成投产，项目初期预计年产折合氧化物 1.8 万吨稀土精矿，对应该氧化镨钕约 4000 吨
澳大利亚	Arafura-Nolans	5600	2.6%	在建，投产后公司目标每年生产 4,400 吨氧化镨钕
格林兰	Critical Metals Corp-Tanbreez	4500		2025 年 11 月取得核心环境许可，计划从明年开始每年首批产出约 85,000 吨稀土氧化物，随后通过模块化扩建将产量提升至 425,000 吨。
格陵兰	Greenland Minerals-Kvanefjeld	11000	0.5%	暂未开发
美国	Rare Elements Resources-Bear Lodge	1800	3.05%	怀俄明州稀土加工分离示范工厂 2025 年底调试，2026Q1 全面投入运营，计划生产 10 吨氧化镨钕。

资料来源：Hastings、RER、盛和资源等公司公告、网站，中国银河证券研究院

表18：海外其他在建/待建稀土矿、稀土项目

地区	矿业公司	矿山/项目
非洲	彭萨纳公司	安哥拉的隆戈约项目
	纳米比亚关键金属公司	的纳米比亚洛夫达尔重稀土项目
	南非彩虹稀土公司	帕拉博鲁瓦项目
	南非斯廷坎普斯克拉尔钽公司	斯廷坎普斯克拉尔项目
	坦桑尼亚皮克稀土公司	恩瓜拉矿山项目
	马拉维姆坎戈资源公司	松圭山项目
澳大利亚	伊卢卡资源公司	埃尼亚巴精炼厂
	黑斯廷斯科技金属公司、怀卢金属公司	扬吉巴纳项目
	战略材料公司	新南威尔士州杜博矿山
	澳大利亚稀土公司	在南澳大利亚科帕穆拉测试离子粘土矿床
加拿大	托尔加特金属公司	斯特兰奇湖项目
	维塔金属公司	内加拉乔矿山
巴西	巴西冶金矿业公司	阿拉萨项目

资料来源：S&P 关键矿产简报，中国银河证券研究院

#### (四) 需求稳定增长，供需格局向好

**新能源汽车带动稀土永磁需求主要增量。**2025年1-10月，我国新能源汽车产销分别完成1301.5万辆和1294.3万辆，同比分别增长33.1%和32.7%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的46.7%。1-10月，汽车产销分别完成2769.2万辆和2768.7万辆，同比分别增长13.2%和12.4%。根据百川盈孚数据测算，我国新能源汽车对钕铁硼的需求量约占钕铁硼总需求量的19%，占增量的34%，新能源汽车仍是稀土永磁的主要需求增量。考虑到2026年新能源汽车购置税将从全额免税调整为减半征收，国补退出转为地方补贴，我们预测2026年国内新能源汽车增速10%、全球新能源汽车增速14%。2025年10月20日发布的《风能北京宣言2.0》明确提出“十五五”期间，我国风电年均新增装机量不低于1.2亿千瓦，其中海上风电不低于1500万千瓦。确保到2030年，我国风电累计装机量达13亿千瓦，2035年累计装机量不少于20亿千瓦，2060年累计装机量达50亿千瓦。预计新能源车、风电领域将带动稀土需求稳步增长。

图93: 国内新能源汽车销量及同比 (万辆)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图94: 我国风电新增设备容量及同比 (万千瓦)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**人形机器人、低空经济有望打开稀土磁材远期市场空间。**海外以特斯拉为首的人形机器人产业化量产临近，国内《“十四五”机器人产业发展规划》提出，到2025年我国成为全球机器人技术创新策源地、高端制造集聚地和集成应用新高地。GGII预测2026年全球人形机器人在服务机器人中的渗透率有望达到3.5%，将成为稀土永磁未来需求增长的新引擎。根据银河证券机械团队预测，2025-2030年全球制造类人形机器人需求量将由5万台增长至600万台，服务类人形机器人需求量将由5万台增长至703万台，预计2030年全球人形机器人总需求量有望达到703万台，按照文硕资讯数据单台人形机器人使用钕铁硼3.5kg测算，预计2025-2030年全球人形机器人对钕铁硼的需求量将由0.02万吨增长至2.46万吨，对应氧化镨钕的需求量由0.01万吨增长至0.84万吨，年复合增长率达到169%。

