



# 能源金属行业：景气分化与信用风险前瞻

工商部 | 李玮

2026 年 9 月 8 日

## 摘要：

能源金属是支撑全球能源转型的上游战略性原材料，其供给具有明显的资本密集型和资源约束型特征，属于典型的强周期行业。政策与外部环境方面，国内以资源保障和产业升级为主线，国际上资源民族主义抬头与产业政策壁垒强化并行。周期定位方面，行业当前处于复苏初期，内部景气修复节奏分化显著，锂已率先迈入被动去库的景气回升通道，镍呈低景气、弱复苏态势，钴短期仍承压偏弱运行。财务验证层面，资源自给率是决定盈利质量的核心变量，产业链向中下游延伸越深，流动性压力越突出。信用利差方面，2023 年以来行业信用利差整体呈收窄趋势，头部企业市场定价已充分反映其稳健基本面，但中层企业债券融资支持较弱，结构性压力突出。信用风险呈三层格局：头部企业依托资源壁垒、一体化布局和融资优势构成信用稳定器；中间企业是景气敏感层，短期债务增速、海外项目成本及投产回报偏差是核心预警信号；尾部企业面临出清压力。预计未来 3~6 个月，能源金属行业信用风险整体边际改善、结构性分化延续，需关注新能源汽车销量和储能装机增速兑现情况、境外资源配额落地执行力度、行业新增产能投放节奏，以及宏观政策、地缘环境等外部变量对行业信用风险的影响。

**关键词：**能源金属（锂、钴、镍）；行业景气度；信用利差；信用风险

## 正文：

### 一、行业属性界定与逻辑解构

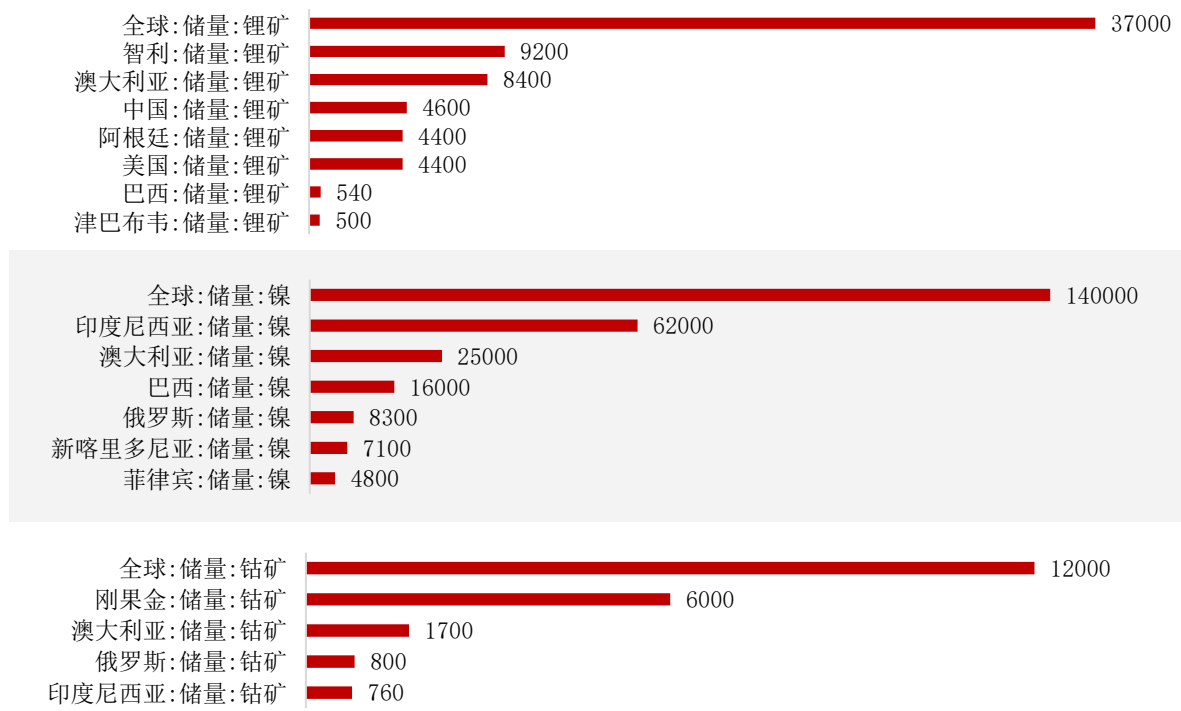
#### （一）行业分类与属性界定

能源金属是支撑全球能源转型的上游战略性原材料，其供给具有明显的资本密集型和资源约束型特征，属于典型的强周期行业，同时呈现出很高的政策敏感性。

能源金属以锂、钴、镍为核心品种，是支撑全球能源转型的上游战略性原材料。

从需求维度看，能源金属行业具备典型的消费驱动特征，其需求主要来源于动力电池和储能电池两大领域，下游消费放量能够较快地传导至能源金属价格。锂、钴的终端需求高度依赖新能源汽车、储能电站等新能源产业投资，与全球能源转型节奏深度绑定；镍需求则呈现“双轮驱动”特征，一方面传统不锈钢行业仍占据镍的主要消费比重，另一方面高镍三元电池的快速发展提升了镍在新能源领域的需求占比。