2021年2月，中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》首次将“低空经济”概念写入国家规划，低空经济正式上升为国家战略。2023年12月，中央经济工作会议把低空经济列入战略性新兴产业。2024年，“低空经济”在全国两会首次写入政府工作报告，2024年4月工信部等多部门联合印发《通用航空装备创新应用实施方案（2024—2030年）》，提出到2030年推动低空经济形成万亿级市场规模。2025年2月，国家邮政局印发了《国家邮政局关于加快邮政业科技发展的意见》，提出拓展邮政快递低空应用场景，探索开展跨省、城际无人机运输，推动无人机末端配送规模化应用；加强支线运输、末端配送等寄递无人机研制，因地制宜开展低空寄递服务，促进邮政快递低空经济发展，5月20日，国家发改委在新闻发布会上表示，按照先载货后载人、先隔

离后融合、先远郊后城区的原则，在严控风险、确保安全的前提下，分类有序拓展低空经济应用场景，稳妥推进低空旅游、航空运动、消费级无人机等低空消费发展。根据《中国低空经济发展指数报告（2025）》，截至2025年3月，安徽省建成开放30个临时空域、27条临时航线；武汉市批复24条低空航线，其中载人航线8条、无人机航线16条，包含短途运输、空中游览、物流运输等场景。低空经济商业化加速，在万物电驱时代下，低空经济发展将带动稀土永磁需求再放量。

表19: 人形机器人领域氧化镨钕需求测算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
制造类人形机器人需求量 (万台)	5	41	77	255	404	600
服务类人形机器人需求量 (万台)	0	2	6	16	30	103
全球人形机器人需求总量 (万台)	5	43	83	270	434	703
yoy		760%	93%	225%	61%	62%
钕铁硼单位用量假设 (kg/台)	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
人形机器人钕铁硼需求量 (万吨)	0.02	0.15	0.29	0.95	1.52	2.46
人形机器人氧化镨钕需求量 (万吨)	0.01	0.05	0.10	0.32	0.52	0.84

资料来源: GII、中国银河证券研究院

**出口修复后海外补库需求拉动镨钕价格上涨。**进入7月之后，随着稀土出口的逐渐修复，受海外稀土磁材补库备库需求拉动，叠加传统行业旺季的影响，氧化镨钕价格从7月初的44.5万元/吨上涨至8月中下旬的63.5万元/吨，不到两个月内涨幅达到43%。贸易战大背景下，海外企业或可能长期改变库存策略，增加钕铁硼安全库存量。假设海外改变库存策略，增加一个季度的库存量，预计2026年海外钕铁硼对镨钕的需求量为1.63万吨，增速为12.5%。

**稀土供需格局持续好转。**在政策持续发力刺激消费带动下，新能源汽车有望继续保持高增速，节能家电、消费电子有望稳定增长，预测2026年国内钕铁硼需求增速10.6%，对应氧化镨钕需求量为10.46万吨；海外钕铁硼对氧化镨钕的需求1.63万吨，增速12.5%。国内开采指标增速放缓、供给侧管控趋严、美国矿进口停止，预测2026年国内稀土（含进口矿、废料）供应量为45.9万吨REO，国内氧化镨钕供应量为9.8万吨，增速均为-1.8%。考虑海外矿山近年产量平稳、新项目短期难以放量，中国仍是全球稀土供给的主要来源，预测2026年全球稀土供应量52.2万吨REO，氧化镨钕供应量为12.1万吨，增速均为8.5%。根据供需平衡表，2025年全球氧化镨钕紧平衡，2026-2027缺口逐渐扩大。

表20: 全球氧化镨钕供需平衡表 (吨)

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
供给	国内指标	255000	270000	283500	304763	326096
	进口矿	130000	133000	113000	77040	79351
	废料	25000	33000	35000	42000	48300
	海外矿	25000	30000	50000	98500	103425
	全球稀土总供给	435000	466000	481500	522303	557172
	全球氧化镨钕总供给	97526	108189	111788	121260	129356
需求	国内钕铁硼需求	77000	85904	94556	104580	111901
	海外钕铁硼需求	10500	13000	14500	16313	17454
	其他需求	2700	3000	3200	3350	3500
	全球氧化镨钕总需求	90200	101904	112256	124243	132855
供需差		7326	6285	-468	-2982	-3499

资料来源: 百川盈孚、中国银河证券研究院

**贸易战背景下稀土反制作用有效性凸显, 战略价值抬升拉动稀土行业估值提升。**万物电驱时代, 稀土永磁下游汽车、工业电机、风电、消费电子等传统需求长期稳定增长, 人形机器人与低空经济等新型需求即将发力。国内稀土供给管控进一步强化, 政策落地行业集中度再提升; 海外受限于技术及成本制约, 稀土开发进展缓慢, 短期难有较大增量。我国稀土产业链经过多年发展, 已控制从矿石分离到氧化物、金属和磁体的全产业链, 产业集群效应显著。海外短期内难以摆脱中国建立自主可控的稀土磁材全产业链, 规模、成本优势与产业链优势也使其他国家很难与中国稀土磁材竞争, 中国稀土磁材对全球的统治地位将长期存在。新一轮贸易谈判体现稀土磁材的重要性与我国稀土磁材产业在全球的垄断地位, 有利于 A 股稀土磁材板块估值的提升。建议关注国内稀土及钕铁硼龙头北方稀土、广晟有色、中国稀土、金力永磁、宁波韵升、正海磁材、中科三环。