图 1 2025 年能源金属全球储量情况（单位：千吨）



数据来源：Wind，大公国际整理

从供给维度看，能源金属行业具有明显的资本密集型和资源约束型特征。矿山开发通常需要经历资源勘探、矿权获取、环境影响评价、项目建设及试生产等多个环节，投资规模大、建设周期长，新增供给难以快速释放，因此行业供给弹性相对有限。与此同时，全球资源供给集中度较高，2025 年，全球近五成的锂矿储量位于智利和澳大利亚，约 44% 的镍储量位于印度尼西亚（以下简称“印尼”），约 50% 的钴矿储量位于刚果民主共和国（以下简称“刚果（金）”）。资源分布高度集中，使行业容易受到资源国政策调整、地缘政治及国际贸易摩擦影响。虽然我国已形成全球最完整的能源金属加工体系，但锂钴镍资源仍高度依赖进口，2025 年，我国锂精矿的主要进口来源国为澳大利亚、津巴布韦等，镍原料主要进口来源国为印尼、菲律宾等，钴原料主要进口来

源国为刚果（金）和印尼等，因此提升关键矿产资源保障能力已成为国家资源安全战略的重要组成部分。

从产业链位置看，能源金属行业处于产业链上游，涵盖地质资源勘查、矿山开采、冶炼、加工及深加工等，其议价能力与资源稀缺程度、政策环境及下游需求弹性密切相关。在供需偏紧周期中，上游资源端往往能够攫取产业链利润分配中的较大份额。资源端的储量分布、开采条件及地缘政策等，是决定全产业链成本与供给安全的核心变量；而冶炼加工端的产能规模与技术工艺，则影响下游高端制造的产品性能和原材料供给稳定性。

从行业周期属性来看，能源金属行业属于典型的强周期行业。与传统工业金属相比，能源金属的周期波动更为剧烈，呈现出很高的政策敏感性。能源金属在传统资源周期基础上叠加新能源产业周期，同时新能源产业政策、资源国政策调整都会对能源金属行业景气度产生很大影响。近年来，随着全球能源转型持续推进，能源金属行业周期波动的特点表现为：一方面，长期需求中枢明显抬升，为行业需求提供持续增长动力；另一方面，阶段性集中投产及需求增长节奏不一致，供需错配明显，价格波动幅度较大。

## （二）政策与外部环境扫描

国内环境以资源保障和产业升级为主线，国际环境呈现资源民族主义抬头、产业政策壁垒强化的趋势。

国内政策方面，近年来以资源保障和产业升级为主线，将锂、钴、镍等关键矿产纳入战略性矿产保障体系，加快推进国内资源勘查开发，提高矿产资源安全保障水平。整体政策呈现资源保障与产业升级并重、市场调节与政府引导结合的特征，全面提升能源金属产业链韧性与安全水平。

国际层面，能源金属政策呈现资源民族主义抬头、产业政策壁垒强化的趋势。资源端，2025 年 2 月，刚果（金）启动钴出口禁令，同年 10 月改为实施钴出口配额制度，大幅压缩对外出口规模。进入 2026 年，资源国管控持续加码，1 月印尼政府 RKAB 释放配额削减信号，优先保障本土合规冶炼厂；2 月津巴布韦暂停锂精矿及所有未加工原矿出口，随后又将锂、钴、镍等 14 种战略资源列入国家关键矿产名单，强制要求国家持股；5 月刚果（金）将锂等六类矿产纳入战略矿产清单，上调对应矿种特许权使用费。供应链和产业政策方面，2025 年 12 月，欧盟加快落地《关键原材料法案》配套的“ReSourceEU”行动计划，夯实电池材料等领域本土供应链能力；2026 年 2 月，

美国启动 FORGE 关键矿产合作框架，重点聚焦锂、镍、钴等，推动成员国供应来源多元化；2026 年 6 月，G7 成立“关键矿产韧性与生产联盟”，锂、镍两类动力电池核心原料拟率先落地全链路追溯规则，全方位分散矿产加工供应链，降低对单一供应来源的依赖。出口管制、贸易限制及地缘政治风险不断增加，使能源金属供应链安全成为全球能源转型的重要议题。

**表 1 2025 年以来能源金属行业国内政策**

| 时间                   | 政策文件                         | 核心内容                                                                                    |
|----------------------|------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 2025 年 7 月 1 日起施行    | 《中华人民共和国矿产资源法》               | 加大对战略性矿产资源勘查、开采、贸易、储备等的支持力度，推动战略性矿产资源增加储量和提高产能，推进战略性矿产资源产业优化升级，提升矿产资源安全保障水平等            |
| 2025 年 8 月 28 日      | 《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》 | 加强铜、铝、锂、镍、钴、锡等资源调查与勘探，提高资源回采率、选矿回收率和综合利用率；围绕新一代信息技术、新能源汽车等重点产业链需求，促进高端产品创新发展等           |
| 2025 年 11 月 8 日起正式实施 | 商务部 海关总署公告 2025 年第 58 号      | 对锂电池等相关物项实施出口管制                                                                         |
| 2026 年 6 月 13 日      | 《新型能源体系建设“十五五”规划》            | 加强新能源产业链上游关键矿产资源勘探开发，构建规模适度的战略性矿产资源储备，科学制定储备品种、规模与建设时序，推进退役风电机组、光伏组件、锂电池等废旧资源循环利用等      |
| 2026 年 6 月 15 日起施行   | 《中华人民共和国矿产资源法实施条例》           | 健全战略性矿产资源探产供储销全链条统筹和衔接体系，加大对战略性矿产资源勘查、开采、加工、贸易、储备等的支持力度；构建产品储备、产能储备和产地储备相结合的战略性矿产资源储备体系 |

资料来源：政府网站，大公国际整理

### （三）景气驱动因子与传导路径分析

宏观经济及产业政策变化导致供需格局预期的调整，价格波动进一步影响企业盈利与现金流，最终形成资本开支和产能调整决策。

能源金属行业景气传导路径可概括为：宏观经济及产业政策变化→供需格局预期调整→产品价格波动→企业订单增减变化→盈利能力及现金流变化→资本开支和产能调整决策。

宏观层面的核心驱动因子包括：（1）全球宏观流动性走势影响大宗商品估值中枢；（2）全球新能源汽车渗透率与销量增速，决定了动力电池对锂、钴、镍的基础需求，储能领域的政策驱动与经济性拐点，正成为锂需求的第二增长曲线；（3）主要资源国的产业政策（配额、出口管制等），直接塑造供给曲线。

中观层面的核心驱动因子包括：（1）上游矿端产能释放节奏；（2）中游冶炼产能

的开工率与库存水平；（3）下游电池企业的排产与采购节奏。

传导时滞方面，宏观经济及产业政策向产品价格传导通常较快，而传导至企业盈利及财务指标一般存在一定滞后，资本开支及产能调整的响应时间由于资本和资源的约束则更长。

## 二、行业景气度追踪与周期定位

### （一）价格走势

目前能源金属行业价格已经基本摆脱持续单边下跌阶段，由全面调整过渡至结构性修复，但不同金属价格景气度分化明显：锂价已进入中高景气区间，镍价仍处低景气、弱复苏阶段，钴价景气度整体偏弱。

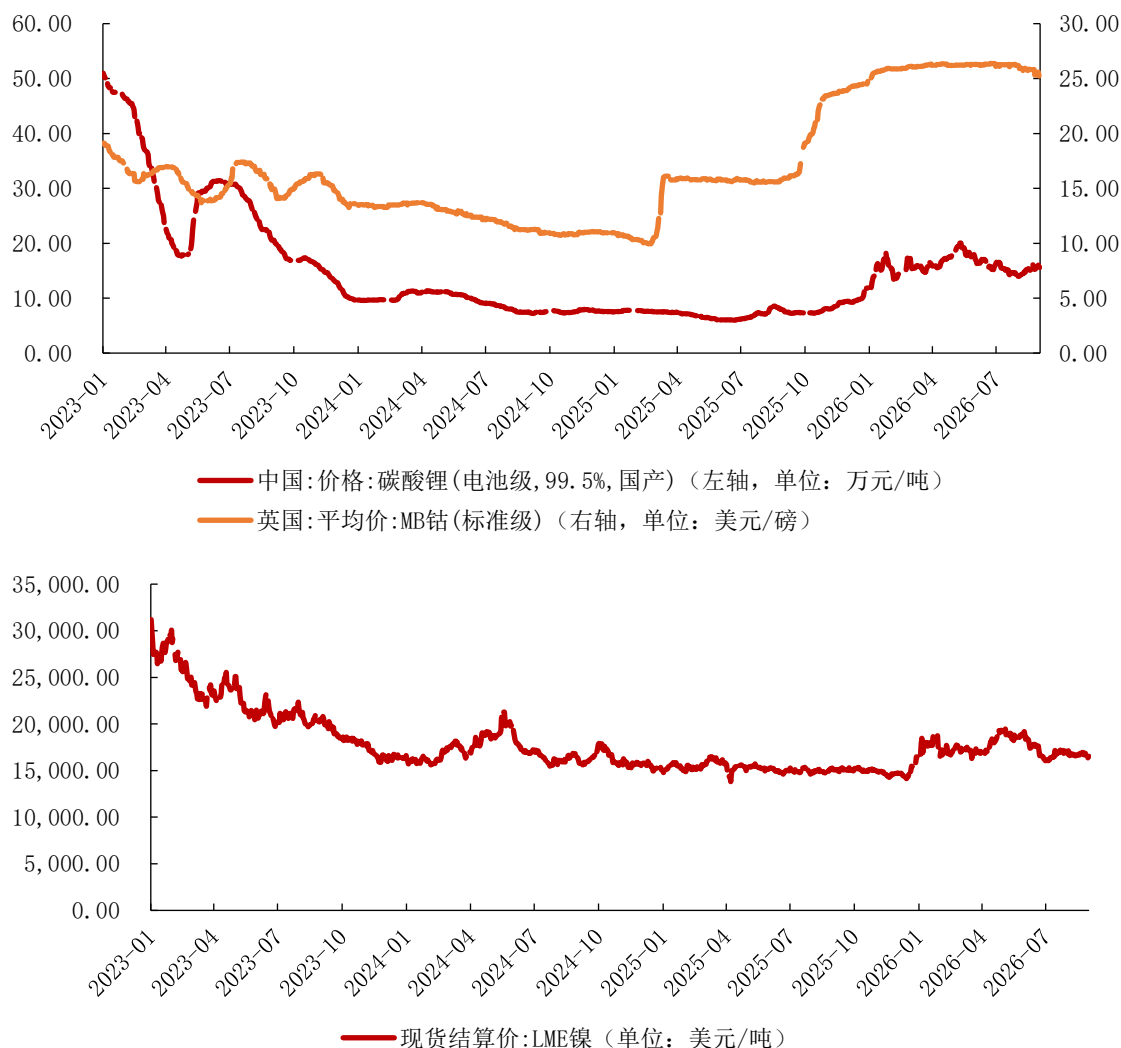
近年来，能源金属价格经历了由快速上涨、高位回落到结构性修复的发展过程，已经基本摆脱持续单边下跌阶段，但尚未进入新一轮普遍繁荣周期，不同金属由于终端需求结构、资源供给弹性以及新增产能释放节奏存在明显差异，价格景气度分化明显。