表21: A 股稀土及磁材行业上市公司重点关注标的

公司	市值 (亿元)	PE (ttm)	EPS (元)			PE			PB
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
中国稀土	498	460	0.37	0.50	0.63	128	94	74	10.3
广晟有色	174	166	0.78	1.14	1.63	66	45	32	5.0
北方稀土	1,659	78	0.58	0.87	1.07	79	53	43	6.9
金力永磁	435	78	0.55	0.64	0.91	63	54	38	6.8
宁波韵升	144	48	0.22	0.37	0.43	60	35	31	2.4
正海磁材	141	107	0.33	0.45	0.63	45	33	24	2.8
中科三环	157	109	0.14	0.21	0.27	92	61	48	2.4

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以 2025 年 11 月 18 日收盘价进行计算

## 六、投资建议

2024 年美联储从加息转为降息周期，国内政策重心转为稳增长、加强逆周期调节以加快经济复苏，这两大宏观逻辑的重要转变使有色金属行业景气度摆脱了自 2022 年以来的下行趋势，实现了触底反弹。而 2025 年中美达成日内瓦协议后宏观预期的修复，美国加征关税、中国反制措施及其他资源国矿产资源管制等政策下的供应链扰动、美联储降息周期中的流动性宽松，使有色金属商品价格与行业业绩增速持续提升，确立了有色金属行业进入新一轮上行周期。本轮有色金属行业景气上行主要以有色金属价格的上涨与有色金属企业盈利能力的增强为主导，2026 年美联储在流动性上的边际宽松、中美经贸谈判达成重要协议后的经济修复以及百年变局下的全球有色金属行业供应链重塑有望继续推动有色金属价格与有色金属企业的盈利能力提升，延续有色金属行业的景气上行行情。目前估值处于较安全水平的 A 股有色金属行业在行业业绩带动下有望继续上行。

建议关注：1) 美联储继续降息推动全球黄金 ETF 基金购金，美国债务信用问题加剧将使全球央行与投资者提升黄金在资产组合中的配置比例，利于金价中期上涨，推荐中金黄金；2) 铜矿紧缺无法缓解，中美贸易战缓和下宏观预期改善、美联储降息流动性充裕、与 AI 数据中心大规模建设带来新需求增量，铜价有望持续上涨，推荐紫金矿业、洛阳钼业；3) 刚果（金）施行出口配额政策限制全球钴资源供应，国内钴库存消耗殆尽面临实质性，钴价上涨弹性释放，推荐华友钴业；4) 国内政策收紧供应与出口改变行业格局，需求稳步增长，稀土价格企稳回升，企业盈利能力大幅改善，反制措施提升战略地位与行业估值的稀土永磁板块，推荐北方稀土。

表22: A 股有色金属行业上市公司重点推荐标的

公司	市值 (亿元)	PE (ttm)	EPS (元)			PE			PB	评级
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
紫金矿业	7,522	17	1.95	2.56	2.83	15	11	10	4.5	推荐
洛阳钼业	3,283	17	0.91	1.10	1.17	17	14	13	4.3	推荐
中金黄金	1,013	23	1.10	1.62	1.77	19	13	12	3.5	推荐
华友钴业	1,251	23	3.47	4.02	4.71	19	16	14	2.6	推荐
北方稀土	1,659	78	0.58	0.87	1.07	79	53	43	6.9	推荐

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以 2025 年 11 月 18 日收盘价进行计算

## 七、风险提示

1) **国内经济复苏不及预期的风险**：有色金属需求与宏观经济运行状况紧密相关，若国内经济复苏速度慢于预期，可能会影响有色金属的需求，导致有色金属价格下跌；

2) **美联储降息不及预期的风险**：若美联储降息幅度和频率不及市场预期，可能会导致美元走强，进而对以美元计价的有色金属价格产生压力，同时高利率环境可能会抑制投资和消费，影响有色金属的需求和价格；

3) **有色金属下游需求不及预期的风险**：有色金属下游新能源汽车、光伏、风电装机等领域需求增速若放缓，可能加剧上下游博弈，导致有色金属价格承压；

4) **有色金属价格大幅下跌的风险**：有色金属价格受全球经济局势、货币政策、供需格局等多重因素影响，若这些因素导致价格出现大幅波动，有色金属企业的经营可能面临较大压力；

5) **中美关税贸易战冲突强于预期的风险**：中美关税贸易战将影响宏观经济与有色金属行业需求，导致有色金属价格的下跌，影响行业和相关公司利润。

## 图表目录

图 1: A 股一级行业指数 2025 年初至今涨跌幅.....	5
图 2: A 股有色金属二级子行业指数 2025 年初至今涨跌幅 .....	5
图 3: A 股有色金属三级子行业指数 2025 年初至今涨跌幅 .....	5
图 4: 2025 年初至今有色金属各品种商品价格涨跌幅 .....	6
图 5: A 股有色金属行业估值及相对于全体 A 股的估值溢价.....	7
图 6: A 股有色金属行业 PE 估值.....	7
图 7: A 股有色金属行业 PB 估值.....	7
图 8: 2025 年年底 A 股有色金属子行业 PE 估值近 10 年历史分位点.....	7
图 9: 2025 年有色金属商品价格稳步上行.....	8
图 10: A 股有色金属行业业绩增速企稳向上 .....	8
图 11: 美联储 2025 年 9 月议息会议点阵图 .....	9
图 12: 美联储降息周期中有利于有色金属商品价格实现反转上涨 .....	9
图 13: 美联储准备金余额已降至近 5 年的新低 .....	9
图 14: 美联储扩表所提供的流动性有望支撑金属价格上涨.....	9
图 15: 2025 年黄金价格走势.....	10
图 16: 2025 年前三季度全球黄金需求边际变化量 (吨) .....	11
图 17: 美国就业市场下行风险加大.....	11
图 18: 市场预期 2026 年美联储将降息 3 次 .....	11
图 19: 美联储降息引导美债名义利率下降推动美国实际利率下行, 驱动黄金价格上涨.....	12
图 20: 全球黄金 ETF 基金在美联储的降息周期中加大对黄金的购买力度.....	13
图 21: 2024Q1 后主力黄金 ETF 基金持仓量与金价呈现趋势相同 .....	13
图 22: 全球黄金 ETF 基金黄金总持有量 (吨) .....	13
图 23: 全球央行购金量 .....	14
图 24: 考虑关税收入下, 美国的赤字率将出现一定缓和, 但整体趋势仍是扩张.....	14
图 25: 大美丽法案对美国赤字影响 (亿美元) .....	15
图 26: CBO 估计“大美丽减税法案”将大幅增加美国赤字 (亿美元) .....	15
图 27: 在特朗普当选美国总统后中国人民银行重新开启增持黄金 .....	15
图 28: 美国通过“大而美”法案后, 全球央行加大购金力度.....	15
图 29: 黄金已上升为全球第二大储备资产 .....	16
图 30: 自 2022 年起全球央行中购金最多的 10 家央行 (吨) .....	16
图 31: 黄金增持央行的黄金资产配置较发达国家仍有较大距离 .....	16

图 32: 世界黄金协会调查 95%受访央行会在未来一年内增持黄金.....	16
图 33: 黄金与美债资产波动率相似.....	17
图 34: 当前美债与黄金资产规模与未来 10 年增量 .....	17
图 35: 美国财政赤字与黄金价格.....	17
图 36: 美国信用受损, 美元或进入下行大周期利好中长期金价 .....	17
图 37: A 股黄金板块 PE .....	18
图 38: A 股黄金板块 PB .....	18
图 39: 全球大型铜矿项目 .....	20
图 40: 中国废铜进口变化 (吨) .....	21
图 41: 中国自美国废铜进口变化 (吨) .....	21
图 42: 中国铜精矿冶炼加工费 (美元/吨) .....	22
图 43: 全球精炼铜月度产量 (千吨).....	22
图 44: 中国电解铜月度产量 (万吨).....	22
图 45: 中国铜精矿港口库存处于相对低位 .....	22
图 46: 铜杆月度开工率 (%) .....	23
图 47: 电解铜表观消费量 (万吨) .....	23
图 48: 中国电网基本建设投资完成额当月值 (亿元) .....	23
图 49: 中国电源基本建设投资完成额当月值 (亿元) .....	23
图 50: 中国空调当月产量 (万台) .....	23
图 51: 中国建筑业房屋建筑面积 (万平方米) .....	23
图 52: 国内铜消费结构.....	24
图 53: 全球制造业 PMI (%) .....	25
图 54: 美国库存周期 (%) .....	25
图 55: comex-lme 铜价差迅速被抹平 (吨/美元) .....	26
图 56: 非美地区库存低位 (吨) .....	26
图 57: 铜价走势.....	27
图 58: A 股铜行业指数 PE-TTM 与估值分位点 (%) .....	27
图 59: A 股铜行业指数 PB 与估值分位点 (%) .....	27
图 60: 全球钴储量分布.....	29
图 61: 全球钴产量分布.....	29
图 62: 98-99%中国钴中间品资源量进口来自刚果 (金) (金吨) .....	31
图 63: 中国自印尼镍湿法冶炼中间产品进口及变化.....	31
图 64: 钴价格走势.....	31
图 65: 中国自刚果 (金) 钴湿法冶炼中间产品进口大幅下降.....	32