锂价方面，新能源汽车产业快速发展曾推动资本疯狂涌入与产能集中投放，推动供给快速扩张，而需求虽强但增速落后于供给，电池级碳酸锂价格从 2022 年四季度的历史高点后震荡下行，期间虽受下游补库需求短暂提振，但下行趋势整体不变；2025 年底，因前期资本开支低迷导致新增供给减少，叠加储能爆发与新能源汽车持续放量使需求加速，价格中枢开始上移；2026 年 5 月，受远期供给过剩预期及仓单累积影响，价格小幅下降；进入 8 月，上游集中检修、产业链连续多周去库存、储能排产超预期三重利好共振，价格小幅回升。目前锂价已进入中高景气区间，但走势受“强现实”与“弱预期”博弈影响持续震荡。

镍钴价格走势受供给端政策扰动较大。镍价方面，2023 年以来，镍产业转向全面供应过剩，价格持续下行；2025 年底，印尼镍矿 RKAB 配额削减预期强烈刺激多头情绪，镍价反弹，而后随着矿端政策变动和航运政策变动持续震荡，目前镍价处于低景气、弱复苏的阶段。钴价方面，2022 年下半年以来，受到新建产能投产带来的供应压力、行业盈利水平缩水以及终端需求疲软等因素影响，钴价迈入下行轨道；2025 年 2 月起刚果（金）实施钴出口禁令，并在 10 月调整为出口配额制度，印尼镍钴伴生矿、其他海外小型矿区产能释放缓慢，短期无法形成有效增量，直接导致市场流通货源受到压缩，钴价上升；2026 年初，依托刚果（金）钴出口配额大幅收缩的长期预期，叠加全球钴产业链整体低库存状态，钴产品价格平稳运行，市场对全年原生钴紧缺预期

较强；然而再生钴持续放量对原生钴缺口形成对冲，且受制于价格，市场以刚需采买为主，中小企业因成本倒挂持续观望，目前钴价景气度整体仍偏弱。

图 2 2023 年以来能源金属价格走势



数据来源：Wind，大公国际整理

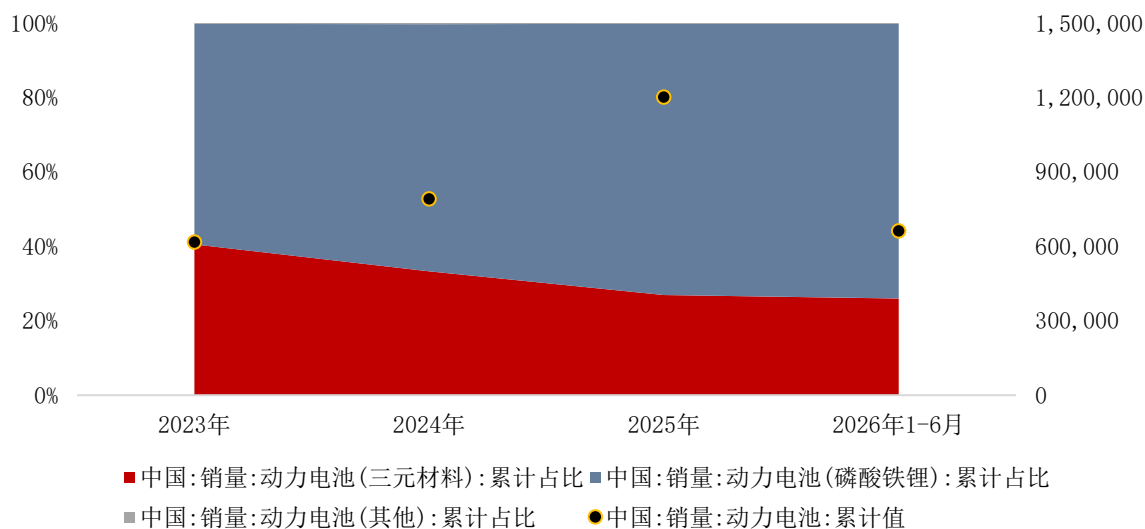
## （二）需求侧追踪

新能源汽车仍是锂、镍、钴需求的核心驱动力，但磷酸铁锂对三元材料的替代效应使镍钴需求弹性减弱；储能产业成为锂需求的新增长极，进一步巩固了锂需求的长期确定性。

新能源汽车仍然是锂、镍、钴需求增长的核心驱动力。近年来，全球新能源汽车产业由政策补贴驱动逐步转向市场驱动，销量仍保持增长，磷酸铁锂电池市场份额持

续提升，使锂需求保持增长；而由于技术突破和价格优势，磷酸铁锂对三元材料的替代作用持续增强，三元材料占比下降则在一定程度上削弱了镍、钴需求的增长弹性，行业需求增长逐步由高速扩张转向更加稳定的发展阶段。

**图 3 2023 年以来中国动力电池销量及种类占比情况（单位：兆瓦时）**



数据来源：Wind，大公国际整理

储能产业的快速发展成为能源金属需求新的增长点。随着全球风电、光伏装机规模不断扩大，新型电力系统建设加快推进，储能作为保障新能源消纳和电网稳定运行的重要基础设施，进入快速发展阶段。2025 年全球电力储能累计装机达 496.2GW，同比增长 33.3%，新型储能累计装机 278.7GW/687.5GWh，同比增长 68.5%/79.9%。储能电池目前以磷酸铁锂为主流，对锂资源形成持续增量需求，但由于高镍三元体系应用相对有限，对镍、钴需求的带动作用明显弱于新能源汽车。因此，储能市场的发展进一步强化了锂需求的长期确定性，也使锂行业需求结构更加多元。

### （三）供给侧追踪

供给侧约束已成为此轮行业景气度的主导因素。锂供给由前期的宽松转向紧平衡，处于被动去库阶段，镍处于主动去库阶段后期，钴矿在刚果（金）管控下硬压缩，处于主动去库阶段；同时资源、政策、资本与技术壁垒叠加，行业供给弹性系统性削弱，中长期供给格局维持集中。

供给侧的变化是此轮行业景气度提升的主导因素，2025 年以来，全球能源金属供给端的约束持续显性化，行业整体供给弹性持续减弱，库存周期显著分化。



锂供给由前期的宽松转向紧平衡，处于被动去库阶段。在海外，受地缘政治、环保审批及资源民族主义影响，新矿投产和老矿复产进度普遍不及预期。例如，津巴布韦虽恢复出口但实行严格的配额制，实际供给增量有限；南美部分盐湖项目环评受阻。在国内，政策正大力推动新能源关键矿产勘探开发，但受制于矿山建设周期，短期内难以弥补全球缺口，矿端整体由前期的宽松转向紧平衡，截至 2026 年 9 月 3 日已连续十八周去库存。综合来看，锂当前处于被动去库阶段，需求端持续向好，而供给弹性受限，库存持续被动消化。

镍去库存压力仍很大，处于主动去库阶段后期。2025 年，镍供应过剩的核心来源是印尼和中国的精炼镍产能持续释放，当年全球原生镍产量 388.0 万吨，盈余 28.3 万吨，库存逼近近年高位。2026 年印尼政府收紧镍矿开采配额，期间库存量呈现脉冲式修复，但截至 2026 年 9 月 3 日，LME 镍开盘库存量 27.08 万吨，库存仍高悬，去库存压力仍很大。综合来看，镍处于主动去库后期，行业供给过剩的底层格局尚未扭转，虽然镍矿端政策收紧带来供需格局边际改善，但高库存压制下复苏节奏缓慢。

钴矿端供给高度集中于刚果（金），目前正面临硬压缩，处于主动去库阶段。2025 年钴总供应量为 29.5 万吨，刚果（金）以 73% 的市场份额继续主导已开采钴供应，而印尼通过持续扩大 HPAL 作业，将产量提升至 4.25 万吨，巩固了其作为第二大生产国的地位。刚果（金）的紧缩型出口配额政策已常态化，且近期曝光的行政令进一步限制钴精矿出口，导致全球原生钴矿端供给收紧。尽管印尼有镍钴伴生矿（MHP）的增量，但受限于硫磺短缺及开采配额，爬坡节奏放缓。但再生钴（黑粉回收等）持续放量，部分对冲了缺口，且受制于价格利润空间不足和需求提振不足，生产企业补库意愿较弱，钴当前处于主动去库阶段。

能源金属行业的进入壁垒持续提升，行业供给格局将在中长期维持集中态势。资源端的壁垒最为突出，主要体现为三大壁垒的叠加：一是资源禀赋壁垒，优质矿山资源已被头部企业提前布局，新进入者获取核心矿区难度大；二是政策合规壁垒，全球核心资源国的出口管制、本地化加工、环境准入门槛持续提升，新矿山项目的合规成本显著增加；三是资本开支壁垒，新建矿山的初始投资规模越来越大，海外矿山的投资回报期长，中小矿山企业不再具备扩产能力。冶炼端的技术壁垒与客户资源壁垒同样在持续提升：高纯金属冶炼、复杂矿处理、废旧电池再生利用等环节的技术工艺、下游客户供应商资质门槛较高，头部冶炼企业凭借多年积累的工艺经验和下游客户资源，形成了显著的技术与客户壁垒。此外，全球头部资源企业正在通过交叉持股、签署长期保供协议、并购整合优质资源项目等方式，进一步巩固核心资源的供应链话语

权；行业头部企业的资源布局已基本定型，新主体难以在短期内实现有效资源布局，行业供给格局难以在短期内发生显著调整。

### 三、微观财务映射与经营周期验证

锂镍钴行业财务表现高度分化，资源自给率是决定盈利与现金流质量的核心变量：矿端为主的企业盈利韧性和现金流表现相对更优，产业链向中下游延伸越深，应收账款周转越慢、杠杆水平越高，短期流动性压力也越突出。

锂钴镍行业内上市公司数量较少，因此不再对企业分层。盈利能力与现金流质量方面，毛利率沿“矿端→一体化→冶炼加工→回收”逐层递减，资源自给率是毛利率分化的核心变量，高毛利产品收入占比和是否被低毛利业务稀释是毛利率分化的核心扰动因素。回款情况方面，除赣锋锂业因锂电池业务拓展，回款表现明显变差，其他企业回款情况表现均较好。经营现金流方面，因锂价回升时点较晚，上涨红利尚未很好体现在 2025 年全年业绩中，锂企经营性现金流表现整体不如上年，主要钴企经营性现金流净流入规模缩减，主要系业务扩张及战略性备货影响所致。

**表 2 锂镍钴企业 2025 年财务表现**

| 证券简称 | 主要金属品种 | 营业收入（亿元） | 毛利率（%） | 现金回笼率（%） | 经营性净现金流（亿元） | 投资性净现金流（亿元） | 应收账款周转天数（天） | 存货周转天数（天） | 全部债务/EBITDA（倍）      | 现金比率（倍） |
|------|--------|----------|--------|----------|-------------|-------------|-------------|-----------|---------------------|---------|
| 融捷股份 | 锂      | 8.40     | 51.18  | 111.93   | 3.10        | -1.62       | 50.29       | 167.29    | 0.95                | 1.54    |
| 盛新锂能 | 锂      | 50.64    | 18.35  | 97.68    | 9.50        | -19.12      | 36.85       | 182.57    | 117.02 <sup>1</sup> | 0.35    |
| 赣锋锂业 | 锂      | 230.82   | 15.72  | 81.49    | 29.45       | -44.07      | 83.75       | 200.01    | 7.51                | 0.24    |
| 天齐锂业 | 锂      | 103.46   | 39.47  | 96.36    | 29.61       | -44.82      | 24.09       | 134.97    | 2.63                | 1.36    |
| 洛阳钼业 | 铜钴钼    | 2,066.84 | 23.93  | 97.82    | 208.43      | -83.77      | 1.62        | 80.69     | 0.93                | 0.66    |
| 腾远钴业 | 钴铜镍锂   | 83.40    | 27.73  | 102.08   | 9.33        | -8.38       | 17.73       | 196.44    | 1.40                | 1.10    |
| 华友钴业 | 钴铜镍锂   | 810.19   | 17.47  | 97.41    | 40.12       | -99.19      | 35.87       | 115.54    | 4.08                | 0.25    |
| 寒锐钴业 | 钴铜     | 66.95    | 12.90  | 103.76   | -4.62       | -16.63      | 13.19       | 147.93    | 4.21                | 0.21    |
| 盛屯矿业 | 钴铜     | 300.03   | 19.12  | 103.89   | 25.92       | -29.10      | 11.03       | 134.32    | 3.67                | 0.47    |

数据来源：Wind，大公国际整理

资本开支方面，投资端，锂企投资性净现金流虽仍流出，但同比整体在收缩，前期产能建设高峰期已过；部分钴镍企业仍在扩张，印尼镍项目是主要资金去向。资产效率方面，有色端产品标准化程度高、回款快，同品种比较下洛阳钼业、天齐锂业、

<sup>1</sup> 2025 年，盛新锂能因资产减值损失、投资收益等非经常性损益科目亏损严重，净利润明显亏损，因此其全部债务/EBITDA 指标表现异常。

寒锐钴业、盛屯矿业应收账款周转效率较高；而赣锋锂业、华友钴业因延伸至锂电材料端，应收账款周转表现较差。存货方面，则更好地体现了产业链的位置和金属市场价格；产业链越集中于资源端，存货周转表现越好；存货价格上行周期后，企业增加备货行为，存货周转放缓。

杠杆水平与流动性受产业链布局影响十分显著，融捷股份、天齐锂业、腾远钴业等产能稳健的主矿端企业，杠杆低，流动性充足、财务弹性强；赣锋锂业、华友钴业等产业链向下游延伸越长，下游产能布局扩张规模越大，则杠杆水平越高，短期偿债压力和流动性风险更突出。

## 四、信用分化与风险主体画像

### （一）分层视角下的信用风险画像

能源金属行业信用风险呈显著分层：头部企业依托资源壁垒、一体化布局和融资优势，构成行业信用体系的稳定器，主要风险来自海外资源国政策与地缘扰动，但整体可控；中间企业是景气敏感层，资源自给率、产业链完整性和融资成本均不及头部，短期债务增速、海外项目成本及投产回报偏差是核心预警信号；尾部企业资源禀赋差、成本高、融资弱、合规压力大，是行业出清的主要对象。前瞻性风险监测应重点关注中间企业有息负债增速与营收匹配度、海外项目现金流回收节奏，以及现金成本与短期偿债覆盖能力，并将资源国政策调整作为外部冲击的关键传导变量。

#### 1. 头部企业：系统稳定器与周期缓冲层

头部主体的核心信用优势可以概括为三大壁垒：一是资源端壁垒，通过长期布局，已掌握优质核心矿产资源，资源自给率处于行业显著领先地位；二是产业链一体化壁垒，已形成从矿山资源开发、冶炼加工到下游核心应用场景的全产业链布局，具备较强的产业链利润内部消化能力，能够通过不同环节的利润调剂，对冲行业的周期性价格波动；三是融资端壁垒，这类企业在境内外金融机构的信用评级较高，融资渠道畅通，长期融资的成本显著低于行业平均水平，债务结构设计弹性较强，能够通过长期债务覆盖短期资本支出需求，流动性安全边际充足。

头部主体的核心风险点，在于海外矿山项目的合规性风险和地缘政策风险：这类企业的核心资源项目，大多分布在印尼、刚果（金）等地缘政策风险较高的资源国；一旦资源国的矿产政策、外资准入条款、矿业税制发生调整，或区域地缘冲突恶化，项目的生产节奏或收益水平将受到直接影响。但这类企业普遍具备成熟的跨境合规管理能力和风险应对机制，能够通过长期社区建设、供应链渠道管理、保险覆盖等方式，

对冲部分国别风险；整体风险水平处于可控区间。

## 2. 中间企业：景气敏感层与分化加剧带

中间企业具备一定的市场份额与经营基础，但缺乏头部企业的定价权与融资便利，对行业供需波动、原材料价格变化及融资环境收紧的敏感度较高。中部主体的共性短板集中在三个维度：一是资源端布局的深度不足，大部分企业的资源自给率偏低，核心原料需要从全球公开市场进行市场化采购，原料成本难以提前锁定，成本控制能力显著弱于头部企业；二是产业链布局的完整性不足，多数企业集中于冶炼加工环节，或仅在单一细分赛道具备产能优势，缺乏下游高端应用场景的绑定能力，难以通过产业链一体化对冲价格波动；三是融资端缺乏成本优势，这类企业的跨境融资成本高于头部企业，债务结构弹性偏弱，信用资质相对头部企业偏弱。在景气上行阶段，中间企业能够跟随行业趋势实现盈利改善，但改善幅度弱于头部企业；在景气下行阶段，其现金流覆盖能力和再融资空间率先承压，信用分化最为显著——部分具备细分领域优势或财务纪律稳健的中间企业可能实现跃升，而战略冒进或财务脆弱的中间企业则加速滑向尾部。

从具体风险表现看，中部企业的风险信号主要集中在三个维度：一是短期债务压力较大，部分企业有息负债规模的增速，显著高于营收增速，短期债务集中兑付的风险尤为突出；二是海外运营成本上升，部分企业的海外矿山项目，受资源国政策调整、物流成本上升、当地劳工成本上涨等因素影响，实际运营成本显著高于行业平均水平，侵蚀了企业的盈利水平；三是项目投资收益不及预期的风险，部分企业布局的海外资源项目，实际落地节奏晚于预期，或项目投产后的实际产能低于设计水平，投资回报期明显拉长，直接拖累了企业的现金流。

## 3. 尾部企业：风险暴露层与出清压力区

尾部主体主要包括两类企业：一是单一品种的小型矿山企业，资源储量偏少、开采成本偏高；二是没有核心资源壁垒、技术工艺偏低的中小冶炼加工企业。这类企业处于行业发展的底层位置，缺乏核心竞争力，是行业内的主要信用风险出清群体，其经营基础薄弱，抗风险能力极差，行业景气度的边际波动，就足以对其生产经营和资金链造成致命冲击。

尾部主体的核心信用风险来自四个维度：一是成本端显著高于行业平均水平，这类企业的矿山资源品位偏低、开采条件偏差，或冶炼工艺设备不够先进，实际生产成本远高于行业头部企业；一旦行业价格出现阶段性回调，其产品价格将快速跌破现金

成本，直接陷入生产亏损状态。二是原料供给的稳定性偏弱，这类企业大多没有长期原料采购渠道，需要在公开市场采购原料，原料成本难以提前锁定，供给稳定性无法保障；部分小型冶炼厂甚至因为原料供给不足，不得不主动降低产能或暂停生产。三是融资渠道狭窄且成本高昂，这类企业缺乏足够的抵押物或信用背书，难以获取低成本长期融资；短期借款的利率水平显著高于行业平均水平，债务利息成本占营收的比例偏高，进一步压缩了利润空间。四是环保与合规风险，这类企业的环保设施投入、生产合规管理水平普遍偏弱，在全球环保政策、矿业合规政策持续收紧的大趋势下，面临较大的限产、停产甚至永久退出的风险。

## （二）信用利差与市场定价验证

2023 年以来能源金属企业信用利差整体呈收窄趋势，头部企业整体运行平稳，市场定价已充分反映其稳健的基本面，但结构性压力突出，中层企业获得债券市场融资支持力度较小，反映出市场对其信用风险的担忧。

2023 年以来，能源金属行业发行的无担保债券，期限分布整体偏短，其中期限为 1 年及以下的债券数量占比较高，发债主体极少，级别集中于 AAA。

**表 3 2023 年以来能源金属行业债券发行级别<sup>2</sup>及期限分布结构（单位：只）**

| 发行数量 | 1 年及以下 | 1~3 年（含 3 年） | 5 年 | 总计 |
|------|--------|--------------|-----|----|
| AA+  | 2      | 0            | 0   | 2  |
| AAA  | 32     | 10           | 1   | 43 |
| 总计   | 34     | 10           | 1   | 45 |

数据来源：Wind，大公国际整理

以 AAA 级别主体发行债券进行观察，2023 年以来信用利差整体呈收窄趋势，但结构性压力突出。头部企业整体运行平稳，到期债券按时兑付，信用利差处于历史低位，市场定价已充分反映其稳健的基本面；中层企业获得债券市场融资支持力度较小，反映出市场对其信用风险的担忧。

**表 4 2023 年以来能源金属行业 AAA 企业无担保债券发行信用利差(平均值) (单位:BP)**

| 期限           | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年前三季度 |
|--------------|--------|--------|--------|------------|
| 1 年及以下       | 166.66 | 129.26 | 119.39 | 70.70      |
| 1~3 年（含 3 年） | -      | -      | 96.59  | 99.02      |
| 5 年          | -      | -      | -      | 52.55      |

数据来源：Wind，大公国际整理

<sup>2</sup> 使用级别为发债主体最新级别。

## 五、行业发展展望

### （一）行业景气周期综合判断

能源金属行业整体已确认穿过 2023~2025 年的深度下行周期，当前处于复苏初期，但内部景气修复节奏分化显著：锂景气修复领先，镍、钴修复滞后。

锂已率先迈入被动去库的景气回升通道，价格进入中高景气区间。供给端由前期的宽松转向紧平衡，海外新矿投产和老矿复产不及预期，国内矿端短期难以弥补全球缺口；需求端新能源汽车与储能双轮驱动，储能排产超预期，进一步巩固了锂需求的长期确定性。预计未来 3~6 个月，若旺季需求持续兑现、库存进一步压缩，下游可能触发集中补库，推动锂行业由被动去库向主动补库切换，届时锂价上行弹性将显著增强；但远期供给释放预期及广期所仓单累积构成制约，走势仍受“强现实”与“弱预期”博弈影响。

镍呈低景气、弱复苏态势。尽管 2026 年印尼 RKAB 配额大幅收紧带来供给端边际改善，但供给过剩的底层格局尚未根本扭转，高库存消化需要时间。预计未来 3~6 个月，镍价维持低位震荡，景气拐点受印尼政策的执行力度影响，若后续去库加速实现，镍有望完成从主动去库后期向被动去库的实质性过渡。

钴景气度短期仍承压偏弱运行。刚果（金）紧缩型出口配额政策已常态化，全球原生钴矿端供给被硬压缩，但再生钴持续放量对缺口形成对冲，且下游企业补库意愿较弱、以刚需采买为主，钴价景气度整体仍偏弱。磷酸铁锂对三元材料的持续替代及三元低钴化趋势，进一步削弱了钴需求的增长弹性。预计未来 3~6 个月，钴价维持偏弱运行，景气拐点取决于需求端能否实质性企稳以及刚果（金）配额的实际执行力度。

整体判断，行业景气拐点的触发因素主要包括：储能装机增速是否符合预期、新能源汽车销量增速、境外资源配额落地程度、新增产能投放节奏，以及海外货币政策与美元走势、地缘事件等宏观环境变化对供需结构的影响。

### （二）行业信用风险展望

预计未来 3~6 个月，能源金属行业信用风险整体边际改善，但结构性分化仍将延续，尾部风险仍需警惕。

上游资源型企业：受益于锂等金属价格恢复，盈利能力和现金流状况持续改善，杠杆水平稳中有降，信用资质持续加固。



中游冶炼加工企业：面临加工费低迷、盈利空间受挤压的压力，部分企业因扩张较快导致短期债务增速高于营收、海外项目回报不及预期，偿债压力有所上升，需重点关注流动性脆弱主体的信用风险暴露。

尾部企业：出清压力仍在，部分无资源、高成本、高杠杆的中小企业可能面临债务违约、破产重整等风险，行业集中度将进一步提升。

再融资环境方面，国内优质能源金属企业的境内融资渠道畅通，融资成本处于低位；但境外融资成本仍处相对高位，海外项目依赖度高的企业需关注汇率与利率波动。尾部企业的融资渠道仍将受限，再融资压力较大。

整体来看，行业信用风险整体边际改善但结构性分化明显，需关注新能源汽车销量和储能装机增速兑现情况、境外资源配额落地执行力度、行业新增产能投放节奏，以及宏观政策、地缘环境等外部变量对行业信用风险的影响。



## 报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。