图 66: 中国钴产品库存情况.....	32
图 67: 2024 年按主要终端用途划分的全球钴需求量 (kt) .....	32
图 68: 2024 年按主要终端用途划分的全球钴年度增长量 (kt) .....	32
图 69: 按正极化学体系划分的全球电池需求 (MWh) .....	33
图 70: 2023-2024 年季度电动汽车电池化学体系市场份额.....	33
图 71: 国内新能源汽车产量 (万辆) .....	33
图 72: 国内智能手机产量 (万台) .....	33
图 73: 国内三元材料产量 (吨) .....	34
图 74: 国内钴酸锂产量 (吨) .....	34
图 75: A 股钴行业指数 PE-TTM 与估值分位点 (%) .....	35
图 76: A 股钴行业指数 PB 与估值分位点 (%) .....	35
图 77: 国内氧化镨钕价格.....	36
图 78: 国内钕铁硼价格.....	36
图 79: 国内氧化铽价格.....	37
图 80: 国内氧化镝价格.....	37
图 81: 年内稀土永磁指数与上证指数、有色金属指数走势对比 .....	37
图 82: 我国稀土永磁月度出口情况.....	38
图 83: 国内氧化铽月度出口情况.....	38
图 84: 国内氧化镝月度出口情况.....	38
图 85: 欧洲氧化镝 (灰色)、氧化铽价格 (蓝色) 近 5 年历史价格 (美元/kg) .....	39
图 86: 2024 年稀土供给来源.....	40
图 87: 2024 年氧化镨钕供给来源 .....	40
图 88: 2007-2024 年国内稀土开采指标 (吨) 及增速 .....	40
图 89: 我国进口稀土金属矿情况 (吨) .....	41
图 90: 我国进口未列明氧化稀土情况 (吨) .....	41
图 91: MP Materials 季度稀土精矿及镨钕氧化物产量.....	41
图 92: Lynas 季度稀土及镨钕氧化物产量.....	41
图 93: 国内新能源汽车销量及同比 (万辆) .....	43
图 94: 我国风电新增设备容量及同比 (万千瓦) .....	43
重点公司盈利预测与估值 .....	3
表 1: 美联储历次降息期间的金价涨幅 .....	12
表 2: A 股黄金行业重点关注公司 .....	18
表 3: 全球重点矿企铜产量情况 (万吨) .....	19

表 4: 2026 年铜矿新增项目 (万吨) .....	20
表 5: 全球铜矿供需平衡表 (千吨) .....	21
表 6: AI 数据中心领域铜需求测算 (万吨) .....	24
表 7: 中国精铜需求测算 (万吨) .....	25
表 8: 全球精铜消费预测表 (万吨) .....	25
表 9: 全球精铜供需平衡表 (千吨) .....	26
表 10: 新建铜矿项目 NPV 测算.....	28
表 11: A 股铜矿行业上市公司重点关注标的 .....	28
表 12: 刚果 (金) 钴出口配额情况 (吨) .....	30
表 13: 钴在国防应用中的使用.....	34
表 14: 全球钴供需平衡表.....	35
表 15: A 股钴行业上市公司重点关注标的 .....	35
表 16: 国内外氧化镨、氧化铽价格对比 .....	38
表 17: 海外重点稀土矿进展.....	42
表 18: 海外其他在建/待建稀土矿、稀土项目 .....	42
表 19: 人形机器人领域氧化镨钕需求测算 .....	44
表 20: 全球氧化镨钕供需平衡表 (吨) .....	44
表 21: A 股稀土及磁材行业上市公司重点关注标的 .....	45
表 22: A 股有色金属行业上市公司重点推荐标的 .....	46

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立：银河证券有色金属行业首席分析师；阎予露：银河证券有色金属行业分析师；孙雪琪：银河证券有色金属行业分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn