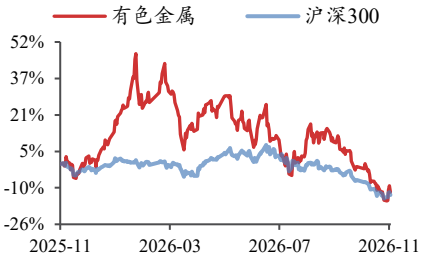
有色金属

2026 年 11 月 07 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《地缘压制金属金融属性，中长期基本面依旧稳健—金属行业 2026 年中期投资策略》-2026.5.18

供给约束支撑，静待需求风起 - 金属行业 2027 年度投资策略

——行业投资策略

孙二春（分析师）
sunerchun@kysec.cn
证书编号：S0790525060001

任恒（分析师）
renheng@kysec.cn
证书编号：S0790526040001

陈俊杰（联系人）
chenjunjie@kysec.cn
证书编号：S0790126060023

● **工业金属：供给约束支撑，静待需求风起**

铜：供应扰动不断，区域库存错配支撑铜价高位。供给端，2027 年增量主要来自已有项目爬坡及事故矿山复苏。海外多数矿山仍面临品位、回收率下降的问题，叠加扰动因素频发，预计供给端偏紧状态短期难以逆转。需求端有望受益于数据中心投资以及电网投资。我们认为 2027 年铜供需有望维持紧平衡，铜价中枢有望维持震荡向上，推荐西部矿业、中国有色矿业、金诚信、紫金矿业、洛阳钼业、五矿资源、江西铜业，受益标的：铜陵有色。**铝：国内产量增长有限，重点关注海外电解铝释放进程。**供应端，国内供应天花板限制产能，短期去库格局不变。海外电解铝产能虽规划众多，但电力供应不确定等因素制约产能释放。需求端，铝消费仍具韧性。预计电解铝缺口短期难弥补。氧化铝偏过剩，电解铝环节盈利可观，企业纷纷提高分红比例，股息率吸引力在提升。推荐天山铝业、中孚实业、云铝股份、中国宏桥、神火股份、南山铝业，受益标的：中国铝业、宏桥控股。**钨：供给约束较强，战略金属地位凸显。**钨作为我国优势战略金属，钨矿供应受制于资源枯竭，环保等因素制约，叠加国家对钨矿开采实施总量控制，钨矿产量释放有限；需求端，新兴领域拉动钨需求，有望长期支撑钨价。受益标的：厦门钨业，中钨高新，佳鑫国际资源，章源钨业。

● **贵金属：短期警惕利率扰动，中长期看好全球央行购金支撑**

地缘冲突推升能源通胀、政府债务扩张及 AI 基建融资需求，使得美债收益率支撑较强，从而限制黄金 ETF 投资需求；但在美元信用弱化大背景下，全球央行积极配置叠加亚洲 ETF 配置需求持续，黄金中长期价格中枢支撑仍然较强。**推荐标的：中金黄金、山金国际、中国黄金国际、潼关黄金、山东黄金，受益标的：赤峰黄金、湖南黄金、紫金黄金国际、招金矿业、兴业银锡、盛达资源。**

● **能源金属：供应扰动频发，关注锂价成本支撑**

锂：供给端资本开支收缩叠加扰动频频，锂行业供给弹性已明显下降。与此同时，储能需求持续高景气，推动锂需求结构逐步改善。当前锂价逼近部分非头部锂盐厂及品位较低矿山的生产成本线，后市关注碳酸锂边际成本支撑。**推荐标的：永兴材料、中矿资源；受益标的：赣锋锂业、天齐锂业、藏格矿业、盛新锂能、雅化集团、盐湖股份。**

● **钢铁：制造业需求占比提升，期待政策发力**

制造业用钢及新兴领域用钢增长，使得我国钢材需求保持韧性。原料端供需格局有望趋于宽松，后续若钢铁供给可以持续压减，钢厂利润或将有所改善。**推荐标的：宝钢股份；受益标的：方大特钢，中信特钢，南钢股份，久立特材。**

● **风险提示：金属供给增速超预期、下游需求不及预期、美联储继续加息、地缘政治风险加剧等**

目 录

1、 铜：供应扰动不断，区域库存错配支撑铜价高位 6
1.1、 铜矿端：供应扰动不断，矿产铜供应趋紧 6
1.2、 铜冶炼：冶炼原料紧张，副产品收益回落或推动冶炼厂主动减产 13
1.3、 铜库存：库存区域分布失衡 14
1.4、 铜需求：电力投资为全球精炼铜需求支柱 15
1.5、 投资建议：供应扰动不断，区域库存错配支撑铜价高位 16
2、 铝：国内产量增长有限，重点关注海外电解铝释放进程 17
2.1、 国内供给：满产运行，供给增长有限 17
2.2、 海外供给：海外产能规划众多，中东地区开始复产 18
2.3、 氧化铝：产量增长放缓，但供给过剩格局难改 19
2.4、 需求端：电解铝需求仍具韧性 21
2.5、 供需平衡表：国内电解铝维持紧平衡 22
2.6、 投资建议：国内产量增长有限，重点关注海外电解铝释放进程 22
3、 钨：供给约束较强，战略金属地位凸显 24
4、 贵金属：短期警惕利率扰动，中长期看好全球央行购金支撑 27
4.1、 ETF 投资需求与央行购金共同定价黄金 27
4.2、 黄金投资需求：亚洲 ETF 持续配置，欧美资金与利率预期关联度更高 28
4.3、 全球央行积极配置支撑黄金价格长期中枢 30
4.4、 金银比企稳回升 31
4.5、 投资建议：短期警惕利率扰动，中长期看好全球央行购金支撑 33
5、 锂：供应扰动频发，关注锂价成本支撑 35
5.1、 2026 年碳酸锂供需偏紧 35
5.2、 供给端：2027 年全球供应增速有望达 24.64% 37
5.3、 需求端：2027 年全球需求增速有望达到 20.10% 41
5.4、 投资建议：供应扰动频发，关注锂价成本支撑 43
6、 钢铁：制造业需求占比提升，期待政策发力 45
6.1、 钢铁需求同比下滑，利润再被挤压 45
6.2、 制造业需求占比提升 46
6.3、 投资建议：制造业需求占比提升，期待政策发力 48
7、 风险提示 49

图表目录

图 1： 2026 年前 8 月全球矿产铜产量同比下滑 0.4% 6
图 2： 外资矿山复苏有望贡献增量 9
图 3： 紫金矿业 2028 年矿产铜目标为 150-160 万吨，2026 前三季度矿产铜产量为 81.6 万吨 10
图 4： 洛阳钼业 2026 年前三季度矿产铜产量 59.7 万吨，同比增长 9.8%，公司目标 2028 年铜产量达 100 万吨 10
图 5： 在我们跟踪的样本矿山占全球铜矿供给约 75%，2025 年样本矿山铜产量下降约 22.8 万吨 10
图 6： 卡莫阿-卡库拉铜矿产量预计将于 2028 年达 50 万吨水平 11
图 7： 自由港预计格拉斯伯格铜矿选矿处理量于 2027 年底恢复至接近满产 11
图 8： 厄尔尼诺现象或影响南美洲及非洲铜矿生产国 11
图 9： 2025 年，智利、秘鲁及刚果（金）贡献了全球约 48%的矿产铜 11

图 10：智利矿产铜占比自 2016 年的 28%，下滑至 2025 年的 23% 12
图 11：智利铜矿平均入选品位由 2002 年的 1.13% 降至 2025 年的 0.58%，降幅约 49% 12
图 12：Escondida 铜产量于 2025 财年达历史新高，随后预期由于矿石品位下降而回落（FY27-30E 为估计值） 13
图 13：Escondida 矿床剖面图 13
图 14：进口铜精矿指数 TC 已跌至-241 美元/干吨 13
图 15：安徽地区硫酸价格已回落至 1245 元/吨 13
图 16：加工费深度负值，硫酸价格回落，现货冶炼总收益已于七月末跌至负值 14
图 17：2026 年 9 月电解铜产量为 112.1 万吨，同比下滑 2.3%（单位：万吨） 14
图 18：受检修集中影响，国内冶炼企业开工率降至年内低点（单位：%） 14
图 19：全球库存依旧保持高位（单位：万吨） 15
图 20：COMEX 显性库存已提升至 72 万吨以上（单位：万吨） 15
图 21：SHFE 铜库存维持低位（单位：万吨） 15
图 22：当前 LME 铜库存约 27 万吨，其中约 17 万吨位于 LME 美国仓库中（单位：万吨） 15
图 23：2025 年，电力需求在全球铜需求的占比达到 33% 16
图 24：2025 年，电力需求在国内铜需求的占比达到 44% 16
图 25：国内电解铝项目产能利用率达到历史较高水平（产能单位：万吨，产能利用率单位：%） 17
图 26：欧洲铝锭现货升水保持高位（美元/吨） 19
图 27：2026 年 LME 铝锭库存持续低位（吨） 19
图 28：2026 年 1-9 月中国铝土矿进口量同比+11% 19
图 29：2026 年 1-9 月中国铝土矿产量同比-2% 19
图 30：2026 年 1-9 月全球氧化铝产量同比+0.51% 20
图 31：2026 年 1-9 月中国氧化铝产量同比-1.5% 20
图 32：原料端让利，电解铝环节盈利可观（元/吨） 20
图 33：氧化铝价格走弱 21
图 34：电解铝价格维持高位 21
图 35：2026 年下半年国内电解铝库存处于较低水平（单位：万吨） 21
图 36：2026 年铝棒库存保持高位（单位：万吨） 21
图 37：电解铝表需表现坚挺（单位：万吨） 21
图 38：钨精矿价格创历史新高（单位：元/标吨） 24
图 39：2025 年中国钨储量占全球的 53%（单位：%） 24
图 40：2025 年中国钨产量占全球的 84%（单位：%） 24
图 41：近年钨矿开采总量控制指标小幅增长（单位：标吨、%） 25
图 42：近年来全球钨矿产量释放有限（单位：标吨） 25
图 43：2026 年上半年钨下游消费以硬质合金和钨材为主（单位：%） 25
图 44：厦门钨业光伏钨丝销量（单位：亿米） 25
图 45：金价与 SPDR+iShares 黄金 ETF 持仓（单位：左轴美元/盎司；右轴吨） 27
图 46：美国国债收益率与黄金 ETF 持仓（单位：左轴吨；右轴%） 28
图 47：全球黄金 ETF 分地区流量（单位：吨） 28
图 48：美国 CPI 与核心 CPI 同比（单位：%） 29
图 49：美国 ISM 制造业与非制造业 PMI（单位：%） 29
图 50：美国新增非农就业（单位：千人） 29
图 51：全球官方储备总额与黄金占比（单位：左轴十亿美元；右轴%） 30
图 52：2026Q3 主要国家黄金储备及占官方储备比重（单位：左轴吨；右轴%） 30
图 53：2026Q1-Q3 主要央行黄金储备变动（单位：吨） 30
图 54：中国黄金储备（单位：吨） 30

图 55：波兰黄金储备（单位：吨）.....31
图 56：中亚三国黄金储备（单位：吨）.....31
图 57：俄罗斯黄金储备（单位：吨）.....31
图 58：土耳其黄金储备（单位：吨）.....31
图 59：2025 年矿产银产量多数来源于伴生矿.....32
图 60：全球白银产量增长缓慢（单位：吨）.....32
图 61：全球白银工业需求占比超 50%（单位：吨）.....32
图 62：2025 年光伏用银占工业需求 29%.....32
图 63：金银比企稳回升（单位：美元/盎司）.....33
图 64：2026 年碳酸锂价格冲高回落（单位：元/吨）.....35
图 65：2026 年 1-9 月中国碳酸锂产量同比+40.31%（单位：吨）.....35
图 66：2026 年 1-9 月中国氢氧化锂产量同比+25.86% （单位：吨）.....35
图 67：2026 年 1-9 月中国锂精矿进口同比增长（单位：吨）.....36
图 68：碳酸锂库存持续去化（单位：吨）.....36
图 69：2025 年碳酸锂主要产自澳大利亚和中国（单位：%）.....37
图 70：预计 2028 年中国和非洲碳酸锂供给占比提升（单位：%）.....37
图 71：2026 年 9 月中国新能源汽车渗透率达 61.1%（单位：万辆、%）.....41
图 72：乘用车为动力电池需求主体，商用车基数较低但增速更快（单位：万吨、%）.....41
图 73：储能锂离子电池需求高速增长（单位：GWh）.....42
图 74：储能中标容量中枢抬升（单位：GW、GWh）.....42
图 75：预计全球储能装机量持续增长（单位：GWh）.....42
图 76：预计碳酸锂需求持续增长（单位：万吨、%）.....43
图 77：2025 年碳酸锂需求以动力电池为主（单位：%）.....43
图 78：预计 2028 年碳酸锂储能需求占比提升（单位：%）.....43
图 79：上海螺纹钢汇价格表现较弱（单位：元/吨）.....45
图 80：上海热轧价格表现较弱（单位：元/吨）.....45
图 81：247 家钢铁企业盈利率低迷（单位：%）.....45
图 82：钢铁五大品种需求同比下滑（单位：万吨）.....45
图 83：螺纹吨钢毛利转负（单位：元/吨）.....46
图 84：热轧吨钢毛利转负（单位：元/吨）.....46
图 85：钢铁五大品种产量同比下滑（万吨）.....46
图 86：钢铁五大品种持续库存（万吨）.....46
图 87：房地产开发建设指标同比回落（单位：%）.....46
图 88：竣工面积增速同比下滑（单位：%）.....46
图 89：基建投资累计增速同比回落（单位：%）.....47
图 90：制造业固定资产投资累计同比回落（单位：%）.....47
图 91：汽车产量累计同比回落（单位：%）.....47
图 92：家电产量累计同比回落（单位：%）.....47

表 1：2026Q2 全球主要铜企产量同比下滑 3.9%（单位：万吨）.....6
表 2：截至 2026 年 10 月 30 日，已发布三季报的铜企 Q1-Q3 铜产量同比下滑 3.1%（单位：万吨）.....7
表 3：2026 年海外主要铜企产量或出现负增长.....8
表 4：主要铜公司估值对比表（截至 2026 年 10 月 30 日）.....16
表 5：2025 年以来部分省市电解铝产能变化.....17
表 6：海外电解铝新增产能列表（单位：万吨）.....18

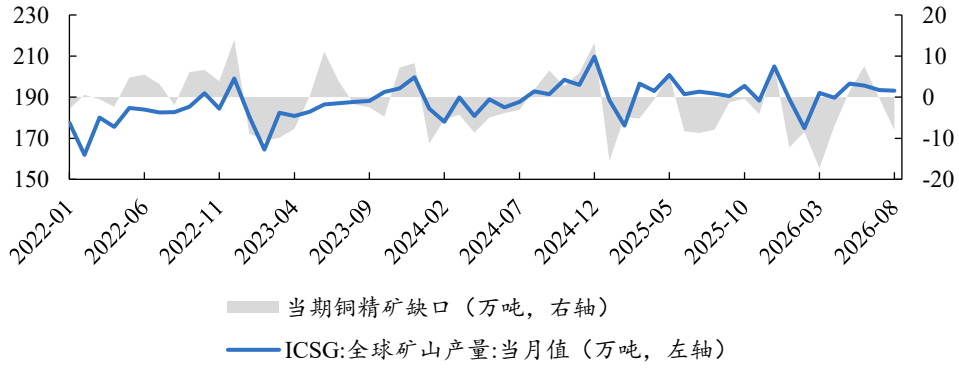
表 7： 2026 年 10 月中东和非洲重要电解铝项目复产预期 18
表 8： 受产能限制，国内电解铝保持供给紧平衡 22
表 9： 主要铝公司估值对比表（截至 2026 年 10 月 30 日） 23
表 10： 推荐或受益标的估值对比表（截至 2026 年 10 月 30 日） 26
表 11： 全球黄金供需平衡表（单位：吨） 27
表 12： 黄金投资需求分项（单位：吨） 28
表 13： CME FedWatch 隐含的美联储政策路径（2026 年 11 月 5 日） 29
表 14： 全球白银供需平衡（单位：吨） 32
表 15： 主要黄金公司估值对比表（截至 2026 年 10 月 30 日） 33
表 16： 碳酸锂供需平衡表（单位：万吨） 37
表 17： 国内重点盐湖供应量预测（单位：万吨 LCE） 38
表 18： 国内重点辉石矿供应量预测（单位：万吨 LCE） 38
表 19： 国内重点云母矿供应量预测（单位：万吨 LCE） 39
表 20： 非洲重点锂矿供应量预测（单位：万吨 LCE） 40
表 21： 南美重点盐湖供应量预测（单位：万吨 LCE） 40
表 22： 澳洲重点锂矿供应量预测（单位：万吨 LCE） 41
表 23： 推荐或受益标的估值对比表（截至 2026 年 10 月 30 日） 43
表 24： 股票代码 43
表 25： 钢铁分行业需求（单位：万吨） 47
表 26： 受益或推荐标的估值对比表（截至 2026 年 10 月 30 日） 48

1、 铜：供应扰动不断，区域库存错配支撑铜价高位

1.1、 铜矿端：供应扰动不断，矿产铜供应趋紧

2026 年前 8 月全球矿山产铜产量同比下滑 0.4%。根据 ICSG 数据，2026 年前 8 月全球矿山产铜产量为 1524.6 万吨，同比下滑 0.4%，矿山产铜供给仍低于精炼铜原料需求量，通过原生精炼铜产量-矿山产铜量测算可知，2026 年前 8 月全球铜精矿缺口为 44.4 万吨，较 2025 年同期缺口收窄约 1.1 万吨。我们认为，铜矿加工费持续下行叠加硫酸等副产品价格回调，将挤压冶炼利润，冶炼端减产压力加大。

图1：2026 年前 8 月全球矿产铜产量同比下滑 0.4%



数据来源：ICSG、Wind、开源证券研究所

2026 年二季度主要矿企铜产量同比下降、环比回升，矿端扰动仍制约供给释放。根据 2026 年二季度季报及半年报，2026 上半年样本企业矿产铜产量为 745.6 万吨，同比下滑 3.2%。其中样本企业二季度合计铜产量为 378.7 万吨，同比下降 3.9%、环比增长 3.2%。海外矿企产量表现分化，事故及复产爬坡拖累部分企业产出，其中纽蒙特受 Cadia 矿山二季度矿震停产影响，铜产量同比下降 52.8%；艾芬豪受卡莫阿-卡库拉铜矿矿震、淹井及恢复爬坡影响，产量同比下降 45.4%。与此同时，部分矿企受益于采矿阶段推进及新项目投产实现增产，阿曼矿业受 Batu Hijau 第八阶段采矿量及品位提升带动，产量同比增长 95.0%；泰克资源旗下铜矿普遍增产，产量同比增长 24.5%；沙火资源受益于高品位 A4 矿坑投产，产量同比增长 17.1%。国内样本企业合计产量同比小幅增长，环比均有所回升，其中洛阳钼业、中国有色矿业产量同比分别增长 9.3%、6.0%，紫金矿业、五矿资源分别下降 1.5%、1.8%。

表1：2026Q2 全球主要铜企产量同比下滑 3.9%（单位：万吨）

【开源金属|铜】全球主要铜企-季报产量汇总（截至 2026.10.16）(单位：万吨)					
公司名称	2025Q2	2026Q1	2026Q2	26Q2 同比变动	26Q2 环比变动
Codelco（智利国家铜业，智利）	36.5	30.0	31.9	-12.5%	6.6%
BHP（必和必拓，澳大利亚）	51.6	47.7	49.2	-4.7%	3.2%
Freeport-Mcmoran（自由港，美国）	43.7	30.0	35.7	-18.5%	18.7%
Glencore（嘉能可，瑞士）	17.5	20.0	19.7	12.6%	-1.1%
Southern Copper（南方铜业，墨西哥）	24.0	23.1	23.1	-3.9%	0.0%
Rio Tinto（力拓，英国）	22.9	22.9	21.3	-6.7%	-6.9%
KGHM（波兰铜业集团，波兰）	17.5	17.6	17.5	0.2%	-0.5%
Anglo American（英美资源，英国）	17.3	17.0	17.3	0.0%	1.6%

【开源金属|铜】全球主要铜企-季报产量汇总（截至 2026.10.16）(单位：万吨)					
Antofagasta（安托法加斯塔，智利）	16.0	14.3	14.2	-11.4%	-0.7%
First Quantum （第一量子，加拿大）	9.1	9.6	10.0	10.2%	4.2%
Nornickel（诺里尔斯克镍公司,俄罗斯）	10.4	9.9	10.4	0.2%	5.4%
KAZ Minerals（哈萨克矿业，哈萨克）	9.4	8.8	9.2	-1.8%	4.6%
Lundin Mining（伦丁矿业，加拿大）	8.1	8.0	7.7	-5.4%	-3.8%
Teck Resources（泰克资源，加拿大）	10.9	14.0	13.6	24.5%	-2.9%
Vale（淡水河谷，巴西）	9.3	10.2	9.8	6.3%	-3.8%
Mitsubishi Corp（三菱商事，日本）	8.5	9.0	5.8	-31.8%	-35.4%
SumitomoMetal（住友金属，日本）	7.3	6.9	5.2	-28.9%	-24.3%
PT Amman Mineral（阿曼矿业，印尼）	2.4	4.6	4.6	95.0%	0.4%
Barrick Gold（巴里克，加拿大）	5.9	4.9	5.6	-5.1%	14.3%
Capstone Copper（科罗纳铜公司）	5.7	4.8	5.2	-9.9%	7.9%
Ivanhoe（艾芬豪）	11.2	6.2	6.1	-45.4%	-1.2%
Newmont（纽蒙特，美国）	3.6	3.0	1.7	-52.8%	-43.3%
Sandfire（沙火资源，澳大利亚）	2.9	2.3	3.4	17.1%	49.7%
Hudbay（哈德贝，加拿大）	3.0	2.8	2.8	-5.6%	1.3%
Buenaventura（布埃纳文图拉,秘鲁）	2.7	2.5	2.6	-3.3%	3.8%
Boliden（玻立顿，瑞典）	2.8	2.9	3.0	7.0%	4.2%
紫金矿业	27.9	25.9	27.5	-1.5%	6.2%
洛阳钼业	18.3	18.8	20.0	9.3%	6.5%
五矿资源	14.0	12.9	13.8	-1.8%	7.1%
中国有色矿业	4.3	3.6	4.6	6.0%	25.0%
调整项	30.6	27.2	23.9	-21.9%	-12.1%
合计	**394.2**	**366.9**	**378.7**	**-3.9%**	**3.2%**
样本占比（参考 ICSG）	68%	66%	65%	/	/
调整项主要为计算时存在重复的权益铜产量,为保证计算准确性进行扣除				-	- -

数据来源：各公司官网、ICSG、开源证券研究所

矿石品位下滑叠加运营扰动，三季度铜矿供给持续承压。截至 2026 年 10 月 30 日，已披露三季报的样本铜企第三季度合计铜产量同比、环比分别下降 3.1%和 2.1%，其中必和必拓产量大幅下滑是主要拖累之一。2026 年第三季度（自然年），必和必拓铜产量为 40.1 万吨，同比、环比分别下降 18.8%和 18.5%；前三季度累计产量为 136.9 万吨，同比下降 10.1%，较上年同期减少约 15 万吨，主要受到入选品位下滑、智利矿山检修及恶劣天气等因素影响。分矿山来看，必和必拓旗下 Escondida、安托法加斯塔旗下 Centinela、英美资源集团参股的 Collahuasi 等重点矿山，均出现入选品位同比下降的情况；此外，智利部分矿山受到极端暴风雪天气扰动，进一步影响产量释放。整体而言，矿石品位下滑持续制约铜矿产量增长，检修及极端天气等运营扰动则加剧了短期供给压力。

表2：截至 2026 年 10 月 30 日，已发布三季报的铜企 Q1-Q3 铜产量同比下滑（单位：万吨）

公司名称	2025Q3	2026Q2	2026Q3	YoY	QoQ	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	YoY
BHP（必和必拓，澳大利亚）	49.4	49.2	40.1	-18.8%	-18.5%	152.3	136.9	-10.1%
Freeport-Mcmoran（自由港，美国）	41.4	35.7	37.7	-8.8%	5.9%	124.4	103.4	-16.9%
Rio Tinto（力拓，英国）	20.4	21.3	20.5	0.5%	-3.8%	64.3	64.6	0.5%

公司名称	2025Q3	2026Q2	2026Q3	YoY	QoQ	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	YoY
Southern Copper（南方铜业，美国）	23.5	23.1	23.2	-1.1%	0.8%	71.4	69.4	-2.9%
Glencore（嘉能可，瑞士）	24.0	19.7	20.2	-15.9%	2.1%	58.4	59.9	2.6%
KGHM（波兰铜业集团，波兰）	18.3	17.5	18.2	-0.1%	4.1%	52.6	53.3	1.3%
Anglo American（英美资源，英国）	18.4	17.3	17.5	-4.7%	1.0%	52.6	51.9	-1.4%
Antofagasta（安托法加斯塔，智利）	16.2	14.2	15.2	-6.1%	7.0%	47.7	43.7	-8.3%
Ivanhoe（艾芬豪，加拿大）	7.1	6.1	6.8	-4.3%	11.5%	31.6	19.1	-39.6%
Teck Resources（泰克资源，加拿大）	10.4	13.6	11.6	11.5%	-14.7%	31.9	39.2	22.9%
First Quantum （第一量子，加拿大）	10.5	10.0	10.9	4.1%	8.4%	29.5	30.6	3.6%
Vale（淡水河谷，巴西）	9.1	9.8	8.6	-5.8%	-13.1%	27.4	28.6	4.3%
Capstone Copper（卡普斯通铜公司，美国）	5.5	5.2	4.5	-18.3%	-12.7%	16.7	14.5	-13.0%
PT Amman Mineral（阿曼矿业，印尼）	2.5	4.6	5.9	136.4%	28.7%	6.6	15.1	129.0%
Sandfire（沙火资源，澳大利亚）	2.5	3.4	2.7	9.8%	-21.1%	7.9	8.4	6.0%
Buenaventura（布埃纳文图拉,秘鲁）	2.8	2.6	2.8	-1.2%	5.7%	8.2	7.9	-2.7%
Boliden（玻立顿，瑞典）	2.8	3.0	3.2	15.0%	6.4%	7.5	9.1	21.6%
紫金矿业	26.3	27.5	28.1	6.9%	2.2%	83.0	81.6	-1.7%
洛阳钼业	19.0	20.0	20.9	10.0%	4.3%	54.3	59.7	9.8%
中国有色矿业	3.3	4.6	3.9	17.9%	-14.8%	11.8	12.1	2.1%
五矿资源	12.7	13.8	13.1	3.3%	-4.7%	38.6	39.8	3.1%
以上样本企业合计	**325.8**	**322.3**	**315.6**	**-3.1%**	**-2.1%**	**978.7**	**948.7**	**-3.1%**

数据来源：各公司官网、开源证券研究所

过半数海外矿企 2026 年产量指引出现同比下降，年内产量指引下修幅度大于上修幅度。根据对海外主要铜矿产量指引的统计，过半数铜矿企业（必和必拓、嘉能可、南方铜业、力拓等）披露的 2026 年产量指引中值低于 2025 年实际产量。年内自由港、艾芬豪、安托法加斯塔和伦丁矿业均下调产量指引。我们预计 2026 年海外主要铜企铜矿产量或出现负增长，国内企业则受益海外矿山扩产，预计产量同比提高。

表3：2026 年海外主要铜企产量或出现负增长

公司名称	2025 年指引	2025 年实际	2026 年年初指引	2026 年最新指引	2026 年指引中值	25VS26 YOY
Codelco（智利国家铜业，智利）	137.0-140.0	133.4	133.1-135.7	133.1-135.7	134.4	0.7%
BHP（必和必拓，澳大利亚）	184.5-204.5	201.7	180.0-200.0	190.0-200.0	195	-3.3%
Freeport-Mcmoran（自由港，美国）	181.4	153.5	154.2	140.6	140.6	-8.4%
Glencore（嘉能可，瑞士）	85.0-91.0	85.2	81.0-87.0	81.0-87.0	84	-1.4%
Southern Copper（南方铜业，墨西哥）	96.8	95.6	91.1	91.7	91.7	-4.1%
Rio Tinto（力拓，英国）	78.0-85.0	88.3	80.0-87.0	80.0-87.0	83.5	-5.4%
KGHM（波兰铜业集团，波兰）	/	71.0	/	/	/	/
Anglo American（英美资源，英国）	69.0-75.0	69.5	70.0-76.0	70.0-76.0	73.0	5.0%
Antofagasta（安托法加斯塔，智利）	66.0-70.0	65.4	65.0-70.0	62.5-65.5	64	-2.1%
First Quantum （第一量子，加拿大）	38.0-44.0	39.6	37.5-43.5	40.5-43.5	42.0	6.1%
Nornickel（诺里尔斯克镍公司,俄罗斯）	41.9-44.3	42.5	40.5-42.9	40.5-42.9	41.7	-1.9%
KAZ Minerals（哈萨克矿业，哈萨克）	/	37.0	/	/	/	/
Lundin Mining（伦丁矿业，加拿大）	30.3-33.0	33.1	31.0-33.5	30.0-32.5	31.3	-5.7%

公司名称	2025年指引	2025年实际	2026年年初指引	2026年最新指引	2026年指引中值	25VS26 YOY
Teck Resources（泰克资源，加拿大）	49.0-56.5	45.4	45.5-53.0	45.5-53.0	49.3	8.6%
Vale（淡水河谷，巴西）	34.0-37.0	38.2	35.0-38.0	36.0-38.0	37.0	-3.2%
Barrick Gold（巴里克，加拿大）	20.0-23.0	22.0	19.0-22.0	19.0-22.0	20.5	-6.8%
Capstone Copper（科罗纳铜公司）	22.0-25.5	22.5	20.0-23.0	20.0-23.0	21.5	-4.4%
Ivanhoe（艾芬豪）	52.0-58.0	38.9	38.0-42.0	29.0-31.0	30.0	-22.8%
Newmont（纽蒙特，美国）	11.8	13.5	10.2	10.2	10.2	-24.4%
Sandfire（沙火资源，澳大利亚）	10.9	10.7	10.2-11.4	10.2-11.4	10.8	0.7%
Hudbay（哈德贝，加拿大）	11.7-14.9	11.8	11.0-13.8	11.0-13.8	12.4	4.9%
小计	/	1210.8	/	/	1172.8	-3.1%

数据来源：各公司官网、开源证券研究所

外资矿山复苏有望在 2027 年贡献增量。经测算，我们预计 2026 年主要外资铜矿矿产铜产量为 1293.7 万吨，该产量于 2027 年有望恢复至 1344.0 万吨，较 2026 年回升 50.2 万吨。其中，主要增量来自于自由港（预期格拉斯伯格铜产量恢复至 46.3 万吨）、艾芬豪（预期卡莫阿-卡库拉铜矿铜产量恢复至 36 万吨）、嘉能可（预期 Collahuasi 产能复苏）以及第一量子（预期 kansanshi S3 扩建项目贡献增量）。

图2：外资矿山复苏有望贡献增量

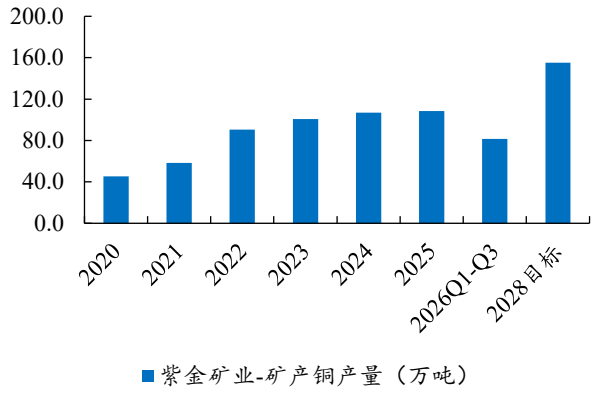
公司名称	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	22VS23	23VS24	24VS25	25VS26	26VS27	27VS28	后续增量项目
Codelco（智利国家铜业，智利）	155.3	142.4	144.2	144.0	127.2	131.0	135.4	-12.9	1.8	-0.2	-16.8	3.8	4.4	（1）参股矿山：QB2；（2）自有矿山：Andina以及Salvador扩建项目即将完工，有望在2027年起贡献增量
BHP（必和必拓，澳大利亚）	170.3	178.8	195.8	200.5	180.0	174.0	174.3	8.5	17.0	4.7	-20.5	-6.0	0.3	Escondida品位下降（结束了高品位矿段的开采）
Freeport-Mcmoran（自由港，美国）	193.3	190.6	191.1	153.5	140.6	151.1	160.9	-2.8	0.6	-37.7	-12.8	10.5	9.8	公司预计Grasberg铜矿产量将于2027年恢复
Glencore（嘉能可，瑞士）	105.6	101.0	95.1	85.2	84.0	88.4	90.0	-4.6	-5.9	-9.9	-1.2	4.3	1.7	增量来自Collahuasi的复苏和Alumbrera项目重启
Southern Copper（南方铜业，美国）	89.5	91.1	97.4	95.6	91.7	91.0	96.0	1.7	6.3	-1.8	-3.9	-0.7	5.0	2028年起有增量，增量包括Tia Maria矿（12万吨，2028年）和El Pilar矿（3.6万吨，2029年）
Rio Tinto（力拓，英国）	63.8	64.3	79.3	88.3	84.0	88.5	94.5	0.5	14.9	9.0	-4.3	4.5	6.0	近三年增量来自OT的爬产（28年到50万吨）及Collahuasi产量改善
KGHM（波兰铜业集团，波兰）	73.3	71.1	73.0	71.0	72.4	73.3	73.3	-2.2	1.9	-2.0	1.4	0.8	0.0	Sierra Gorda扩建，新产能需要到2029年才能释放
Anglo American（英美资源，英国）	66.5	82.4	77.3	69.5	70.9	74.7	82.0	16.0	-5.1	-7.8	1.4	3.8	7.3	增量主要来自Collahuasi以及QB2项目
Antofagasta（安托法加斯塔，智利）	65.2	66.0	66.4	65.4	62.5	66.0	70.0	0.9	0.4	-1.0	-2.9	3.5	4.0	增量来自Centinela的二期扩建项目，产能为17万吨（2027年投产）
First Quantum （第一量子，加拿大）	77.6	70.7	43.1	39.6	42.0	45.5	44.5	-6.8	-27.6	-3.5	2.4	3.5	-1.0	主要增量来自Kansanshi的S3扩建项目，巴拿马铜矿复产未有实质性进展
Nornickel（诺里尔斯克镍公司,俄罗斯）	47.1	42.5	43.3	42.5	41.7	41.7	41.7	-4.6	0.8	-0.7	-0.8	0.0	0.0	无新建计划，预计持平
KAZ Minerals（哈萨克矿业，哈萨克）	38.0	40.3	38.0	37.0	36.0	36.0	36.0	2.4	-2.4	-1.0	-1.0	0.0	0.0	无新建计划，预计持平
Lundin Mining（伦丁矿业，加拿大）	25.0	31.5	36.9	34.0	31.3	32.0	32.3	6.5	5.4	-3.0	-2.7	0.8	0.3	无新建计划，预计持平
Teck Resources（泰克资源，加拿大）	27.0	30.0	44.6	45.4	49.3	54.3	47.3	3.0	14.6	0.8	3.9	5.0	-7.0	主要增量来自QB2，但Antamina和Highland Valley Copper面临自然减产
Vale（淡水河谷，巴西）	25.3	32.7	34.9	38.2	38.0	40.4	43.2	7.4	2.2	3.4	-0.2	2.4	2.8	Bacaba项目2027年三季度投产（5万吨），Salobo扩建项目2028年上半年投产（新增产能3万吨）
Ivanhoe（艾芬豪，加拿大）	33.3	39.4	43.7	38.6	31.0	36.0	45.0	6.0	4.4	-5.1	-7.6	5.0	9.0	短期核心仍然是卡莫阿，关注艾芬豪更新
NICICO（伊朗国家铜业公司，伊朗）	30.2	32.5	33.8	33.8	33.8	33.8	33.8	2.3	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	——
Mitsubishi Corp（三菱商事，日本）	27.8	35.5	36.1	35.7	35.5	35.3	35.4	7.7	0.6	-0.4	-0.1	-0.2	0.1	——
SumitomoMetal Mining（住友金属，日本）	28.3	27.0	29.7	30.1	30.0	30.1	30.3	-1.4	2.7	0.4	-0.1	0.1	0.1	——
PT Amman Mineral（阿曼矿业，印尼）	21.0	14.2	17.9	9.4	22.0	23.1	24.3	-6.9	3.8	-8.5	12.6	1.1	1.2	进入高品位区域，选矿产能由4000万吨提升至8500万吨，为远期Elang项目作准备
Barrick Gold（巴里克，加拿大）	20.0	19.0	19.5	22.0	20.5	21.0	27.0	-0.9	0.5	2.5	-1.5	0.5	6.0	主要增量来自Lumwana扩建项目
Capstone Copper（科罗纳铜公司）	15.9	16.4	18.4	22.5	21.5	22.6	23.6	0.6	2.0	4.0	-1.0	1.1	1.0	增量来自Mantoverde优化项目（产能提升至12.5-13.5万吨，已投产）
Newmont（纽蒙特，美国）	3.8	6.5	15.3	13.5	10.0	12.5	13.0	2.7	8.8	-1.8	-3.5	2.5	0.5	增长主要来自Cadia项目，2027年开始放量
Sandfire（沙火资源，澳大利亚）	9.8	10.1	10.5	10.3	10.9	10.9	10.9	0.2	0.4	-0.1	0.6	0.0	0.0	短期内暂无增量，未来新项目主要是澳洲Kalkaroo以及美国Black Butte（但目前仍因批于法律问题）
Hudbay（哈德贝，加拿大）	10.4	13.2	13.8	11.8	12.4	16.3	15.6	2.8	0.6	-2.0	0.6	3.9	-0.7	主要增量来自在产的Copper Mountain项目，关注copper world进度
Ciade Minas Buenaventura SA（布埃纳文图拉开采，秘鲁）	13.7	12.3	11.9	10.9	10.7	12.2	12.2	-1.4	-0.4	-1.0	-0.2	1.5	0.0	无新建计划，预计持平
Boliden（玻立顿，瑞典）	10.9	8.9	9.1	10.6	12.7	12.7	12.7	-2.0	0.2	1.5	2.1	0.0	0.0	无新建计划，预计持平
Newcres（纽克雷斯特矿业公司，澳大利亚）	14.6	15.9	/	/	/	/	/							
OZ Minerals Ltd（OZ资源，澳大利亚）	12.4	13.1	/	/	/	/	/							
调整项	104.3	114.9	122.4	119.2	108.8	110.2	114.1							
小计	1370.7	1384.5	1397.4	1339.4	1293.7	1344.0	1390.7	13.8	13.0	-58.1	-45.6	50.2	46.8	2027年增量主要来自产能修复（Grasberg、Kamoa-Kakula、Collahuasi等），新增产能有Centinela二期等项目

数据来源：各公司官网、开源证券研究所

中资矿山有望持续贡献供给增量。以紫金矿业巨龙铜矿及洛阳钼业 TFM、KFM 铜矿为代表的中资矿山，有望成为全球铜矿供给增量的重要来源。2026 年前三季度，紫金矿业矿产铜产量为 81.6 万吨，同比下降 1.7%，主要受卡莫阿-卡库拉铜矿事故拖累；剔除该矿后，其他矿山矿产铜产量为 73.1 万吨，同比增长 6.1%，主要增量来自巨龙铜矿二期投产。公司 2028 年矿产铜产量目标为 150—160 万吨，较 2026 年产量指引增加 30—40 万吨。同期，洛阳钼业矿产铜产量为 59.7 万吨，同比增长 9.8%；

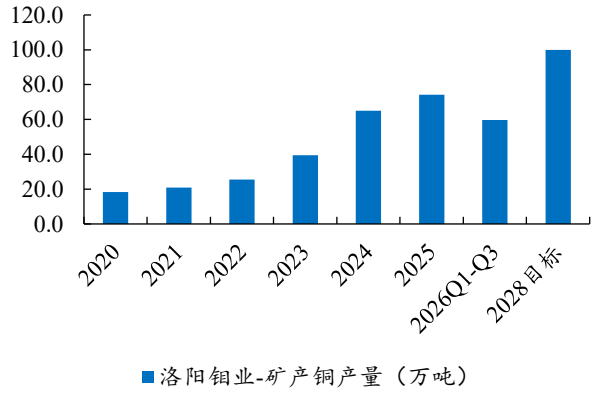
KFM 二期计划于 2027 年投产，达产后预计新增铜产能 10 万吨，为公司实现 2028 年铜产量 100 万吨的目标提供支撑。此外，五矿资源科马考、铜陵有色米拉多及云南铜业红泥坡等铜矿项目有望陆续贡献增量，推动中资矿企矿产铜供应增长。

图3：紫金矿业 2028 年矿产铜目标为 150-160 万吨，2026 前三季度矿产铜产量为 81.6 万吨



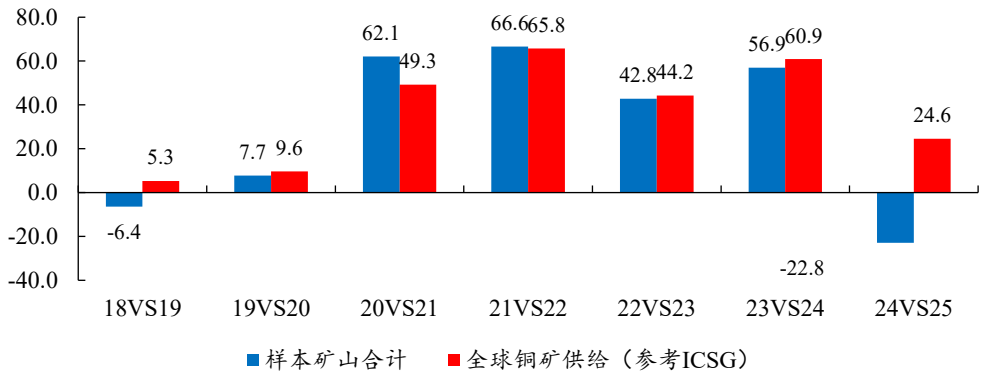
数据来源：紫金矿业公司公告、开源证券研究所

图4：洛阳钼业 2026 年前三季度矿产铜产量 59.7 万吨，同比增长 9.8%，公司目标 2028 年铜产量达 100 万吨



数据来源：洛阳钼业公司公告、开源证券研究所

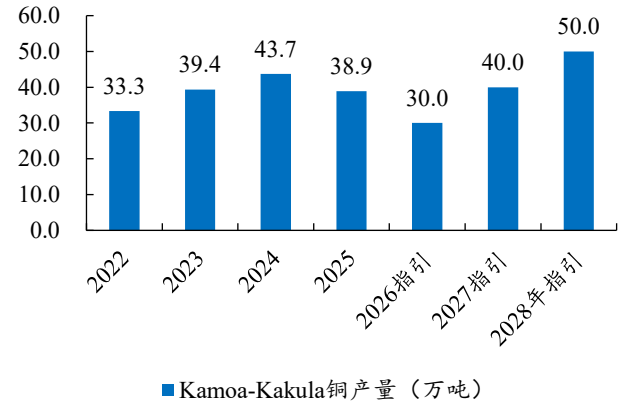
图5：在我们跟踪的样本矿山占全球铜矿供给约 75%，2025 年样本矿山铜产量下降约 22.8 万吨



数据来源：ICSG、各公司官网、开源证券研究所

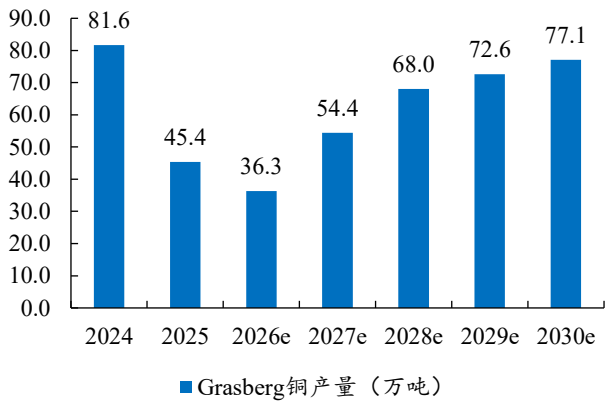
重点矿山复产进度不及预期。艾芬豪旗下卡莫阿-卡库拉铜矿于 2025 年 5 月发生矿震，地下排水设施受损，部分采矿区域被淹，导致当年铜产量由原计划的逾 50 万吨降至实际的 38.9 万吨。此后，公司多次下调产量指引，目前预计 2026 年铜产量为 29—31 万吨，2027 年回升至 38—42 万吨，2028 年恢复至 50 万吨水平。**自由港旗下印尼格拉斯伯格铜矿**则于 2025 年 9 月发生事故，拖累公司印尼区当年铜产量降至约 46 万吨，较 2024 年的约 82 万吨下降 44%。公司原预计 2026 年下半年产能恢复至 85%，但停产期间地下矿湿矿比例显著提升，矿石装载系统需进行改造，复产进度因此延后。根据自由港 2026 年三季度披露，格拉斯伯格铜矿当季选矿处理量已恢复至事故前正常水平的约 67%，预计 2027 年中恢复至约 80%，2027 年底接近满产；公司预计 2026 年、2027 年铜产量分别为 36.3 万吨和 54.4 万吨。两座主力矿山恢复周期拉长，预计将限制短期铜矿供给增量。

图6：卡莫阿-卡库拉铜矿产量预计将于 2028 年达 50 万吨水平



数据来源：艾芬豪公司官网、开源证券研究所

图7：自由港预计格拉斯伯格铜矿选矿处理量于 2027 年底恢复至接近满产



数据来源：自由港公司官网、开源证券研究所

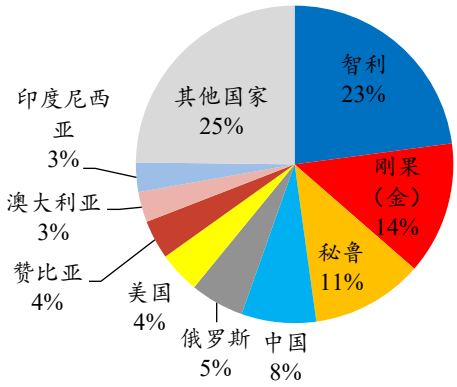
厄尔尼诺或通过极端天气及电力供应扰动，加剧铜矿供给不确定性。根据世界气象组织通报，厄尔尼诺现象在 2026 年 9—11 月及 2026 年 12 月—2027 年 2 月期间持续存在的可能性接近 100%，且预计将达到超强强度。受其影响，南美洲部分地区降雨及洪涝风险或有所上升，智利、秘鲁部分矿区及运输沿线可能面临洪涝、泥石流和基础设施损毁风险，进而影响矿山作业、铜精矿运输及出口。非洲方面，刚果（金）电力供应高度依赖水电，若相关流域出现干旱、来水减少等情况，水电出力及供电稳定性可能下降，进而制约矿产铜生产。整体来看，厄尔尼诺或通过矿山运营、物流运输及电力供应等环节扰动铜矿供给，进一步加大短期供应的不确定性。

图8：厄尔尼诺现象或影响南美洲及非洲铜矿生产国



资料来源：ICSG、开源证券研究所（注：世界地图中标示为在产铜矿分布，圆点面积代表产量大小）

图9：2025 年，智利、秘鲁及刚果（金）贡献了全球约 48%的矿产铜

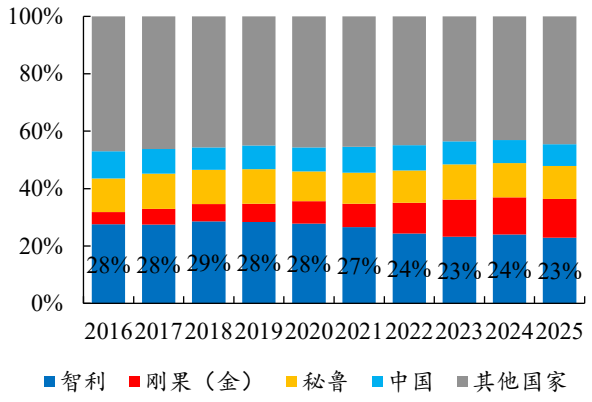


数据来源：USGS、智利矿业委员会、开源证券研究所

矿石品位下滑叠加运营扰动，智利铜矿供给增长受限。智利长期位居全球矿产铜生产国首位，2025 年产量占全球的 23%，刚果（金）、秘鲁和中国分别以 14%、

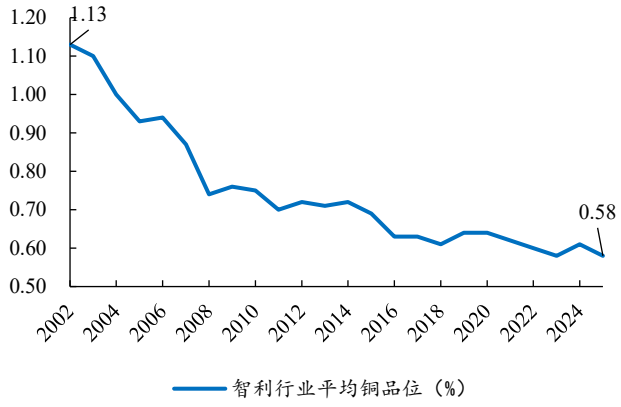
11%和 8%的份额位列其后。但随着刚果（金）等新兴产铜国产量快速增长，以及智利自身产量较峰值回落，智利全球供给份额已由 2016 年的 28%降至 2025 年的 23%。2025 年，智利矿产铜产量约为 541.5 万吨，较 2018 年峰值 583 万吨下降约 7%。品位下滑是制约其产量增长的重要因素：随着成熟矿山持续开采，智利铜矿平均入选品位由 2002 年的 1.13%降至 2025 年的 0.58%，降幅约 49%，单位矿石含铜量减少持续制约产量释放。与此同时，安全事故及劳资纠纷进一步加剧供给扰动。2025 年，智利国家铜业旗下 El Teniente 铜矿发生矿难，公司预计造成当年铜产量损失约 4.8 万吨，相当于该矿 2024 年产量的约 13%；2026 年，Mantoverde、Centinela 和 Escondida 铜矿先后出现罢工威胁或实际罢工事件。作为全球最大的矿产铜供应国，智利面临的品位下滑与运营扰动，也增加了全球铜矿供给增长的不确定性。

图10：智利矿产铜占比自 2016 年的 28%，下滑至 2025 年的 23%



数据来源： USGS、智利矿业委员会、开源证券研究所

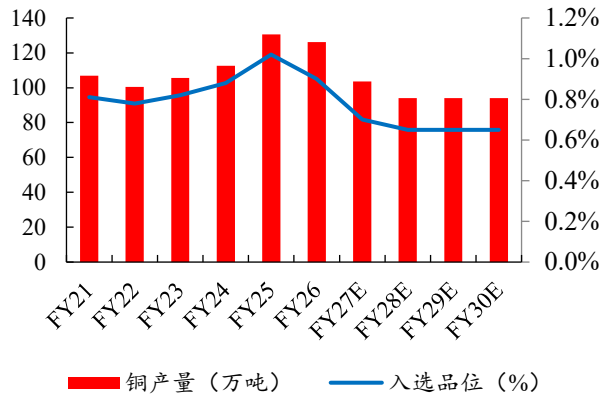
图11：智利铜矿平均入选品位由 2002 年的 1.13%降至 2025 年的 0.58%，降幅约 49%



数据来源：智利矿业委员会、开源证券研究所

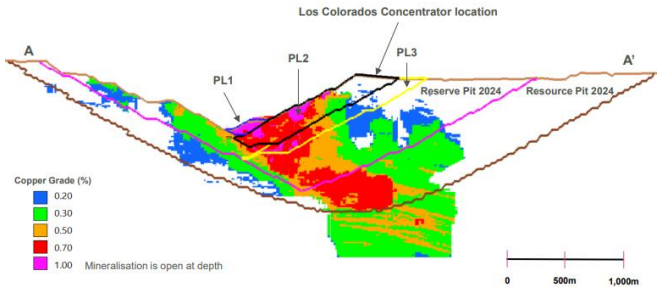
全球最大铜矿 Escondida 同样面临品位下滑，未来产量释放受到制约。Escondida 于 2025 财年实现铜产量 130 万吨，创历史新高；此后受矿石品位下滑影响，2026 财年产量同比下降 3%至 126 万吨。根据必和必拓二季度报告，2027 财年 Escondida 入选品位预计降至 0.70%，铜产量指引下调至 100—110 万吨，中值较 2026 财年实际产量下降约 17%。受采矿安排及 Los Colorados 选矿厂拆除计划影响，2028—2030 财年铜产量预计进一步降至 90—100 万吨。除品位下滑外，反复出现的劳资纠纷也增加了矿山运营的不确定性，2022、2023、2024 及 2026 年均曾出现罢工威胁，尽管最终达成协议、未对实际运营造成重大影响，潜在生产扰动风险仍然存在。作为全球最大的铜矿，Escondida 产量中枢下移表明，即使是大型主力矿山，也难以避免品位下降带来的产出约束，进而限制全球铜矿供给增量。

图12：Escondida 铜产量于 2025 财年达历史新高，随后预期由于矿石品位下降而回落（FY27-30E 为估计值）



数据来源：必和必拓、开源证券研究所 （注：必和必拓 2026 财年对应 2025 年 7 月 1 日至 2026 年 6 月 30 日）

图13：Escondida 矿床剖面图

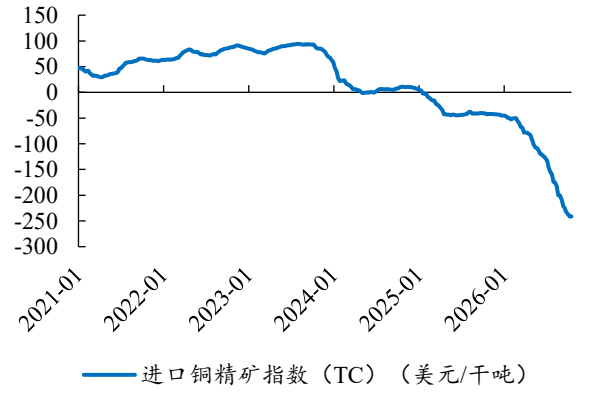


数据来源：必和必拓、开源证券研究所（注：当前开采区域主要位于 PL1；必和必拓预计 2029 财年之后拆除 Los Colorados 选矿厂，从而释放其下方及周边铜品位更高、储量更丰富的 PL2 区域）

1.2、 铜冶炼：冶炼原料紧张，副产品收益回落或推动冶炼厂主动减产

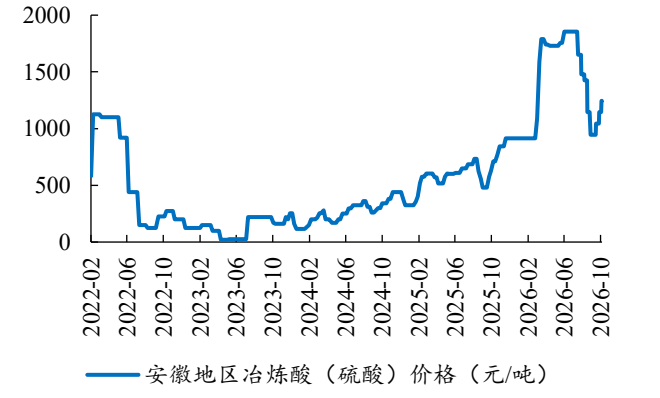
现货 TC 跌至历史低位，硫酸收益回落或增强冶炼厂主动减产意愿。从中游冶炼端来看，10 月下旬现货 TC 已降至-241 美元/干吨，处于历史低位。铜冶炼企业收益主要来自加工费（TC/RC）及硫酸、金、银等副产品，结合冶炼现金成本及硫酸价格测算，在当前现货 TC 水平下，采用现货铜精矿的冶炼业务已面临现金流亏损。根据 SMM 数据，9 月底现货冶炼总收益（含硫酸等副产品）已跌至-4129 元/金属吨。不过，大型冶炼企业通常通过长协采购部分原料，叠加实际回收率高于协议约定及金银价格上涨带来的收益，部分企业仍可维持盈利。当前，现货 TC 持续承压，国内硫酸价格已回落，以安徽地区为例，硫酸价格已从年内高点约 1855 元/吨回落至 1245 元/吨，冶炼减产压力加大。

图14：进口铜精矿指数 TC 已跌至-241 美元/干吨



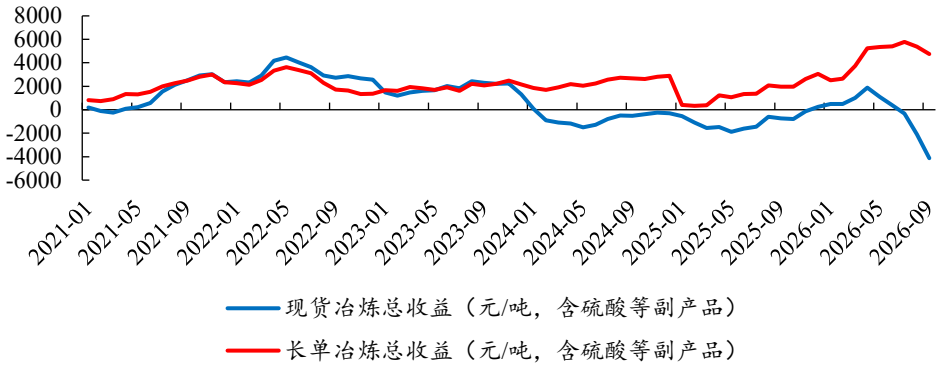
数据来源：SMM、开源证券研究所

图15：安徽地区硫酸价格已回落至 1245 元/吨



数据来源：SMM、开源证券研究所

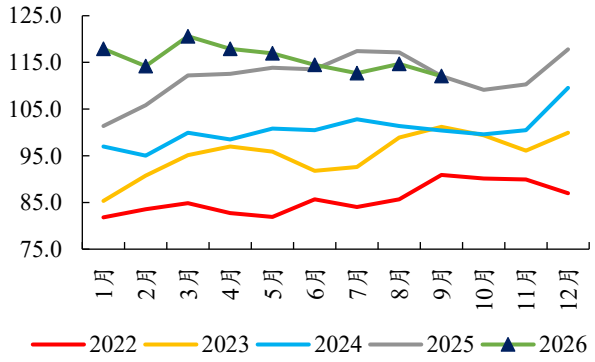
图16：加工费深度负值，硫酸价格回落，现货冶炼总收益已于七月末跌至负值



数据来源：SMM、开源证券研究所

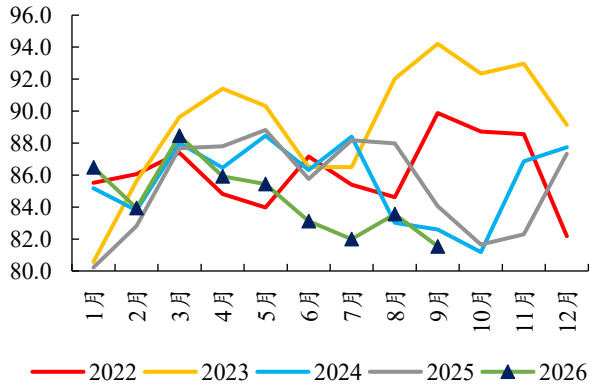
冶炼厂集中检修叠加原料约束，国内电解铜产量释放受限。根据 SMM 数据，9 月国内电解铜产量为 112.1 万吨，环比下降 2.3%，主要受到冶炼厂集中检修、冷料供应偏紧及硫酸等副产品收益下滑等因素影响，国内铜冶炼企业开工率降至年内低点 81.5%；1—9 月累计电解铜产量为 1041.5 万吨，同比增长 3.5%。据 Mysteel 调研，10 月共有 11 家冶炼厂处于检修状态，较 9 月增加 5 家，检修对产出的影响预计仍将延续。同时，原料供应刚性约束及硫酸价格回落持续压制冶炼企业生产积极性，新投产项目产能释放亦受到限制。SMM 预计 10 月份国内电解铜产量或降至年内最低水平，约 108.5 万吨。综合来看，检修增多与盈利承压共同制约供给增长，预计四季度国内电解铜产量增量有限。

图17：2026 年 9 月电解铜产量为 112.1 万吨，环比下滑 2.3%（单位：万吨）



数据来源：SMM、开源证券研究所

图18：受检修集中影响，国内冶炼企业开工率降至年内低点（单位：%）



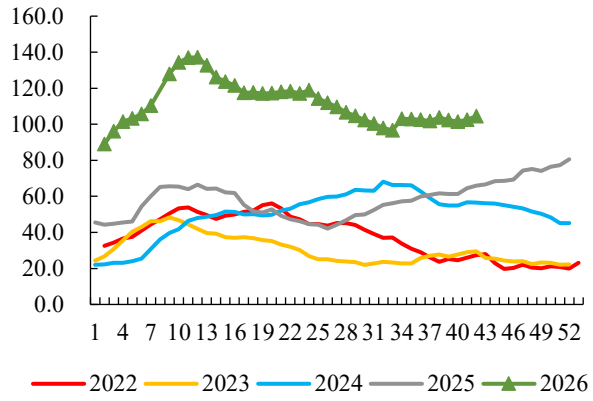
数据来源：SMM、开源证券研究所

1.3、 铜库存：库存区域分布失衡

美国关税预期推动铜库存向美国集中，全球显性库存高企但区域分布失衡。自 2025 年 2 月美国启动铜“232 调查”以来，关税预期持续推动国际贸易商将货源转往美国。尽管 2025 年 7 月底落地的关税仅覆盖铜加工材，但精炼铜后续是否纳入征税范围仍存在不确定性。白宫要求美国商务部于 2026 年 6 月 30 日前提交更新评估报告，以研判是否自 2027 年 1 月 1 日起对精炼铜征税；9 月 28 日为市场推算的 90 天决策窗口节点，但截至 10 月 30 日，白宫仍未公布相关决定。在此背景下，全球铜显性库存虽处于过去十年的较高水平，但库存主要集中于美国：COMEX 铜库存超

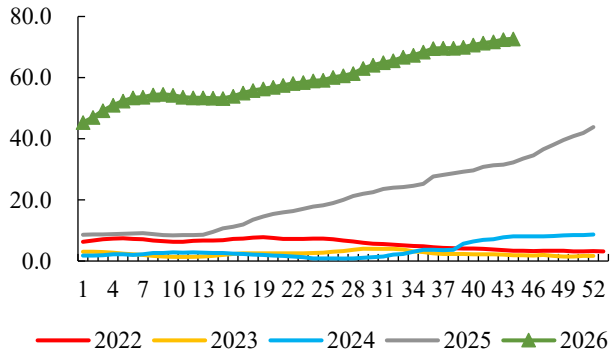
过 72 万吨，约占全球显性库存的 67%；LME 铜库存约 27 万吨，其中约 17 万吨位于美国仓库，非美地区库存仅约 10 万吨，处于历史相对低位；SHFE 周度铜库存（不含保税区）约 6 万吨，亦处于近五年较低水平。COMEX 库存 9 月一度停止累积，10 月再度回升，显示货源向美国集中的趋势仍在延续。后续需关注美国精炼铜关税政策进展、COMEX 与 LME 铜价差（当前约 175 美元/吨）及跨区域库存流向，以判断美国以外市场的现货供应松紧。

图19：全球库存依旧保持高位（单位：万吨）



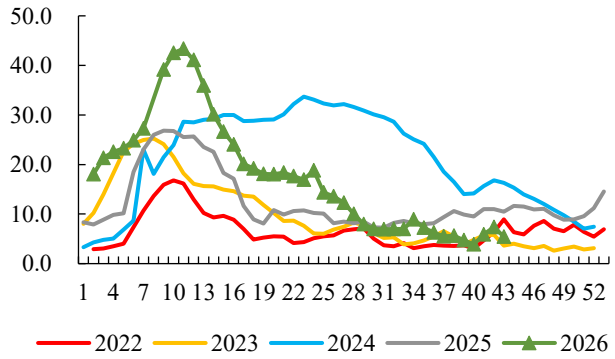
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：COMEX 显性库存已提升至 72 万吨以上（单位：万吨）



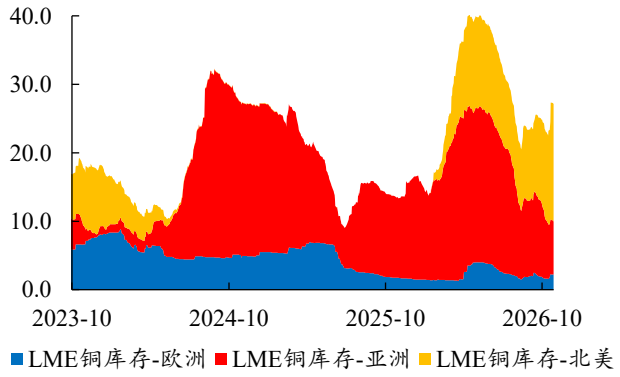
资料来源：Wind、开源证券研究所

图21：SHFE 铜库存维持低位（单位：万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

当前 LME 铜库存约 27 万吨，其中约 17 万吨位于 LME 美国仓库中（单位：万吨）



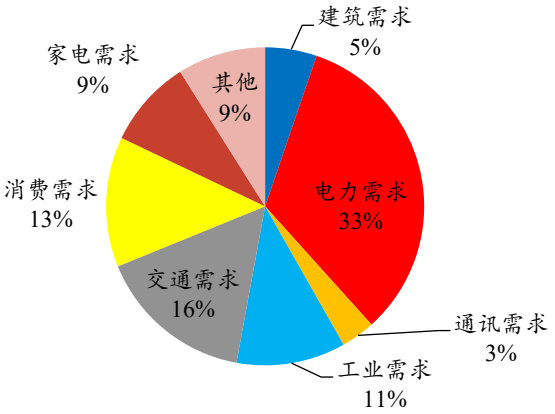
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、 铜需求：电力投资为全球精炼铜需求支柱

电力需求构成铜消费核心，电网升级与新能源发展提供增长动力。根据 IWCC 数据，2025 年电力领域占全球精炼铜需求的 33%，为第一大需求来源；交通领域需求占比较 2012 年提升 1.41 个百分点，反映出全球交通电动化对铜需求的拉动作用。随着电气化进程持续推进，电网改造升级及新能源汽车普及有望继续贡献需求增量。国内需求结构呈现类似特征，根据 SMM 数据，2025 年电力领域占国内铜需求的 44%，仍为核心支柱；新能源产业快速发展带动交通领域用铜需求增长，其需求占比较 2021 年提升 4.56 个百分点。展望未来，国内电网投资增长及新能源产业规模扩张有望持

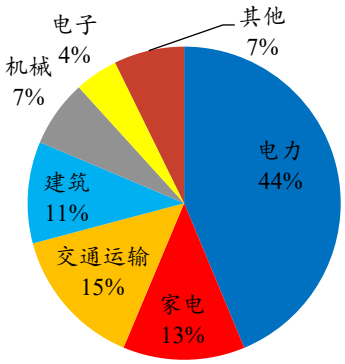
续支撑铜需求，人工智能发展与新型工业化推进所带动的设备更新、产线升级亦有望贡献新增用铜需求。

图23：2025 年，电力需求在全球铜需求的占比达到 33%



数据来源：IWCC、开源证券研究所

图24：2025 年，电力需求在国内铜需求的占比达到 44%



数据来源：SMM、开源证券研究所

1.5、 投资建议：供应扰动不断，区域库存错配支撑铜价高位

我们认为，2027 年铜行业供需情况将维持紧平衡格局。从供给端看，海内外新增项目有限，2027 年增量主要来自已有项目爬坡以及事故矿山复苏。海外多数矿山仍面临品位、回收率下降的问题，叠加劳资纠纷、天气、事故等干扰因素频发，预计供给端偏紧状态短期难以逆转。需求端有望受益于数据中心投资以及电网投资。我们认为 2027 年铜供需结构有望维持紧平衡格局，预计在非美地区低库存环境下铜价中枢有望维持震荡向上，**推荐及受益标的包括：推荐西部矿业、中国有色矿业、金诚信、紫金矿业、洛阳钼业、五矿资源、江西铜业，受益标的：铜陵有色。**

表4：主要铜公司估值对比表（截至 2026 年 10 月 30 日）

股票代码	股票简称	收盘价(元)	归母净利润（亿元）				PE（倍）				评级
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
603993.SH	洛阳钼业	13.7	203.4	324.4	361.3	401.8	14.4	9.0	8.1	7.3	买入
601899.SH	紫金矿业	27.6	517.8	800.4	935.1	1083.7	14.2	9.2	7.8	6.8	买入
603979.SH	金诚信	58.2	23.4	33.5	37.8	44.5	15.5	10.8	9.6	8.1	买入
601168.SH	西部矿业	29.5	36.4	60.6	68.1	77.1	19.3	11.6	10.3	9.1	买入
600362.SH	江西铜业	32.2	71.3	170.8	184.6	194.7	15.6	6.5	6.0	5.7	买入
000630.SZ	铜陵有色	4.8	24.2	62.4	85.5	88.9	26.8	10.4	7.6	7.3	未评级
1258.HK	中国有色矿业	10.3	28.7	59.1	66.9	70.9	13.9	6.8	6.0	5.6	买入
1208.HK	五矿资源	5.9	34.2	120.6	128.2	144.7	22.1	6.3	5.9	5.2	买入
铜行业平均							**18.5**	**8.7**	**7.5**	**6.8**	-

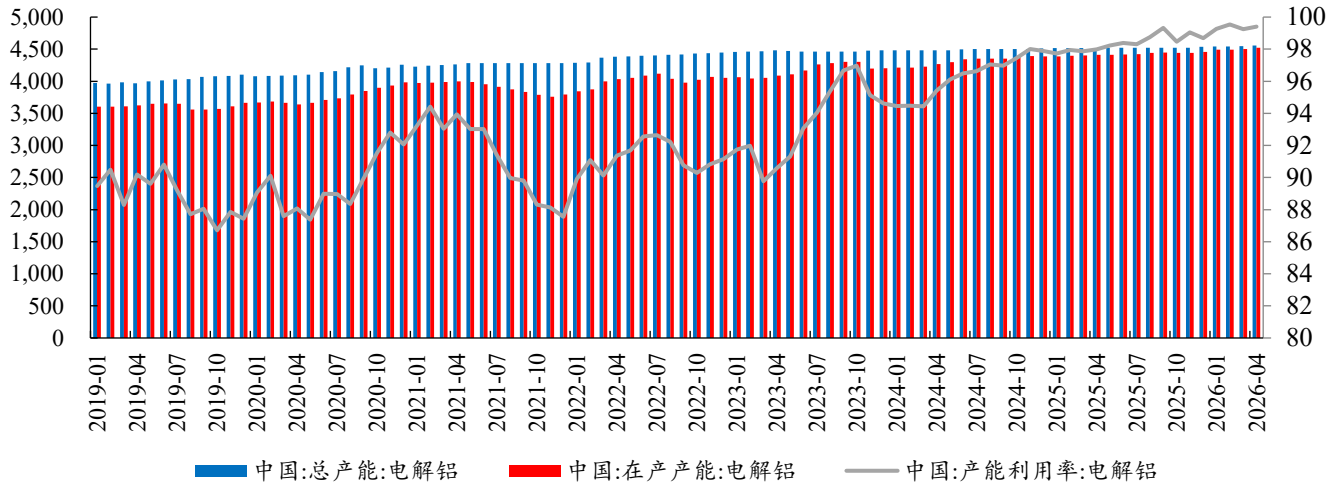
数据来源：Wind、开源证券研究所（紫金矿业及铜陵有色盈利预测与估值来自 Wind 一致预期，港元兑人民币汇率为 0.86、美元兑人民币汇率为 6.7138）

2、 铝：国内产量增长有限，重点关注海外电解铝释放进程

2.1、 国内供给：满产运行，供给增长有限

国内已建成产能利用率处于历史较高水平，供给向上弹性有限。截至 2026 年 10 月，国内电解铝产能利用率高达 99.90%，处于历史较高水平，考虑到日常检修影响，我们认为国内建成产能产能利用率提升空间不大，已有产能产量向上弹性有限。

图25：国内电解铝项目产能利用率达到历史较高水平（产能单位：万吨，产能利用率单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

国内原铝产能受 4543 万吨天花板限制，目前已接近产能红线。2017 年印发《清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案》，确认 4543 万吨电解铝合规产能天花板，国内只能通过产能置换形成少量增长，新增产能空间非常有限。

表5：2025 年以来部分省市电解铝产能变化

省市	项目	产能	槽型	时间	备注
云南	云南宏泰	203	部分 600KA	-	2025 年底已启动 180 万吨
云南	云南宏合	193	600KA	-	2025 年底已启动 38 万吨，2026 年 5 月继续启槽 10.5 万吨
云南	云南其亚	21	500KA	-	转至新疆，拟投产 2026 年 12 月
宁夏	青铜峡技改升级	42	600KA	-	计划 2028 年 4 月投产
青海	宏森铝业	11	-	-	具体时间待定
青海	桥头铝电	50	600KA	开工 2025 年 10 月	桥头 30+百河 20
青海	百河铝业	50	600KA	-	拟投产 2027 年 4 月
青海	黄河鑫业	55	600KA	拟开工 2028 年 7 月	拟投产 2029 年 9 月
青海	西部水电	50	600KA	拟开工 2027 年 6 月	拟投产 2028 年 7 月
山西	兆丰铝电	29.4	600KA	开工 2025 年 9 月	拟投产 2026 年 9 月
内蒙古	东山铝业	50	600KA	-	待定
内蒙古	扎铝二期	35	500KA	-	2026 年 6 月达产
内蒙古	霍煤鸿骏	48	600KA	-	拟投产 2028 年 12 月
内蒙古	锦联铝材	2.4	500KA	拟开工 2026 年 1 月	拟投产 2026 年 6 月（以大代小）
贵州	双元铝业	24.5	500KA	-	扩能项目试投产

省市	项目	产能	槽型	时间	备注
新疆	新疆信发兵准	55	600KA	-	-
新疆	天山铝业	24	500KA	-	2025 年 11 月末一系列投产，二系列 2026 年 5 月 24 日通电
新疆	新疆希望	16	500KA	拟开工 2025 年 5 月	拟投产 2026 年 3 月
新疆	新疆其亚	40	500KA	拟开工 2024 年 10 月	拟投产 2026 年 3 月
新疆	万基铝业新疆	58	600KA	拟开工 2026 年 3 月	拟投产 2027 年 12 月
新疆	华章铝业	50	600KA	-	计划 2026 年 9 月投产
辽宁	象屿铝业	43	-	-	7 月初满产，运行产能增加 30 万吨
重庆	博丰铝业	18	400KA	拟开工 2025 年 12 月 1 日	拟投产 2026 年 10 月 30 日
四川	弘昌晟铝业	11.5	400KA	拟开工 2026 年 6 月	拟投产 2027 年 1 月

数据来源：阿拉丁、开源证券研究所

2.2、 海外供给：海外产能规划众多，中东地区开始复产

海外电解铝产能规划众多。据 SMM 统计，海外电解铝规划新增产能已经超过 2000 万吨，印尼地区也是海外增量中能较早兑现的部分，其新增电解铝产能的推进速度深刻影响全球供应格局。

2026 年印尼已有部分新投产能释放，但电力供应仍是电解铝项目推进的一大掣肘。印尼地区电解铝新建产能规划众多，但产能释放不及预期。其余项目正在推进中，但受电力供应等因素影响，部分企业选择放缓项目进程，投产节奏存在不确定性。

表6：海外电解铝新增产能列表（单位：万吨）

地区	拟新建总产能	产能净增	2025 年	2026 年 E	2027 年 E	2028 年 E	2029 年 E	2030 年 E
合计-印度	265.50	265.50	0.00	22.00	21.50	9.00	18.00	18.00
合计-印尼	995.00	995.00	39.00	126.00	225.00	105.00	75.00	95.00
合计-安哥拉	108.00	108.00	0.00	12.00	32.00	42.00	10.00	0.00
合计-中东	203.00	203.00	0.00	0.00	50.00	0.00	50.00	0.00
合计-其他	855.00	855.00	0.00	30.00	15.00	0.00	80.00	105.00
合计-海外	2426.50	2426.50	39.00	190.00	343.50	156.00	233.00	218.00

数据来源：SMM、开源证券研究所

中东地区产能逐步恢复。中东电解铝产能占全球 9%左右，3 月份以来中东冲突持续，能源、氧化铝原料等中断和电解铝设备直接损坏导致中东地区大规模减产。7 月份以来，中东数个大型电解铝厂开始重启生产线。整体来看，海湾地区电解铝厂正在加速复产。但即使乐观估计，现阶段也只能恢复减产产能的一半，完全恢复计至少需等到 2027Q1。海外供应仍偏紧，欧洲电解铝现货升水维持在 500 美元/吨以上的高位。

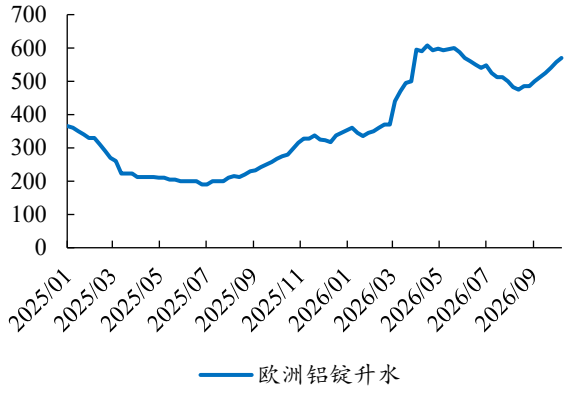
表7：2026 年 10 月中东和非洲重要电解铝项目复产预期

国家	项目	产能（万吨）	减产（万吨）	预计复产（乐观预期）	预计复产（谨慎预期）	预计复产（悲观预期）
卡塔尔	卡塔尔铝业	63.6	25	25	25	0
巴林	巴林铝业	162	100	80	50	30
阿联酋	EGA	270	150	80	50	30

莫桑比克	Mozal	58	58	-	-	-
合计		553.6	333	165	125	60

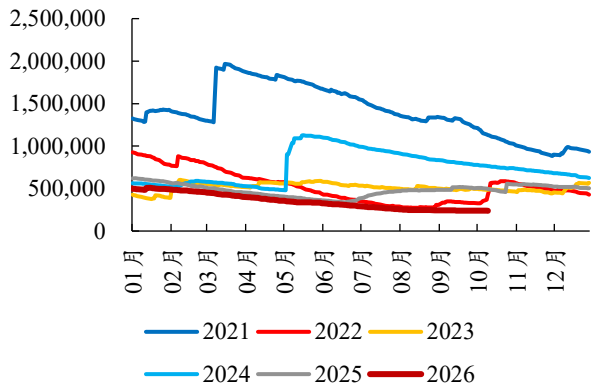
数据来源：阿拉丁、开源证券研究所

图26：欧洲铝锭现货升水保持高位（美元/吨）



数据来源：SMM、开源证券研究所

图27：2026 年 LME 铝锭库存持续低位（吨）

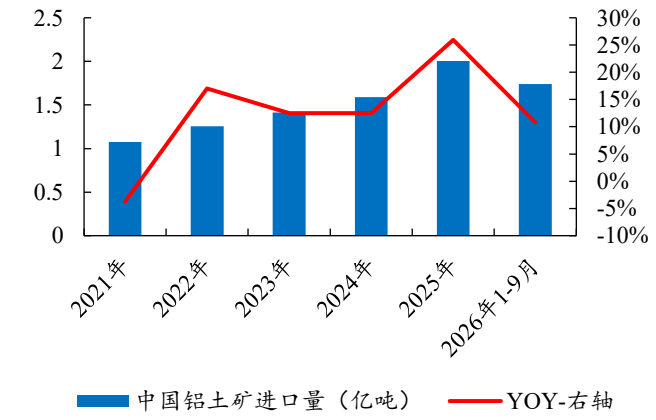


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 氧化铝：产量增长放缓，但供给过剩格局难改

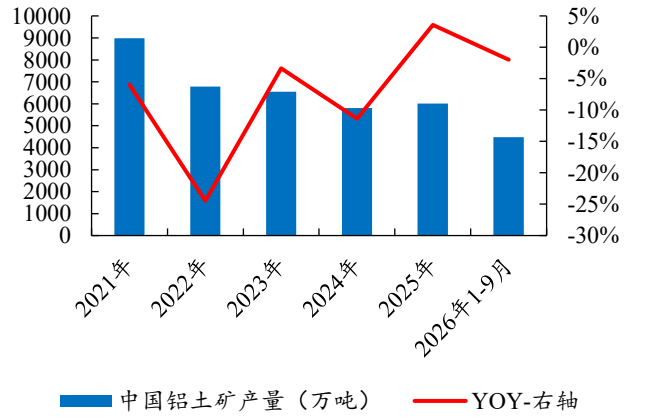
2026 年 1-9 月，国内氧化铝供给出现部分回调，但产能过剩格局难改。2025 年 5 月起，几内亚铝土矿限矿政策频出，长期来看，几内亚有意向发展国内铝工业，由单纯的铝土矿出口国转向铝生产国，但短期几内亚相关矿业政策并未对铝土矿供应产生实质影响。2026 年 1-9 月，中国铝土矿产量同比下降 2%，氧化铝产量下降 1.5%。但由于国内氧化铝产能持续扩张，后续过剩压力将增大，氧化铝过剩的情况难以改变。

图28：2026 年 1-9 月中国铝土矿进口量同比+11%



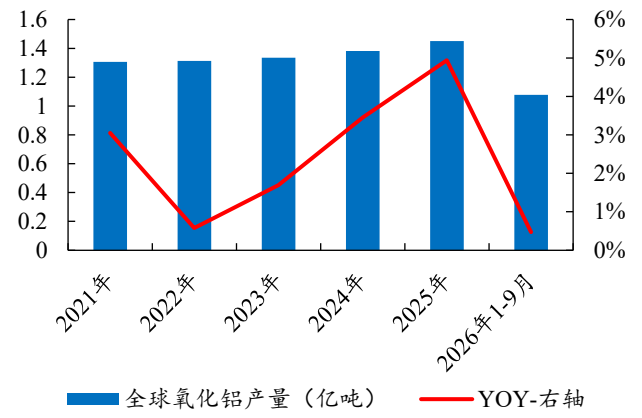
数据来源：SMM、开源证券研究所

图29：2026 年 1-9 月中国铝土矿产量同比-2%



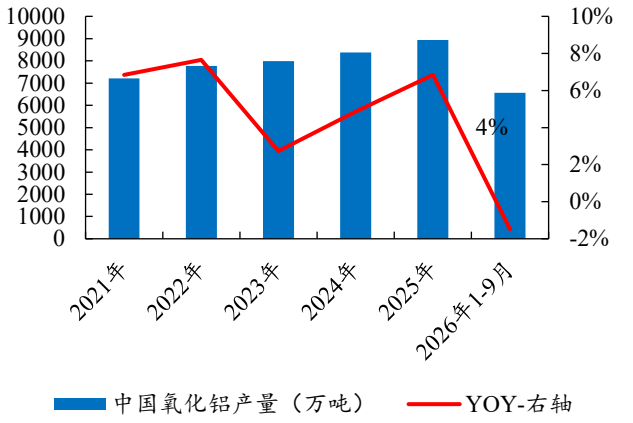
数据来源：SMM、开源证券研究所

图30：2026 年 1-9 月全球氧化铝产量同比+0.51%



数据来源：SMM、开源证券研究所

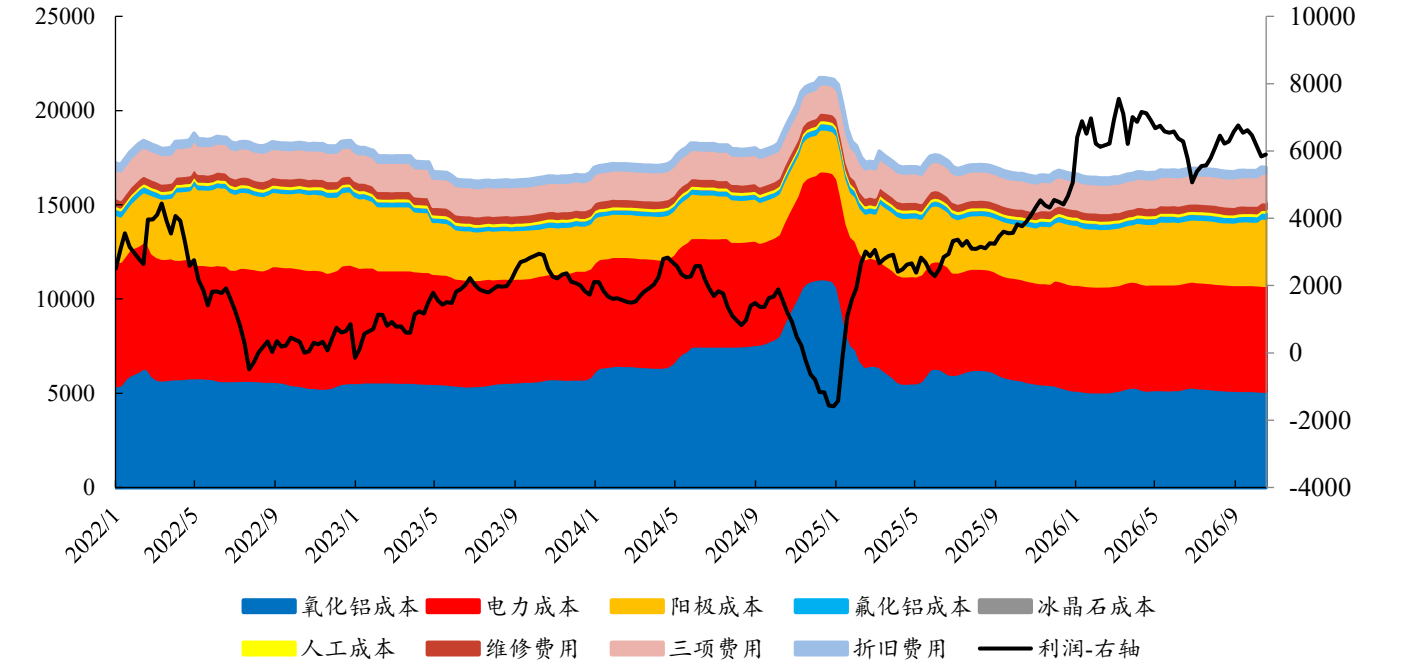
图31：2026 年 1-9 月中国氧化铝产量同比-1.5%



数据来源：SMM、开源证券研究所

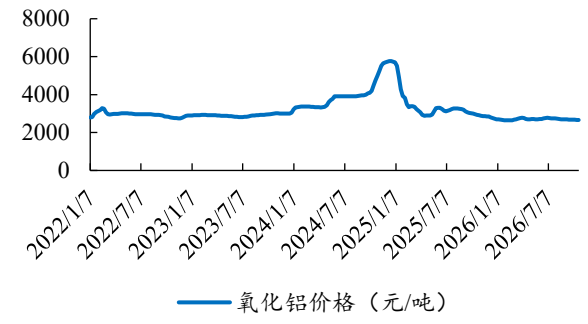
氧化铝价格偏弱，电解铝环节利润高位。截至 2026 年 10 月 23 日，电解铝现货价格 23668 元/吨，氧化铝价格 2660 元/吨，较 2024 年年末高点大幅下跌，主要系 2025 年海内外氧化铝新增产能纷纷落地，供应格局由短缺走向过剩，但电解铝价格仍受益其供应端的刚性约束维持高位，截至 2026 年第 43 周，电解铝环节利润接近 6000 元/吨。

图32：原料端让利，电解铝环节盈利可观（元/吨）



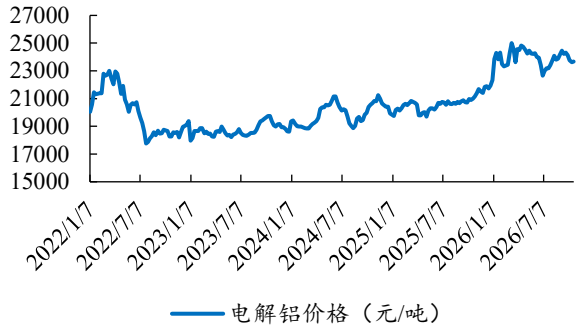
数据来源：SMM、开源证券研究所

图33：氧化铝价格走弱



数据来源：SMM、开源证券研究所

图34：电解铝价格维持高位

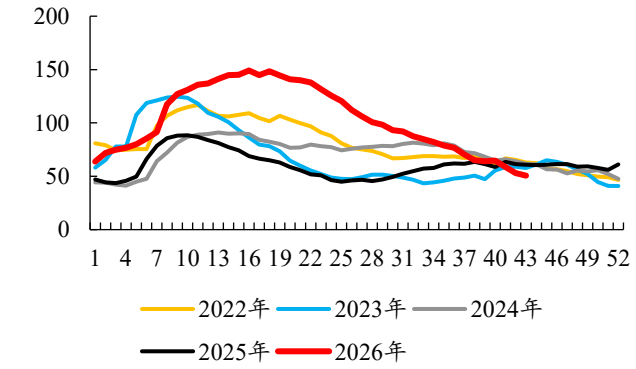


数据来源：SMM、Wind、开源证券研究所

2.4、 需求端：电解铝需求仍具韧性

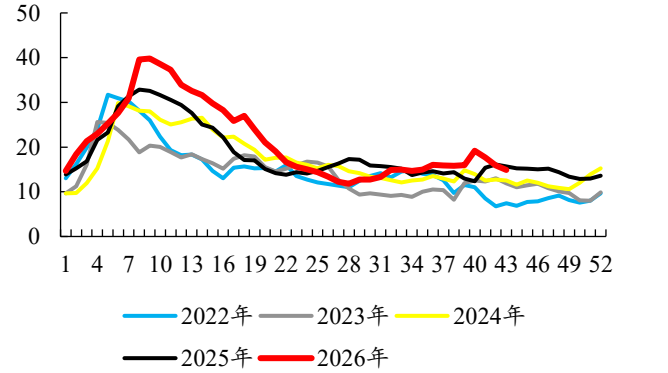
电解铝需求仍具韧性。2025 年全年，中国电解铝表需同比增长 3%，在全球关税升级背景下，中国铝消费仍具韧性。截至 2026 年 10 月 30 日，国内铝锭+铝棒库存合计 65.45 万吨，在往年同期中处于较低水平。2026 年 1-8 月国内电解铝表观需求累计达到 3168 万吨，同比增长 1.76%，创历年来新高。

图35：2026 年下半年国内电解铝库存处于较低水平（单位：万吨）



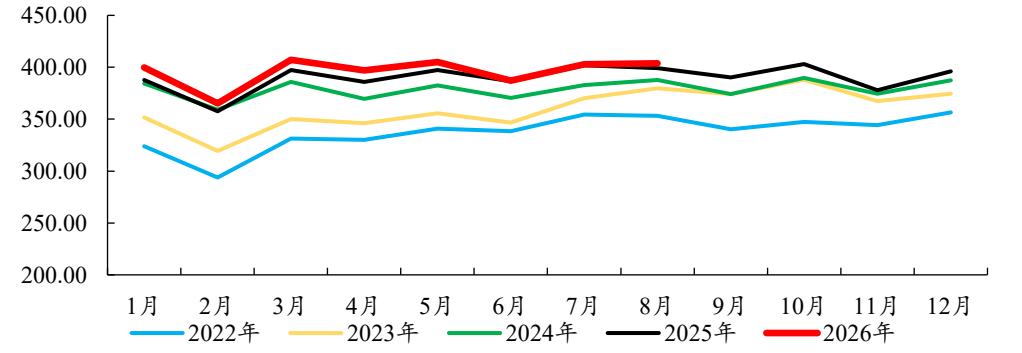
数据来源：SMM、开源证券研究所

图36：2026 年铝棒库存保持高位（单位：万吨）



数据来源：SMM、开源证券研究所

图37：电解铝表需表现坚挺（单位：万吨）



数据来源：SMM，开源证券研究所

2.5、 供需平衡表：国内电解铝维持紧平衡

国内电解铝维持紧平衡。供给端，国内产能基本见顶，未来供给增长将更多依靠进口。需求端，地产用铝对需求有一定拖累，新能源车、电力电网等领域拉动铝需求；总体来看国内电解铝维持紧平衡状态，海外电解铝需要持续关注规划产能落地进展及中东产能复产情况。

表8：受产能限制，国内电解铝保持供给紧平衡

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
电解铝产量（万吨）	4,021	4,159	4,338	4,450	4,550	4,580	4,600
电解铝净进口量（万吨）	47	139	202	224	220	240	260
国内电解铝总供给（万吨）	4,069	4,299	4,540	4,674	4,770	4,820	4,860
YOY		5.66%	5.61%	2.95%	2.05%	1.05%	0.83%
铝材净出口量（万吨）	422	361	418	376	365	354	344
国内电解铝总需求（万吨）	4130	4393	4573	4683	4810	4900	4984
YOY		6.36%	4.09%	2.40%	2.71%	1.88%	1.72%
建筑用铝（万吨）	853	912	862	817	784	768	753
YOY		6.92%	-5.48%	-5.17%	-4.09%	-2.00%	-2.00%
交通用铝（万吨）	796	865	922	988	1017	1048	1079
YOY		8.67%	6.59%	7.14%	3.00%	3.00%	3.00%
电力电子用铝（万吨）	691	820	883	951	996	1026	1057
YOY		18.67%	7.68%	7.67%	4.77%	3.00%	3.00%
机械设备用铝（万吨）	280	288	293	299	305	309	314
YOY		2.86%	2.00%	2.00%	2.00%	1.50%	1.50%
耐用消费品用铝（万吨）	343	365	373				
YOY		6.41%	2.19%	3.00%	3.00%	2.00%	2.00%
包装用铝（万吨）	425	438	443	452	461	470	480
YOY		3.06%	1.14%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
其他用铝（万吨）	113	120	121	127	133	140	147
YOY		6.19%	0.83%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
铝制品净出口（万吨）	259.56	279.61	321.67	360.23	440.00	475.20	498.96
YOY		7.73%	15.04%	11.99%	22.14%	8.00%	5.00%
供需平衡（万吨）	**-62**	**-94**	**-33**	**-8**	**-40**	**-80**	**-124**

数据来源：SMM、阿拉丁、开源证券研究所

2.6、 投资建议：国内产量增长有限，重点关注海外电解铝释放进程

国内产量增长有限，重点关注海外电解铝释放进程。供应端，国内产能天花板限制产量释放，短期去库格局不变。海外电解铝产能规划众多，但电力供应等不确定性仍制约电解铝项目释放进程。需求端，铝消费仍具韧性，我们认为电解铝缺口短期难弥补，长期取决于海外电解铝产能释放情况。氧化铝偏过剩，电解铝环节盈利可观，目前行业平均利润税前接近 6000 元，电解铝企业纷纷提高分红比例，股息率吸引力在提升。**推荐天山铝业、中孚实业、云铝股份、中国宏桥、神火股份、南山铝业，受益标的：中国铝业、宏桥控股。**

表9：主要铝公司估值对比表（截至 2026 年 10 月 30 日）

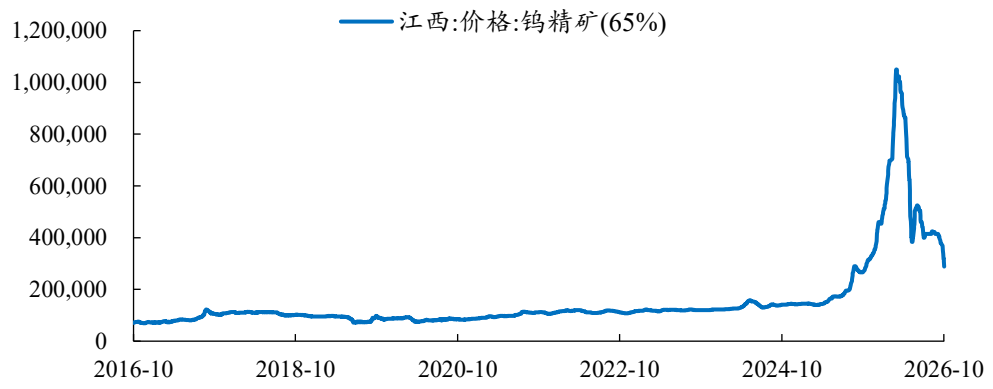
股票代码	公司名称	收盘价	归母净利润（亿元）				PE				评级
		(元)	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
002379.SZ	宏桥控股	14.4	178.6	305.8	300.6	299.4	10.5	6.1	6.2	6.2	未评级
1378.HK	中国宏桥	17.3	193.8	335.8	328.4	339.1	8.8	5.1	5.2	5.0	买入
601600.SH	中国铝业	8.6	126.7	205.9	208.9	212.8	10.8	6.7	6.6	6.4	未评级
000807.SZ	云铝股份	25.4	60.5	145.1	155.4	162.1	14.5	6.1	5.7	5.4	买入
000933.SZ	神火股份	26.1	40.1	92.3	92.6	92.1	14.6	6.4	6.3	6.4	买入
002532.SZ	天山铝业	11.9	48.2	87.6	90.1	92.3	11.5	6.3	6.1	6.0	买入
600219.SH	南山铝业	4.3	47.4	48.1	54.9	60.6	10.4	10.2	8.9	8.1	买入
600595.SH	中孚实业	5.7	16.2	38.6	38.5	38.1	14.1	5.9	5.9	6.0	买入
铝行业平均估值							**11.9**	**6.6**	**6.4**	**6.2**	-

数据来源：Wind、开源证券研究所（所有盈利预测与估值来自 Wind 一致预期，港元兑人民币汇率为 0.86）

3、 钨：供给约束较强，战略金属地位凸显

供给约束较强，年内钨价大幅波动。供给端国内钨矿产量受制于资源枯竭，环保，配额等因素释放有限，需求端在新能源、航空航天和高端制造的带动下持续增长，供需整体偏紧。2026 年 3 月钨价突破 100 万元/吨，随后伴随需求回落，下游主动去库，截至 10 月份已回落至 30 万元/吨附近。

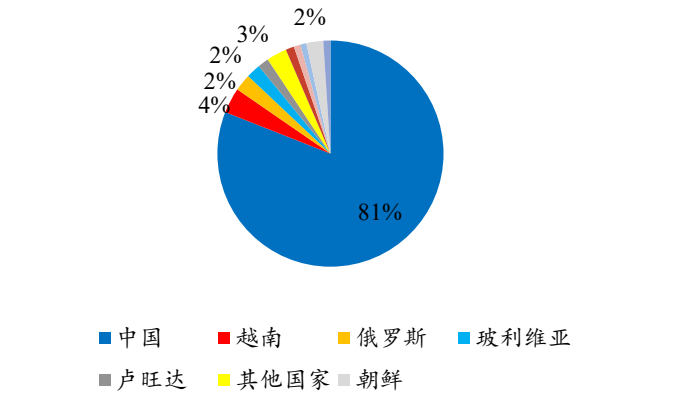
图38：钨精矿价格创历史新高（单位：元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

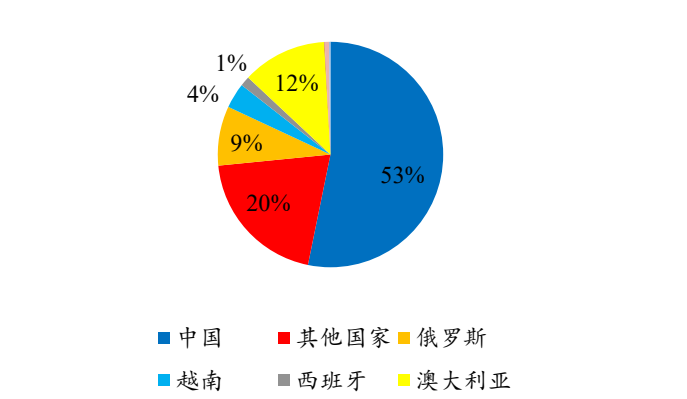
钨是我国优势战略金属，2025 年矿产钨产量占全球比重达到 81%。我国钨矿资源优势明显，2025 年中国钨储量占全球 53%，我国一直是世界上最大的钨矿生产国，2025 年钨矿产量占全球比重达到 81%，钨矿储采比失衡，为保持产量持续性，国家长期对钨实行总量指标控制。

图39：2025 年中国钨储量占全球的 53%（单位：%）



数据来源：USGS、开源证券研究所

图40：2025 年中国钨产量占全球的 81%（单位：%）

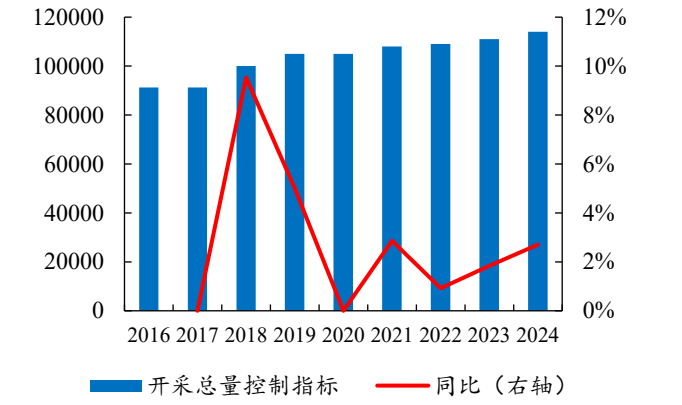


数据来源：USGS、开源证券研究所

钨矿产量释放有限。近年来受制于资源枯竭，环保、配额管控严格，钨矿产量释放有限。2016 年至 2024 年，我国钨矿开采总量指标从 9.13 万吨增长至 11.4 万吨，CAGR 为 2.83%；2025 年产量 13 万吨，与 2024 年持平，2026 年上半年产量 53,742

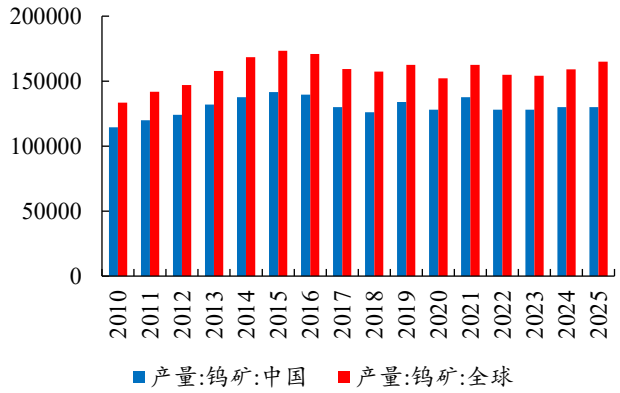
吨，同比下降 14.75%。同时，海外钨矿项目面临资金和成本压力，产能释放偏慢。

图41：近年钨矿开采总量控制指标小幅增长（单位：标吨、%）



数据来源：国土资源部、开源证券研究所

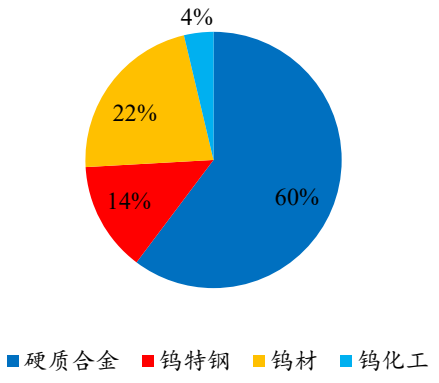
图42：近年来全球钨矿产量释放有限（单位：吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

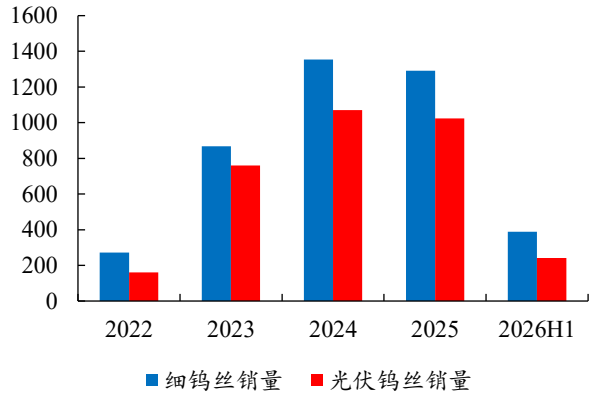
下游需求稳步增长。钨有“工业牙齿”之称，主要下游领域有硬质合金，钨特钢，钨材，钨化工，凭借钨的熔点高、硬度大、沸点高、能耐高温特性，钨在航空航天，军工材料等领域也有重要的运用。2026 年上半年，钨主要下游合计需求约 38,506 金属吨，同比增加 7.3%；分项看，硬质合金需求同比增加 10.50%，钨特钢增加 0.71%，钨材增加 3.00%，钨化工增加 10.00%。

图43：2026 年上半年钨下游消费以硬质合金和钨材为主（单位：%）



数据来源：安泰科、开源证券研究所

图44：厦门钨业光伏钨丝销量（单位：亿米）



数据来源：厦门钨业公告、开源证券研究所

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

中钨高新，佳鑫国际资源，章源钨业。

表10：推荐或受益标的估值对比表（截至 2026 年 10 月 30 日）

股票代码	股票简称	收盘价(元)	归母净利润（亿元）				PE（倍）				评级
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
600549.SH	厦门钨业	33.0	23.1	44.9	53.1	64.1	22.7	11.7	9.9	8.2	未评级
000657.SZ	中钨高新	35.8	12.8	43.4	51.5	59.7	63.7	18.8	15.9	13.7	未评级
002378.SZ	章源钨业	16.2	2.9	11.1	11.6	12.0	67.0	17.5	16.7	16.2	未评级
3858.HK	佳鑫国际资源	30.9	2.8	24.6	33.6	38.7	51.1	5.7	4.2	3.6	未评级
钨行业平均							**51.1**	**13.4**	**11.7**	**10.4**	

数据来源：Wind、开源证券研究所（未评级公司盈利预测与估值来自 Wind 一致预期）

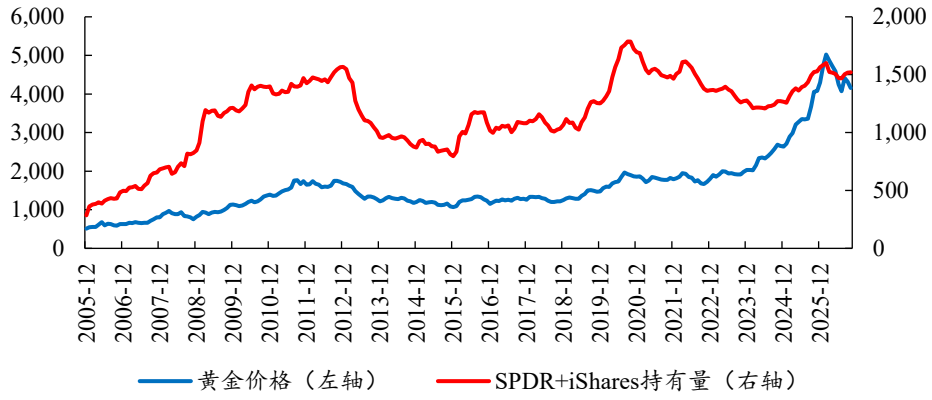
4、 贵金属：短期警惕利率扰动，中长期看好全球央行购金支撑

4.1、 ETF 投资需求与央行购金共同定价黄金

2024 年至 2026 年高点：ETF 资金回流与央行购金形成共振，推动金价中枢上移。美联储进入降息周期，短端美债收益率回落较为明显，黄金 ETF 资金逐步回流，叠加亚洲配置需求增长及全球央行持续购金，金融投资与官方储备需求共同推动金价上涨。

2026 年高点以来：能源价格上涨推升通胀，美债收益率上涨压制金价。美伊冲突导致原油供应及运输受阻，沙特能源设施安全风险，国际油价上涨进一步推升通胀水平，且美国经济活动保持一定韧性，市场对美联储加息预期升温，叠加美国持续膨胀的政府债务，以及 AI 基建融资需求多方面因素共同推升短端及长端美债收益率上行，黄金 ETF 持仓自高位回落，金价短期承压。但在美元信用弱化背景下，全球央行购金整体需求仍具韧性，有望继续支撑黄金中长期价格中枢。

图45：金价与 SPDR+iShares 黄金 ETF 持仓（单位：左轴美元/盎司；右轴吨）



数据来源： Wind、世界黄金协会、开源证券研究所

全球黄金供给缓慢增长，需求结构变化对价格的影响更为突出。据世界黄金协会数据，2025 年全球金矿产量 3,822.9 吨，同比增长约 1.9%，矿端供给弹性有限。需求端，2025 年黄金投资需求由 2024 年的 1,205.4 吨增至 2,209.3 吨，上涨较快；央行净购金 2019-2025 年在 254.9 吨-1086.3 吨之间大幅波动。因此投资需求与全球央行配置方向是当前决定金价的关键因素。

表11：全球黄金供需平衡表（单位：吨）

项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 年 Q1-Q3
总供应	**4,980.5**	**4,800.5**	**4,813.2**	**4,884.6**	**5,052.7**	**5,114.1**	**5,228.6**	**3,881.4**
金矿产量	3,698.7	3,544.0	3,665.7	3,757.6	3,752.3	3,805.2	3,879.0	2,929.9
回收金	1,275.7	1,293.1	1,135.8	1,136.1	1,233.6	1,365.3	1,403.5	1,008.7
生产商净套保	6.2	-36.6	11.8	-9.1	66.8	-56.4	-53.9	-57.1
总需求	**4,980.5**	**4,800.5**	**4,813.2**	**4,884.6**	**5,052.7**	**5,114.1**	**5,228.6**	**3,881.5**

项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 年 Q1-Q3
珠宝制造	2,162.3	1,331.9	2,252.5	2,208.4	2,208.4	2,025.2	1,647.7	982.9
科技	332.6	309.0	337.1	314.7	305.1	326.2	324.1	247.9
投资	1,281.8	1,807.7	1,011.8	1,135.5	961.7	1,205.4	2,210.0	1,279.6
央行	605.4	254.9	450.1	1,080.0	1,050.8	1,086.3	849.9	675.2
OTC 及其他	598.3	1,097.0	761.7	145.9	526.7	471.0	196.9	695.8

资料来源：世界黄金协会、开源证券研究所

4.2、 黄金投资需求：亚洲 ETF 持续配置，欧美资金与利率预期关联度更高

黄金 ETF 是黄金投资需求主要边际变量。黄金投资需求主要包括金条金币及 ETF，其中金条金币需求较为平稳，而 ETF 需求波动较大，是黄金投资需求的主要边际变量。

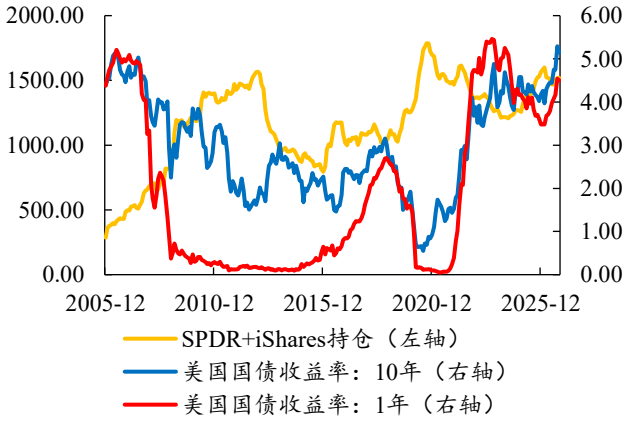
表12：黄金投资需求分项（单位：吨）

项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 年 Q1-Q3
投资	**1,281.8**	**1,807.7**	**1,011.8**	**1,135.5**	**961.7**	**1,205.4**	**2,210.0**	**).6**
金条和金币总需求量	**878.2**	**915.1**	**1,200.4**	**1,243.8**	**1,203.7**	**1,208.5**	**1,406.7**	**1,053.3**
金条	590.4	554.8	830.1	822.4	794.5	881.2	1,099.0	848.7
官方金币	220.7	290.6	284.6	321.6	294.1	201.3	171.8	120.8
奖章/仿制金币	67.1	69.7	85.8	99.8	115.1	126.0	135.8	83.9
黄金 ETF 及类似产品	**403.6**	**892.6**	**-188.6**	**-108.3**	**-242.0**	**-3.1**	**803.3**	**226.3**

资料来源：世界黄金协会、开源证券研究所

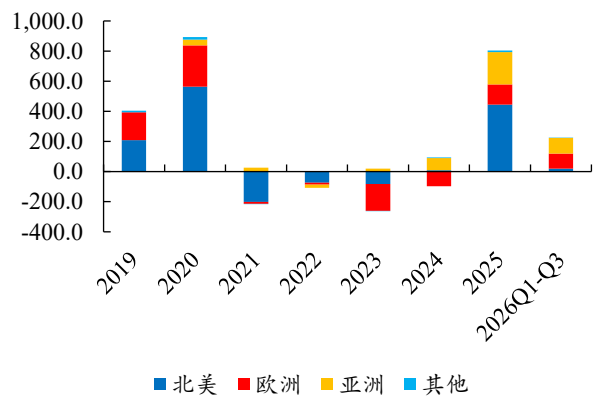
欧美黄金 ETF 对利率预期较为敏感，亚洲黄金 ETF 资金近年来持续流入。2025 年 2 月，中国开放 10 家险企投资黄金业务试点，投资黄金账面余额合计不超过本公司上季末总资产的 1%，可投资黄金的资金量可超 2000 亿元。2022—2024 年，欧美黄金 ETF 在美债利率上行期间持续承压，而亚洲黄金 ETF 美元信用弱化背景下近年来整体呈现增配趋势，并非始终与欧美资金同步。2026Q1-Q3，亚洲、欧洲和北美地区黄金 ETF 分别增持 104.5、98.4 和 20.7 吨。

图46：美国国债收益率与黄金 ETF 持仓（单位：左轴吨；右轴%）



数据来源：世界黄金协会、Wind、开源证券研究所

图47：全球黄金 ETF 分地区流量（单位：吨）

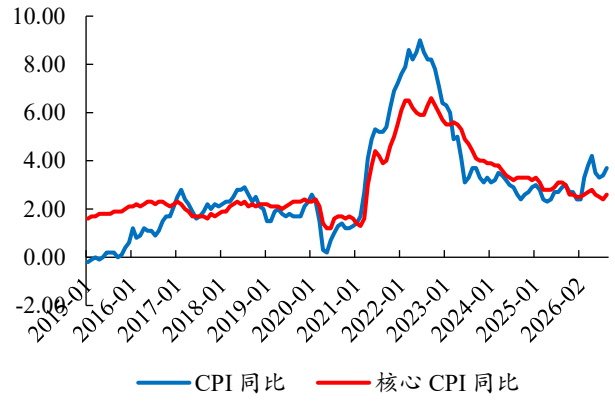


数据来源：世界黄金协会、Wind、开源证券研究所

美债收益率表现较强，短期压制黄金投资需求。中东地缘冲突持续扰动，推升

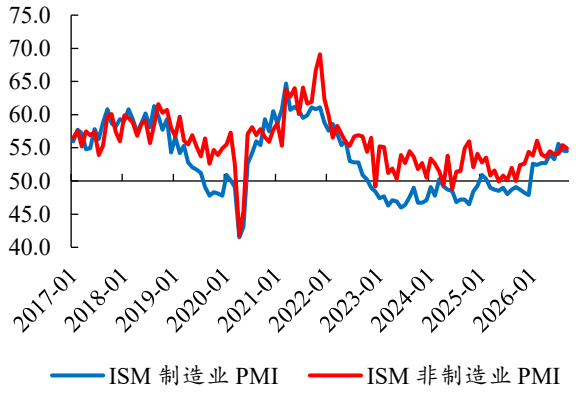
原油价格。美国 9 月 CPI 同比升至 3.7%，能源项同比上涨 20.4%，核心 CPI 同比为 2.6%；住房及服务价格黏性、经济活动韧性进一步制约通胀回落。市场因此调整美联储利率路径预期，12 月利率处于 4.00%—4.25%的隐含概率达 81.5%。与此同时，长端利率受顽固的通胀压力、持续膨胀的政府债务，以及以人工智能基础设施建设为代表的天量资本需求影响持续上行。10 年期美债收益率在 10 月上旬一度触及约 5.36%的阶段高点，30 年期收益率 9 月曾升至 2004 年以来高位。美债收益率表现较强短期压制黄金投资需求。

图48：美国 CPI 与核心 CPI 同比（单位：%）



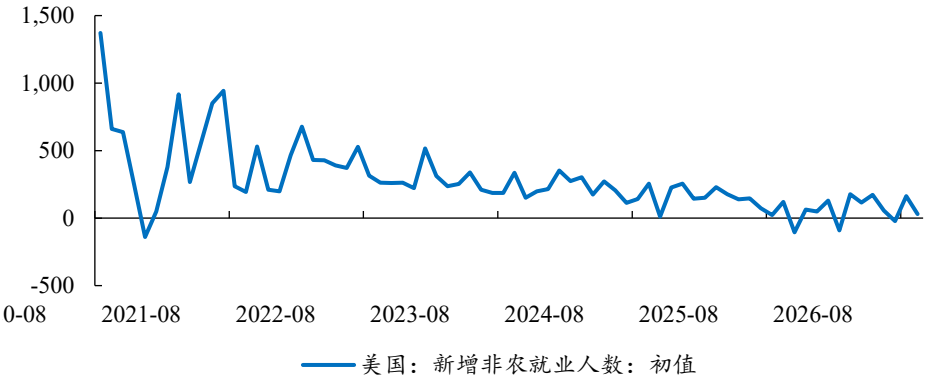
数据来源：美国劳工部、Wind、开源证券研究所

图49：美国 ISM 制造业与非制造业 PMI（单位：%）



数据来源：美国供应管理协会、开源证券研究所

图50：美国新增非农就业（单位：千人）



数据来源：美国劳工部、开源证券研究所

表13：CME FedWatch 隐含的美联储政策路径（2026 年 11 月 5 日）

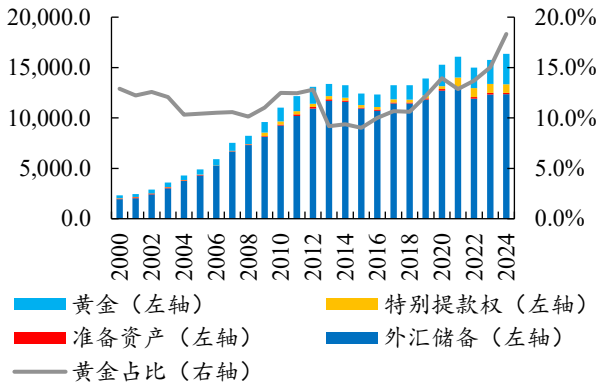
会议日期	3.70—3.75	3.75—4.00	4.00—4.25	4.25—4.50	4.50—4.75	4.75—5.00	5.00—5.25
2026/12/9	0.00%	18.50%	81.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/1/27	0.00%	14.20%	67.10%	18.70%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/3/17	0.00%	6.80%	39.40%	44.10%	9.80%	0.00%	0.00%
2027/4/28	0.00%	5.20%	31.70%	43.00%	17.90%	2.30%	0.00%
2027/6/9	0.00%	3.60%	23.80%	39.60%	25.30%	6.90%	0.70%

资料来源： CME FedWatch Tool、开源证券研究所

4.3、 全球央行积极配置支撑黄金价格长期中枢

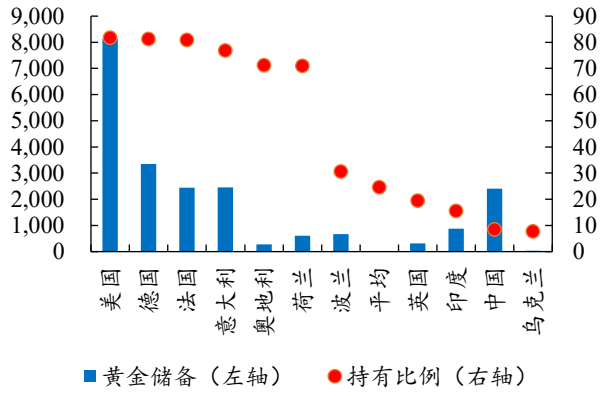
全球央行购金意愿较强。世界黄金协会 2026 年央行调查显示，黄金在危机时期的表现、投资组合及外汇储备多元化、对冲地缘政治风险及通胀，是全球央行持有黄金的关键因素。2022 年俄乌冲突后，全球央行增持黄金的意愿明显提升。下图显示，黄金在官方储备中的地位持续提升，且部分国家黄金配置比例仍低于全球平均水平，中长期增配空间仍存。

图51：全球官方储备总额与黄金占比（单位：左轴十亿美元；右轴%）



数据来源：世界黄金协会、Wind、开源证券研究所

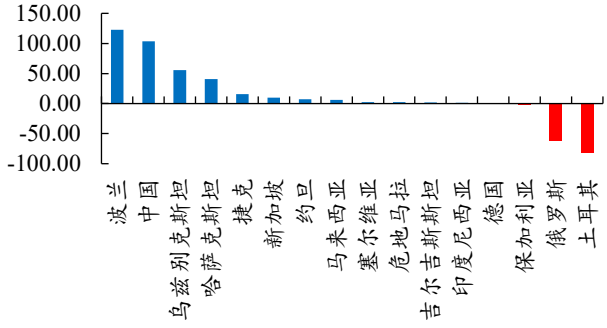
图52：2026Q3 主要国家黄金储备及占官方储备比重（单位：左轴吨；右轴%）



数据来源：世界黄金协会、Wind、开源证券研究所

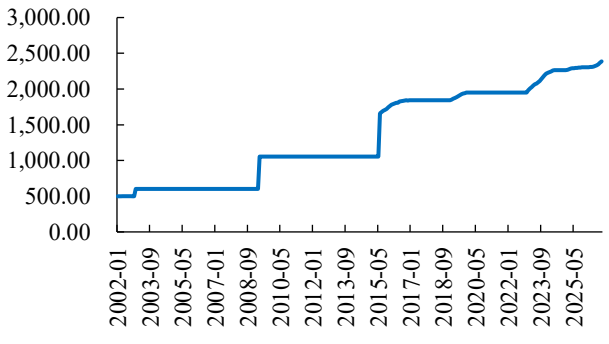
全球央行整体维持净买入，波兰、乌兹别克斯坦、中国等国增持构成主要支撑。世界黄金协会数据显示，尽管俄罗斯、土耳其等个别国家因财政或汇率压力阶段性出售黄金，但 2026 年 1-9 月全球央行仍净购金 675.2 吨。2026 年 Q1-Q3，中国、波兰分别累计增持黄金 103 吨、约 122 吨，成为全球央行购金的主要力量。

图53：2026Q1-Q3 主要央行黄金储备变动（单位：吨）



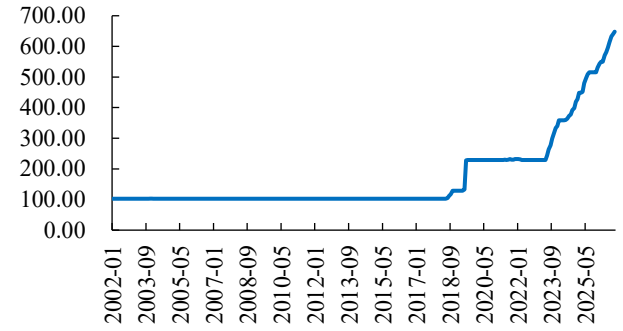
数据来源：世界黄金协会、Wind、开源证券研究所

图54：中国黄金储备（单位：吨）



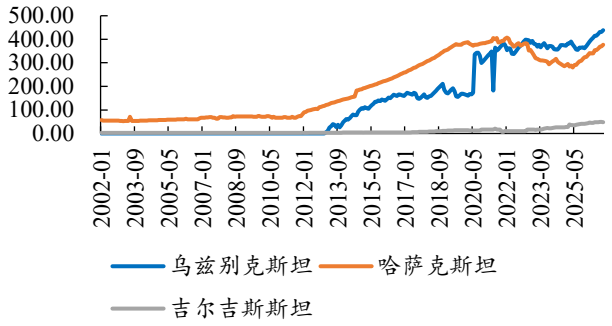
数据来源：世界黄金协会、Wind、开源证券研究所

图55：波兰黄金储备（单位：吨）



数据来源：世界黄金协会、Wind、开源证券研究所

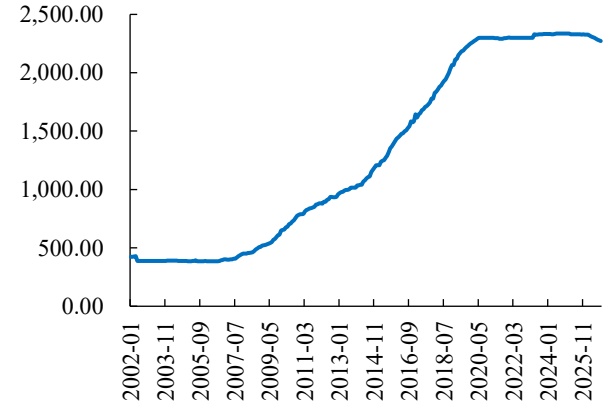
图56：中亚三国黄金储备（单位：吨）



数据来源：世界黄金协会、Wind、开源证券研究所

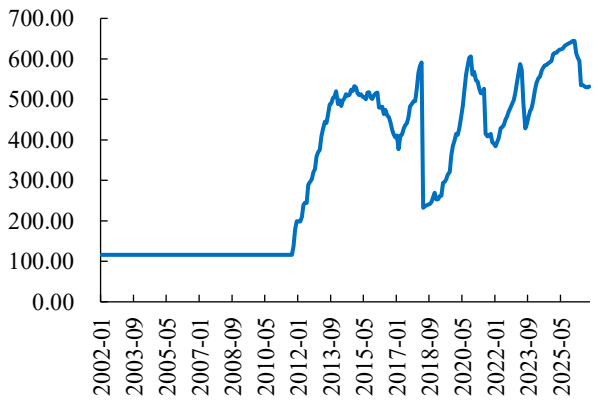
俄罗斯、土耳其阶段性售金，不改全球央行整体净购金趋势。俄罗斯 2026 年减持黄金主要与缓解财政赤字压力有关，并非完全出于对黄金长期价值的看空；土耳其则在美伊导致的原油价格上涨、本币里拉贬值，通过出售或互换部分黄金储备稳定市场。

图57：俄罗斯黄金储备（单位：吨）



数据来源：世界黄金协会、Wind、开源证券研究所

图58：土耳其黄金储备（单位：吨）

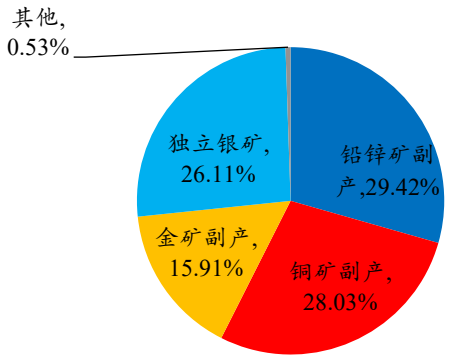


数据来源：世界黄金协会、Wind、开源证券研究所

4.4、 金银比企稳回升

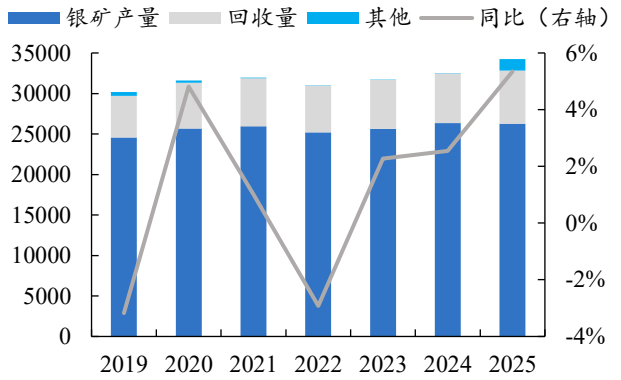
全球白银供给主要由矿产银、回收银组成。矿产银产量分为独立银矿矿产银和铅锌铜等基本金属伴生矿产银。2025 年全球矿产银中，铅锌伴生占比达到 29.42%，铜伴生占比 28.0%，金矿伴生占比 15.91%，白银的供应近年来增长缓慢。

图59：2025 年矿产银产量多数来源于伴生矿



数据来源：世界白银协会、开源证券研究所

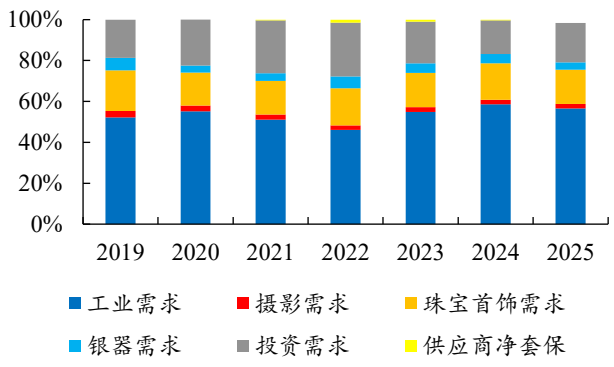
图60：全球白银产量增长缓慢（单位：吨）



数据来源：世界白银协会、开源证券研究所

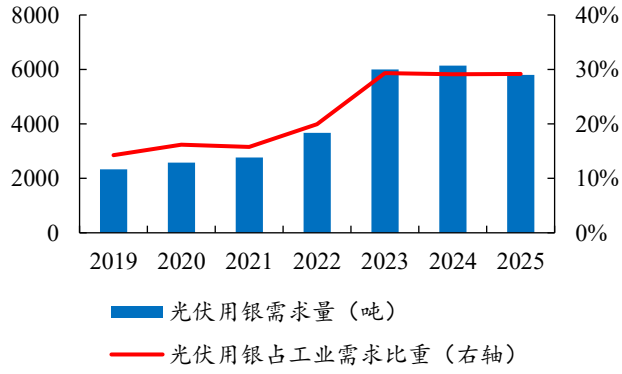
白银工业需求占比约 58%。白银需求由工业需求、投资需求、珠宝首饰需求、银器需求和供应商净套保需求构成，其中工业需求占比较多，2025 年占总需求约 58%。工业需求占比较高决定了白银金融属性相对弱于黄金。受金融属性与工业属性双重影响，白银价格弹性往往比黄金更大。

图61：全球白银工业需求占比超 50%（单位：吨）



数据来源：世界白银协会、开源证券研究所

图62：2025 年光伏用银占工业需求 29%



数据来源：世界白银协会、开源证券研究所

2021 年以来白银供需缺口持续存在。白银产量受制于其他金属品种增长较慢，白银工业需求尽管近两年承压，但仍处于高位。根据世界白银协会数据，2021 年以来全球白银持续存在供需缺口，其中 2025 年白银供需缺口达到 1253 吨，且预计 2026 年仍有缺口 1440 吨。

表14：全球白银供需平衡（单位：吨）

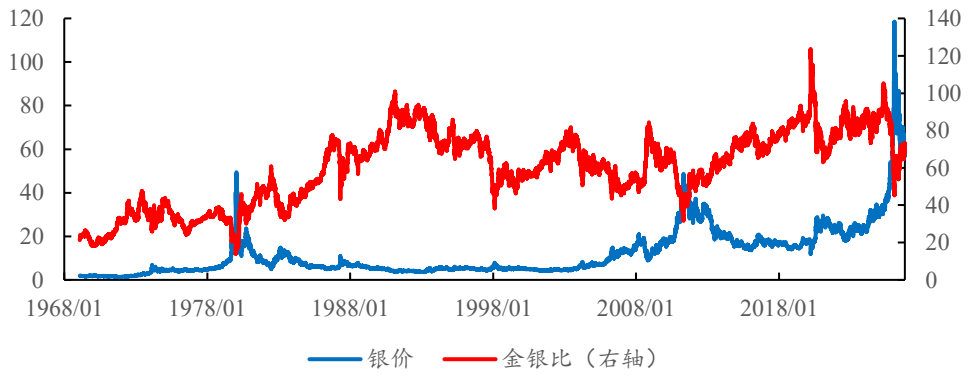
单位：吨	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026F
银矿产量	26043	24581	25673	25931	25216	25617	26332	26254
回收量	5123	5645	5966	6053	5742	6050	6146	6572
生产商净套保	432	264	0	0	0	0	1390	311
官方部门销售净额	31	37	47	53	50	47	47	31
总供给	31629	30531	31685	32040	31010	31713	33915	33169
工业需求	16342	15922	17545	18423	20438	21119	20447	19894
摄影需求	955	837	862	862	849	793	753	700

单位：吨	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026F
珠宝首饰需求	6230	4672	5630	7253	6274	6379	5888	4958
银器需求	1907	970	1266	2286	1714	1664	1309	1042
投资需求	5851	6501	8874	10560	7595	5938	6771	8012
供应商净套保	0	0	109	557	358	109	0	0
总需求	**31284**	**28895**	**34288**	**39940**	**37231**	**35999**	**35166**	**34606**
供需平衡	**345**	**1633**	**-2603**	**-7900**	**-6224**	**-4289**	**-1253**	**-1440**

数据来源：世界白银协会、开源证券研究所

金银比企稳回升。在全球美元信用弱化，央行购金支撑下，金银比于 2025 年 4 月达到历史相对高点，随后在工业属性的支撑下，银价补涨；2026 年 5 月 14 日金银比回落至 54；截至 2026 年 11 月 4 日，金银比为 77.76。

图63：金银比企稳回升（单位：美元/盎司）



数据来源：世界白银协会、开源证券研究所

4.5、 投资建议：短期警惕利率扰动，中长期看好全球央行购金支撑

短期警惕利率扰动，中长期看好全球央行购金支撑。美以伊冲突与沙特胡塞局势升级推升能源通胀，叠加持续膨胀的政府债务，以及 AI 基建融资需求使得美债收益率支撑较强，从而限制黄金 ETF 投资需求；但在美元信用弱化大背景下，全球央行积极配置叠加亚洲投资需求持续，黄金中长期价格中枢支撑仍然较强。**推荐标的：中金黄金、山金国际、中国黄金国际、潼关黄金、山东黄金，受益标的：赤峰黄金、湖南黄金、紫金黄金国际、招金矿业、兴业银锡、盛达资源等。**

表15：主要黄金公司估值对比表（截至 2026 年 10 月 30 日）

股票代码	股票简称	收盘价(元)	归母净利润（亿元）				PE（倍）				评级
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
600547.SH	山东黄金	23.3	47.4	78.7	107.2	126.8	22.7	13.7	10.0	8.5	买入
000975.SZ	山金国际	21.7	29.7	59.9	84.5	100.7	20.2	10.0	7.1	6.0	买入
600489.SH	中金黄金	19.2	49.3	92.3	110.4	128.4	18.9	10.1	8.4	7.3	买入
600988.SH	赤峰黄金	33.0	30.8	40.1	52.1	70.3	23.7	18.2	14.0	10.4	未评级
002155.SZ	湖南黄金	17.8	14.9	16.4	18.2	21.8	18.7	17.0	15.3	12.8	未评级

000426.SZ	兴业银锡	23.0	17.0	35.8	40.7	48.8	24.0	11.4	10.0	8.4	未评级
000603.SZ	盛达资源	21.4	5.3	11.9	15.9	19.1	27.8	12.4	9.3	7.7	未评级
2259.HK	紫金黄金国际	102.3	112.6	199.0	225.7	269.0	24.3	13.8	12.1	10.2	未评级
1818.HK	招金矿业	13.3	36.1	40.3	65.6	89.0	13.0	11.7	7.2	5.3	未评级
2099.HK	中国黄金国际	145.9	32.8	63.5	66.6	80.5	17.6	9.1	8.7	7.2	买入
0340.HK	潼关黄金	2.0	7.5	12.8	16.4	23.6	13.9	8.1	6.3	4.4	买入
	黄金行业平均估值						**20.4**	**12.3**	**9.9**	**8.0**	**-**

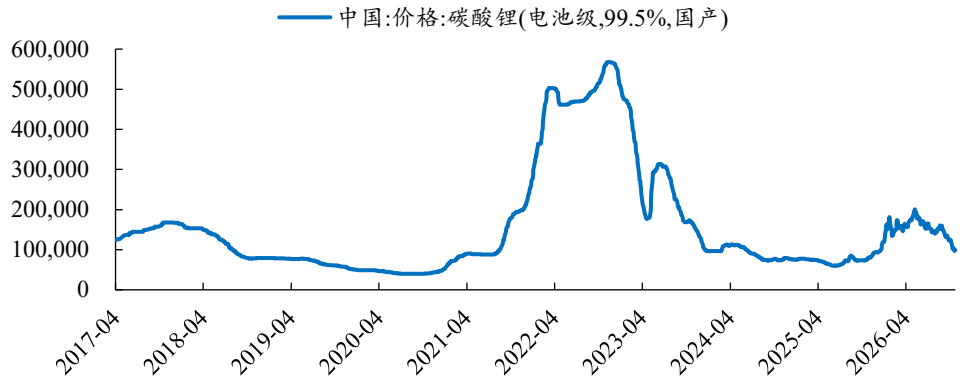
数据来源：Wind、开源证券研究所（除山金国际和潼关黄金外的公司预测与估值来自 Wind 一致预期，港元兑人民币汇率为 0.86）

5、 锂：供应扰动频发，关注锂价成本支撑

5.1、 2026 年碳酸锂供需偏紧

2026 年碳酸锂价格冲高回落。2026 年上半年，受江西锂云母产区停产、津巴布韦出口限制以及储能需求快速增长，碳酸锂价格一度冲上 20 万元/吨。但伴随供应扰动影响减小，海外矿山新增供应逐步兑现，且市场担忧需求高增速持续性，碳酸锂供需过剩的预期使得价格下半年回落，并跌破 10 万元/吨。

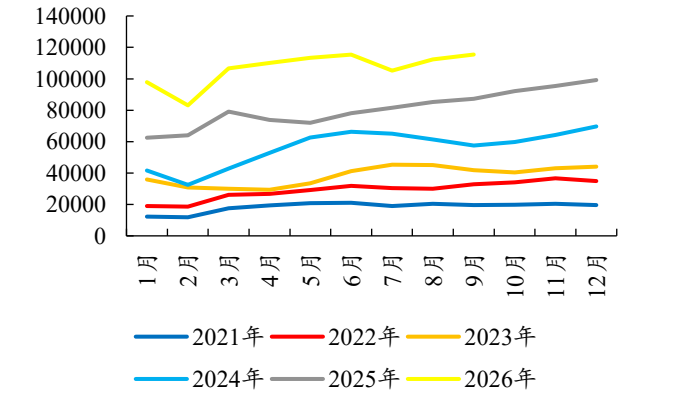
图64：2026 年碳酸锂价格冲高回落（单位：元/吨）



数据来源： Wind、开源证券研究所

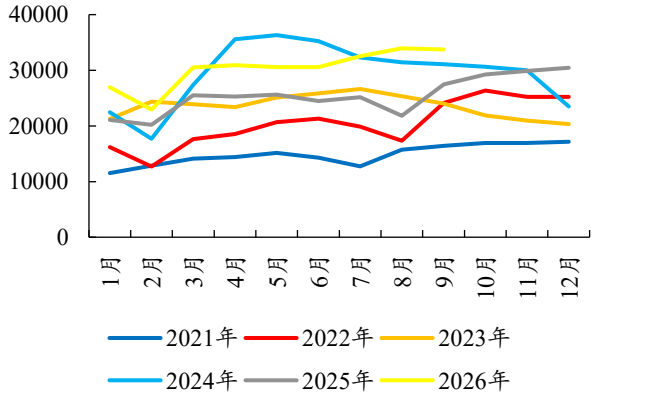
江西锂云母提锂下滑限制碳酸锂产量增幅。2026 年 1-9 月份，中国氢氧化锂产量同比增 25.86%；碳酸锂产量同比增 40.31%，其中锂辉石提锂同比增长 45.69%；盐湖提锂同比增 71.29%；回收提锂同比增 79.19%；受江西矿山停产及枧下窝矿复产不及预期影响，锂云母提锂同比下降 13.30%；

图65：2026 年 1-9 月中国碳酸锂产量同比+40.31%（单位：吨）



数据来源：SMM、开源证券研究所

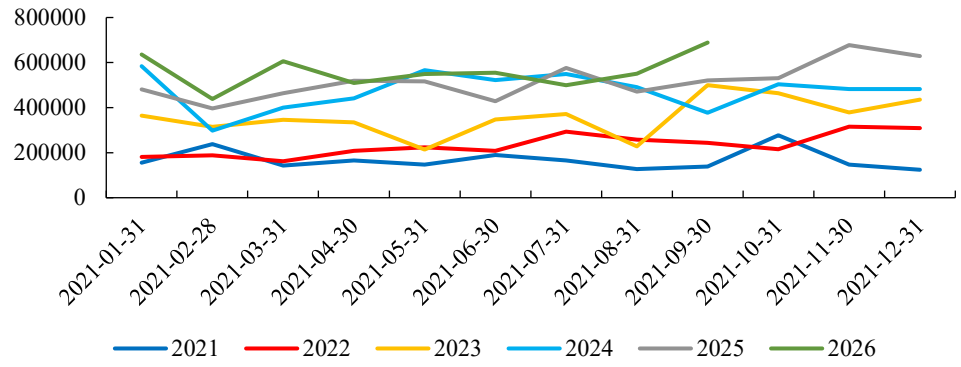
图66：2026 年 1-9 月中国氢氧化锂产量同比+25.86%（单位：吨）



数据来源：SMM、开源证券研究所

津巴布韦锂出口禁令影响二季度发运。2026 年 1-9 月，国内进口锂精矿 503.33 万吨，同比增长 15.10%。2026 年 2 月底，津巴布韦当局宣布全面暂停锂精矿出口；尽管津巴布韦 4 月 14 日向六家中资锂矿企业下达出口配额，但二季度津巴布韦锂精矿出口仍然受到了影响；5 月 22 日，将锂、镍、钴、石墨等 14 种矿产正式列为“关键矿产”，释放出中长期制度框架收紧的信号。

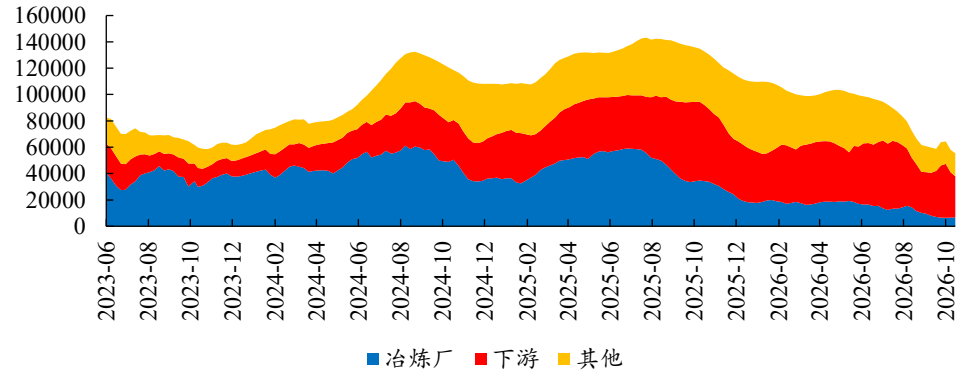
图67：2026 年 1-9 月中国锂精矿进口同比增长（单位：吨）



数据来源：SMM、开源证券研究所

2025 年中以来产业链库存压力边际缓解。2025 年中以来，在供给增速放缓叠加需求结构改善背景下，锂行业当前供需格局已较此前边际改善，带动碳酸锂现货市场现货价格同比上行。

图68：碳酸锂库存持续去化（单位：吨）



数据来源：SMM、开源证券研究所

2026 年碳酸锂预计供需偏紧。根据测算，我们预计碳酸锂 2026/2027/2028 年供给增速为 21.32%/24.64%/18.44%，需求增速为 30.42%/20.10%/18.59%。综合来看，预计 2026 年碳酸锂供需偏紧，2027-2028 年供给相对充足。

表16：碳酸锂供需平衡表（单位：万吨）

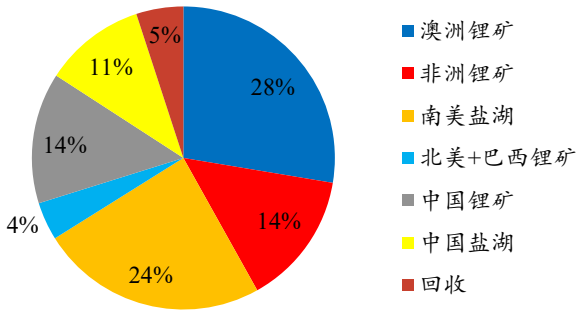
万吨	2025A	2026E	2027E	2028E
澳洲锂矿	46.18	51.35	59.18	63.97
非洲锂矿	23.85	31.12	43.73	52.50
南美盐湖	40.47	49.85	55.81	62.49
北美+巴西锂矿	6.80	8.00	10.00	12.00
中国锂矿	23.37	25.20	37.94	56.39
中国盐湖	18.09	26.90	33.29	36.19
回收	8.40	10.38	12.82	15.83
供给合计	**167.16**	**202.80**	**252.76**	**299.38**
增速	**32.57%**	**21.32%**	**24.64%**	**18.44%**
动力电池	96.25	122.85	151.18	180.17
储能电池	36.39	57.16	69.02	84.73
消费电池	9.35	8.88	8.97	9.06
传统领域	14.59	15.33	16.10	16.91
需求合计	**156.58**	**204.22**	**245.27**	**290.87**
增速	**34.11%**	**30.42%**	**20.10%**	**18.59%**
供需平衡	**10.58**	**-1.42**	**7.49**	**8.51**

数据来源：开源证券研究所

5.2、 供给端：2027 年全球供应增速有望达 24.64%

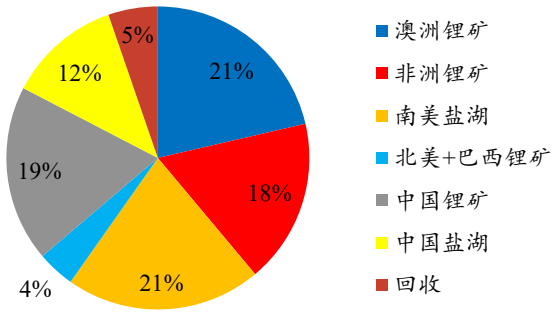
碳酸锂主要来源为澳洲、中国、南美及非洲，2025 年分别占比 28%、25%、24%和 11%。2028 年，我们预计澳洲和南美供给合计占比降至约 42%；中国和非洲碳酸锂供给占比预计分别提升至 31%和 18%。

图69：2025 年碳酸锂主要产自澳大利亚和中国（单位：%）



数据来源：Wind、公司官网、公司公告、开源证券研究所

图70：预计 2028 年中国和非洲碳酸锂供给占比提升（单位：%）



数据来源：Wind、公司官网、公司公告、开源证券研究所

国内盐湖锂供给保持稳步提升态势。我们预计 2026/2027/2028 年国内盐湖供应量将达 26.9/33.3/36.2 万吨 LCE，同比增长 48.7%/23.8%/8.7%，增量分别为 8.8/6.4/2.9 万吨 LCE。其中西藏地区增长最为迅猛，在麻米措和拉果措等项目的推动下，西藏合计供应量预计由 2025 年的 1.52 万吨大幅提升至 2028 年的 11.5 万吨 LCE。

表17：国内重点盐湖供应量预测（单位：万吨 LCE）

地区	股东	盐湖	供应量（万吨 LCE）			
			2025	2026E	2027E	2028E
青海	盐湖股份	察尔汗	4.7	6.2	7.8	7.8
	青海汇信	察尔汗	0.3	1.9	1.9	1.9
	青海泰丰先行锂能科技	东台吉乃尔	1.7	1.8	1.9	1.9
	中信国安	西台吉乃尔	4.8	5.7	6.7	6.7
	恒信融	西台吉乃尔	1.9	1.9	1.9	1.9
	五矿盐湖	一里坪	1.2	1.7	1.7	1.7
	锦泰锂业	巴伦马海	0.3	0.6	1.0	1.0
	藏格矿业	察尔汗	0.9	1.1	1.0	1.0
	大华化工	大柴旦	0.4	0.4	0.4	0.4
	青海合计		**16.1**	**21.3**	**24.2**	**24.2**
西藏	藏青基金	麻米措	-	2.0	4.5	5.0
	紫金矿业	拉果措	1.1	1.9	1.9	3.9
	西藏矿业	扎布耶	0.3	0.9	1.5	1.5
	西藏城投	结则茶卡	0.1	0.2	0.5	0.9
	金圆股份	捌千错	0.1	0.1	0.2	0.2
	西藏合计		**1.5**	**5.1**	**8.6**	**11.5**
新疆	国投罗钾	罗布泊	0.5	0.5	0.5	0.5
	新疆合计		**0.5**	**0.5**	**0.5**	**0.5**
	国内盐湖合计		**18.1**	**26.9**	**33.3**	**36.2**
	合计新增		**4.7**	**8.8**	**6.4**	**2.9**
	yoy		**35.0%**	**48.7%**	**23.8%**	**8.7%**

数据来源：Wind、公司官网、公司公告、开源证券研究所

国内辉石矿开发加速。我们预计 2026/2027/2028 年国内辉石矿供应量将达 12.2/16.8/22.3 万吨 LCE，同比分别增长 39.8%/38.2%/32.2%，增量为 3.5/4.6/5.4 万吨 LCE，重点关注四川地区党坝、加达等矿山的投产进度。

表18：国内重点辉石矿供应量预测（单位：万吨 LCE）

地区	股东	矿山	供应量（万吨 LCE）			
			2025	2026E	2027E	2028E
四川	融捷股份	甲基卡 134#	2.3	3.9	2.8	2.8
	川能动力	李家沟	1.9	1.9	2.0	2.0
	国城矿业	党坝	1.3	1.5	5.0	7.9
	盛新锂能	业隆沟	0.9	0.9	0.9	0.9
	大中矿业	加达	0.0	0.0	1.5	3.5
	四川合计		**6.4**	**8.2**	**12.2**	**17.1**
新疆	新疆有色	大红柳滩	2.3	4.0	4.6	5.2
	新疆合计		**2.3**	**4.0**	**4.6**	**5.2**
	国内辉石合计		**8.7**	**12.2**	**16.8**	**22.3**
	合计新增		**4.8**	**3.5**	**4.6**	**5.4**
	yoy		**123.4%**	**39.8%**	**38.2%**	**32.2%**

数据来源：Wind、公司官网、公司公告、开源证券研究所

国内锂云母供给 2026 年阶段性回落，预计 2027-2028 年放量。我们预计 2026/2027/2028 年国内云母矿产量将达 13.0/21.1/34.1 万吨 LCE，同比分别为-11.2%/+62.1%/+61.7%，增量为-1.6/8.1/13.0 万吨 LCE。2025 年 7 月新《矿产资源法》将锂列为独立矿种后，宜春地区 8 座原以"陶瓷土矿"名义审批的矿山（包括宁德时代枧下窝矿区）面临矿种变更；宁德时代枧下窝矿自 2025 年 8 月 9 日采矿证到期停产至今，使得江西锂云母 2026 年供应量预计同比下滑。2026 年 8 月 17 日，宜春市生态环境局公示枧下窝锂矿采矿项目环评拟受理，项目开采规模由 4500 万吨/年陶瓷土下调至 3000 万吨/年锂矿；10 月 22 日，宜春市生态环境局发布关于宜春时代新能源矿业有限公司江西省宜丰县圳口里—奉新县枧下窝锂矿采矿项目生态环境影响报告书拟批准公示。伴随枧下窝等矿山生产的恢复，预计国内锂云母产量将于 2027 年-2028 年同比增长。

表19：国内重点云母矿供应量预测（单位：万吨 LCE）

地区	股东	矿山	产量（万吨 LCE）			
			2025	2026E	2027E	2028E
江西	宜春钽铌矿	414	1.2	1.2	1.2	1.2
	江特	(新坊矿区、宜丰茜坑矿区)	-	-	0.6	1.4
	永兴材料	化山瓷石矿	2.5	2.0	2.0	6.0
	飞宇	大港	3.2	3.5	4.3	5.0
	宁德时代	枧下窝	5.8	1.0	4.0	6.7
	国轩高科	白水洞、水南段	0.8	0.7	0.7	0.8
	科力远	同安、鹅颈、第一和党田瓷矿	0.2	0.4	0.7	1.0
	天华新能	金子峰	-	-	1.2	2.4
江西合计			**13.7**	**8.8**	**14.7**	**24.5**
湖南	紫金矿业	湖南道县湘源锂多金属矿	0.3	3.0	3.0	3.0
	大中矿业	临武鸡脚山	0.6	0.8	2.5	5.5
湖南合计			**0.9**	**3.8**	**5.5**	**8.5**
内蒙	赣锋锂业	加不斯铌钽矿	0.1	0.4	0.4	0.5
	内蒙古维拉斯托矿业	维拉斯托锂多金属矿	-	-	0.5	0.6
内蒙合计			**0.1**	**0.4**	**0.9**	**1.1**
国内云母合计			**14.7**	**13.0**	**21.1**	**34.1**
合计新增			**-1.0**	**-1.6**	**8.1**	**13.0**
yoy			**-6.6%**	**-11.2%**	**62.1%**	**61.7%**

数据来源：Wind、公司官网、公司公告、开源证券研究所

非洲重点锂矿产能加速释放，成为全球增量的核心拉动力。我们预计 2026/2027/2028 年非洲重点矿山供应量将达 31.1/43.7/52.5 万吨 LCE，增量为 7.3/12.6/8.8 万吨 LCE。其中刚果（金）马诺诺项目预计增长迅速，供应量预计从 2026 年的 1.0 万吨快速攀升至 2028 年的 11.0 万吨 LCE。此外，津巴布韦要求当地企业 2027 年 1 月 1 日前建成硫酸锂加工厂，否则或将重启出口禁令。

表20：非洲重点锂矿供应量预测（单位：万吨 LCE）

国家	股东	矿山	供应量（万吨 LCE）				
			2024	2025	2026E	2027E	2028E
津巴布韦	华友钴业	Arcadia	2.8	5.4	6.3	7.7	7.7
	中矿资源	Bikita	3.9	5.0	5.6	7.1	7.5
	雅化集团	Kamativi	0.4	2.6	3.5	3.7	3.9
	盛新锂能	萨比星	2.8	2.0	2.9	3.2	3.4
马里	赣锋锂业	Goulamina	-	4.3	5.4	6.0	7.0
	海南矿业	Bougouni	-	0.6	0.9	1.0	2.0
刚果（金）	紫金矿业	马诺诺	-	-	1.0	7.0	11.0
塞拉利昂	赣锋锂业	邦巴利	-	-	-	2.0	4.0
津巴布韦合计			**9.9**	**15.0**	**18.3**	**21.7**	**22.5**
马里合计			**0.0**	**4.9**	**6.3**	**7.0**	**9.0**
尼日利亚合计			**3.0**	**4.0**	**5.5**	**6.0**	**6.0**
非洲合计			**12.9**	**23.9**	**31.1**	**43.7**	**52.5**
新增合计			**6.5**	**11.0**	**7.3**	**12.6**	**8.8**
yoy			**28.4%**	**84.9%**	**30.5%**	**40.5%**	**20.1%**

数据来源：Wind、公司官网、公司公告、开源证券研究所

南美盐湖提锂产能平稳扩张，中后期增量释放有序。我们预计 2026/2027/2028 年南美盐湖供应量将达 49.9/55.8/62.5 万吨 LCE，同比分别增长 23.2%/12.0%/12.0%，增量为 9.4/6.0/6.7 万吨 LCE。

表21：南美重点盐湖供应量预测（单位：万吨 LCE）

国家	股东	盐湖	供应量（万吨 LCE）			
			2025	2026E	2027E	2028E
智利	SQM	Atacama	20.9	24.0	26.1	29.1
	ALB	Atacama	7.4	7.1	7.0	7.3
智利合计			**28.3**	**31.1**	**33.1**	**36.4**
阿根廷	Rio Tinto	Hombre Muerto	3.0	3.2	3.9	4.0
		Olaroz	3.0	3.3	3.7	4.0
		Sal de Vida	-	0.0	0.6	1.3
		Rincon	0.0	0.2	0.3	1.2
	赣锋锂业	Cauchari-Olaroz	3.4	3.8	3.8	3.8
		Mariana	0.3	1.2	1.6	1.6
	Posco	Hombre Muerto	0.9	2.1	2.7	3.8
	紫金矿业	3Q 盐湖	0.6	2.7	3.0	3.0
	Eramet	Centenario-Ratones	0.7	1.9	2.3	2.3
	Galan Lithium	Hombre Muerto West	-	0.2	0.5	0.5
阿根廷合计			**11.9**	**18.4**	**22.3**	**25.6**
玻利维亚	YLB	Uyuni	0.2	0.4	0.4	0.5
南美合计			**40.5**	**49.9**	**55.8**	**62.5**
合计新增			**5.1**	**9.4**	**6.0**	**6.7**
yoy			**14.3%**	**23.2%**	**12.0%**	**12.0%**

数据来源：Wind、公司官网、公司公告、开源证券研究所

澳矿整体供给规模维持高位，增量节奏平稳。我们预计 2026/2027/2028 年澳洲锂矿供应量将达 51.4/59.2/64.0 万吨 LCE，同比分别增长 11.2%/15.2%/8.1%，增量为 5.2/7.8/4.8 万吨 LCE。其中核心主力矿山 Greenbushes 稳健扩张，产量预计由 2025 年的 16.9 万吨稳步提升至 2028 年的 23.9 万吨 LCE。

表22：澳洲重点锂矿供应量预测（单位：万吨 LCE）

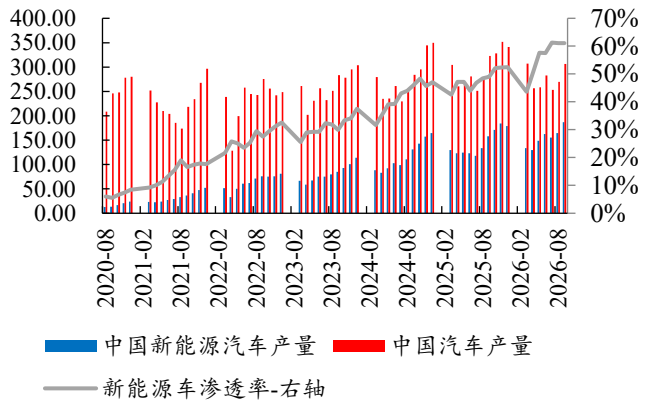
股东	矿山	供应量（万吨 LCE）			
		2025	2026E	2027E	2028E
天齐锂业	Greenbushes	16.9	19.2	22.5	23.9
Pilbara Minerals	Pilgangoora	9.8	10.9	11.9	12.0
Mineral Resources	MT Marion	3.8	3.7	3.5	3.5
	Bald Hill	-	0.4	1.4	1.4
	Wodgina	7.3	8.0	8.7	11.3
Kidman Resources/SQM	Mt Holland	4.3	4.3	4.4	4.4
Core Lithium	Finniss	-	0.6	2.0	2.1
Liontown	Kathleen Valley	3.6	4.3	4.8	5.4
澳洲合计		**46.2**	**51.4**	**59.2**	**64.0**
合计新增		**0.0**	**5.2**	**7.8**	**4.8**
yoy		**0.0%**	**11.2%**	**15.2%**	**8.1%**

数据来源：Wind、公司官网、公司公告、开源证券研究所

5.3、 需求端：2027 年全球需求增速有望达到 20.10%

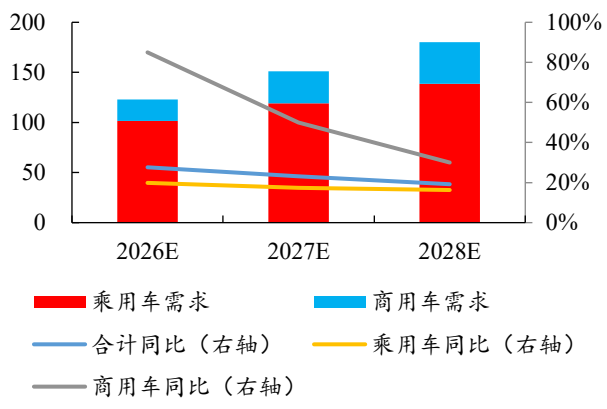
新能源乘用车筑基，商用车实现快速增长。新能源车方面，中国新能源车 1-9 月销量合计约 2,524.8 万辆，渗透率从 1 月的 40.28%提升至 9 月的 61.1%，持续创历史新高；欧洲市场库存压力逐步缓解，叠加海外车型供给改善，海外动力电池需求边际修复，共同支撑全球新能源车需求稳定增长。从动力电池需求拆分看，预计乘用车仍是需求主体，增长趋于平稳，商用车基数较低但增速更快。

图71：2026 年 9 月中国新能源汽车渗透率达 61.1%（单位：万辆、%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

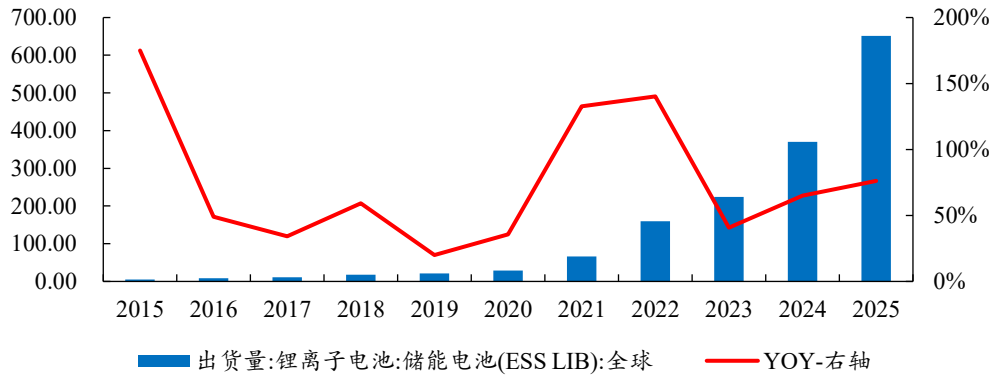
图72：乘用车为动力电池需求主体，商用车基数较低但增速更快（单位：万吨、%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

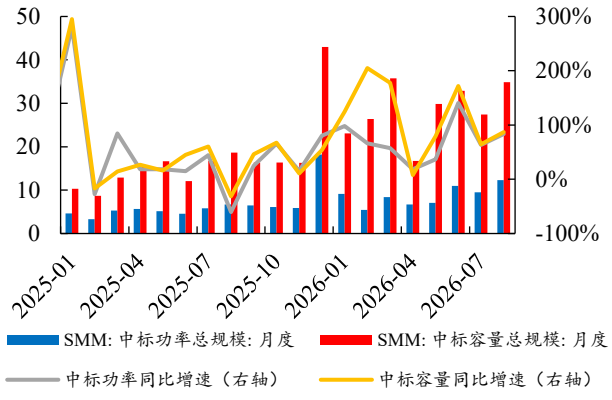
储能成为锂电池需求第二增长极。国内市场:伴随“114 号文”容量电价补偿机制落地，2026 年国内储能需求迎市场化放量。2026 年 1-8 月，国内储能功率与容量中标规模同比增速多数月份维持在 50%以上。我们预计 2026 年国内新增储能装机需求 293.89GWh，同比增长 55.09%；2027-2028 年由于高基数效应增速放缓，预计增速分别为 28.81%和 12.17%。**海外市场:**美国 2026 年受关税与 FEOC 规则扰动，我们预计新增装机为 66.44GWh，同比增长 30.28%；后续受 AI 数据中心算力刚需及 ITC 保障驱动持续高增，预计 2027 和 2028 年新增装机增速分别达 37.72%和 52.23%。欧洲 2026 年大储接棒户储迎来高增，新增装机预计达 40.72GWh，同比增长 54.24%;预计 2027-2028 年在负电价套利支撑下维持约 45%的增速。**综上，我们预计 2026 年全球储能新增装机预计达 441.39GWh，同比增长 44.34%,预计 2027 与 2028 年同比分别增长 31.41%和 22.75%。**

图73：储能锂离子电池需求高速增长（单位：GWh）



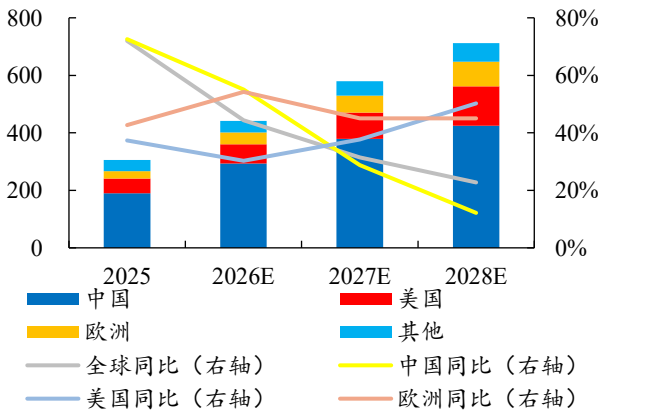
数据来源：iFind、开源证券研究所

图74：储能中标容量中枢抬升（单位：GW、GWh）



数据来源：SMM、开源证券研究所

图75：预计全球储能装机量持续增长（单位：GWh）

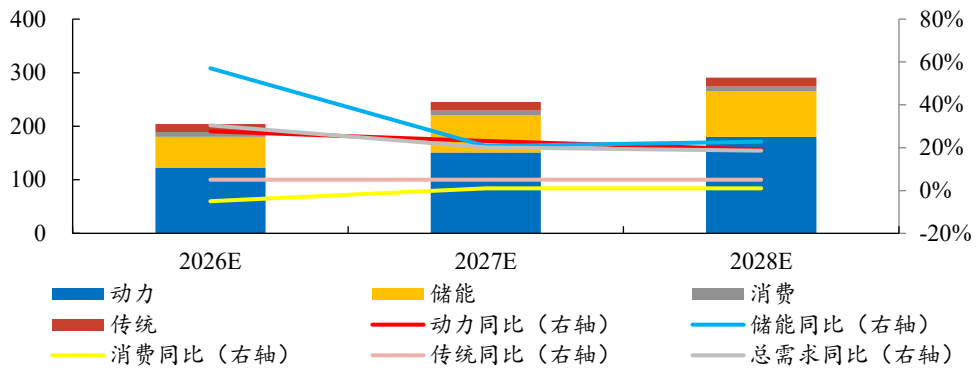


数据来源：SMM、开源证券研究所

碳酸锂需求有望持续增长。2025 年碳酸锂需求约 156.58 万吨，其中动力电池占比 61%，储能电池占 23%，是碳酸锂当前需求主力并贡献了未来主要增量。我们预计 2026-2028 年碳酸锂需求分别为 204.22/245.27/290.87 万吨，同比增长 30.42%/20.10%/18.59%，其中动力电池 2026-2028 年预计同比增速 27.63%/23.06%/19.18%，储能电池 2026-2028 年预计同比增速达

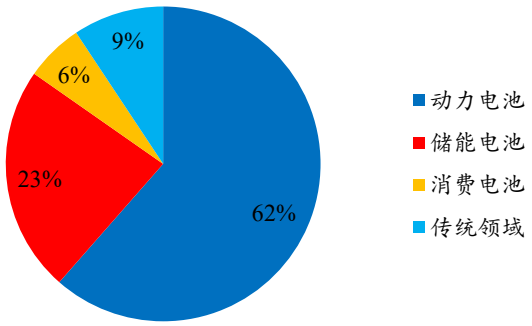
57.08%/20.76%/22.75%，2028 年需求占比预计提升至 29%。

图76：预计碳酸锂需求持续增长（单位：万吨、%）



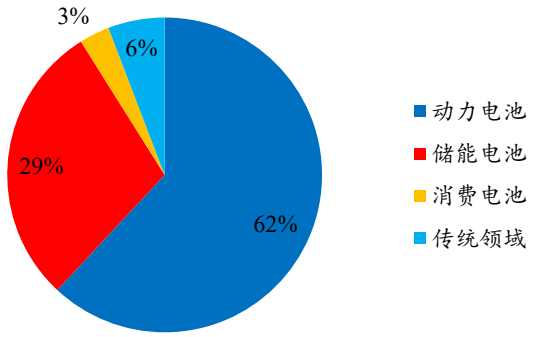
数据来源：SMM、Wind、开源证券研究所

图77：2025 年碳酸锂需求以动力电池为主（单位：%）



数据来源：SMM、Wind、开源证券研究所

图78：预计 2028 年碳酸锂储能需求占比提升（单位：%）



数据来源：SMM、Wind、开源证券研究所

5.4、 投资建议：供应扰动频发，关注锂价成本支撑

供应扰动频发，关注锂价成本支撑。锂行业供给端资本开支收缩叠加扰动频频，锂行业供给弹性已较此前明显下降。与此同时，储能需求持续高景气，推动锂需求结构逐步改善。当前锂价已跌破 10 万元/吨，逼近部分非头部锂盐厂及品位较低矿山的生产成本线，后市关注碳酸锂边际成本支撑。具备资源保障、低成本及一体化布局优势的锂行业企业盈利修复弹性有望优于行业平均水平，资源自给率较高、成本控制能力较强的锂矿及锂盐公司值得关注。**推荐标的有永兴材料、中矿资源；受益标的有赣锋锂业、天齐锂业、藏格矿业、盛新锂能、雅化集团、盐湖股份。**

表23：推荐或受益标的估值对比表（截至 2026 年 10 月 30 日）

公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（倍）			评级
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	

002460.SZ	赣锋锂业	733.0	68.6	74.4	107.0	10.7	9.9	6.8	未评级
002466.SZ	天齐锂业	591.0	71.9	74.4	79.8	8.2	7.9	7.4	未评级
000792.SZ	盐湖股份	1150.9	120.4	130.9	141.5	9.6	8.8	8.1	买入
000408.SZ	藏格矿业	1067.6	82.6	98.8	114.8	12.9	10.8	9.3	未评级
002756.SZ	永兴材料	188.2	20.3	21.2	35.3	9.3	8.9	5.3	买入
002497.SZ	雅化集团	143.7	27.5	32.7	36.5	5.2	4.4	3.9	买入
002738.SZ	中矿资源	247.2	30.0	43.8	57.3	8.2	5.6	4.3	买入
002240.SZ	盛新锂能	168.8							
		锂行业平均估值				**9.2**	**8.0**	**6.3**	**-**

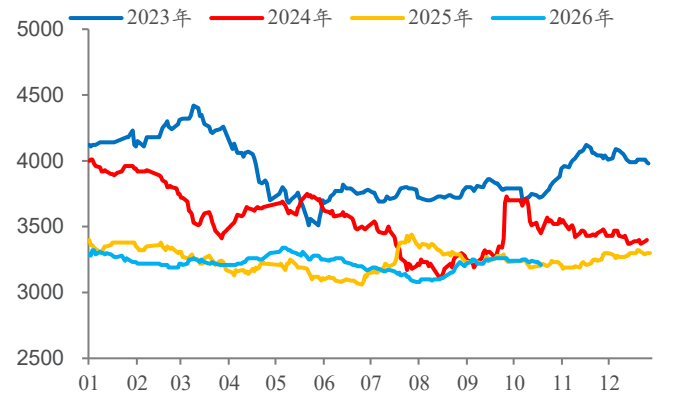
数据来源：Wind、开源证券研究所（除永兴材料和中矿资源外，其余公司的盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期）

6、 钢铁：制造业需求占比提升，期待政策发力

6.1、 钢铁需求同比下滑，利润再被挤压

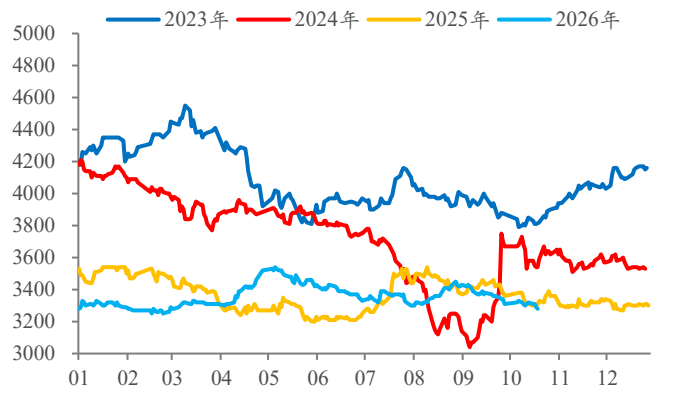
钢铁需求同比下滑，利润再被挤压。2026 年 1 月-3 月，由于建筑、汽车、家电等下游需求较弱，钢铁库存持续累积，板材库存同比增长较多，钢价表现较弱。**2026 年 4 月-5 月，**制造业需求彰显韧性，需求同比降幅明显收窄，板材库存去化明显加快，热轧价格企稳反弹，卷螺差扩大，钢厂利润明显改善。**2026 年 6 月至今，**钢铁需求表现弱势，叠加原材料价格反弹，钢铁利润再度受到明显挤压。

图79：上海螺纹钢汇价格表现较弱（单位：元/吨）



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图80：上海热轧价格表现较弱（单位：元/吨）



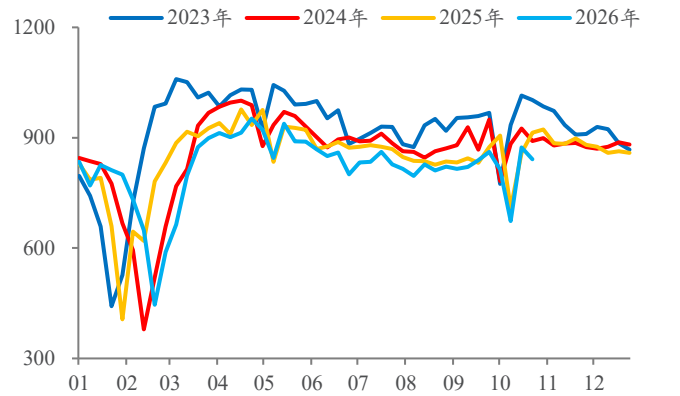
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图81：247 家钢铁企业盈利率低迷（单位：%）



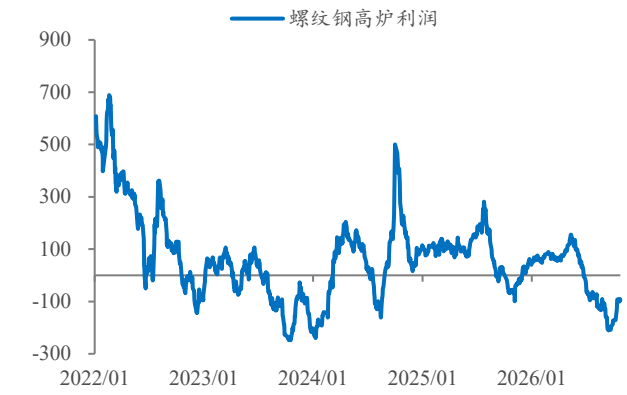
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图82：钢铁五大品种需求同比下滑（单位：万吨）



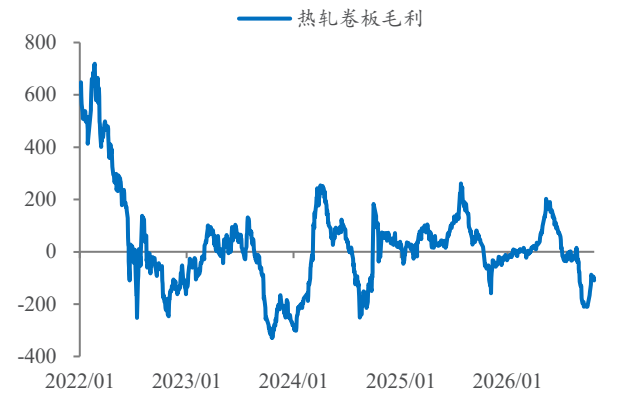
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图83：螺纹吨钢毛利转负（单位：元/吨）



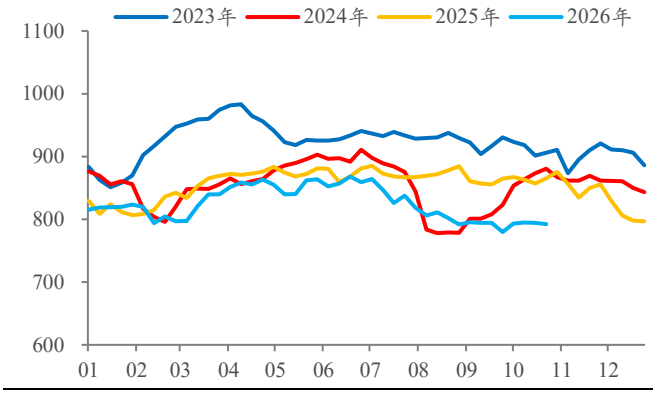
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图84：热轧吨钢毛利转负（单位：元/吨）



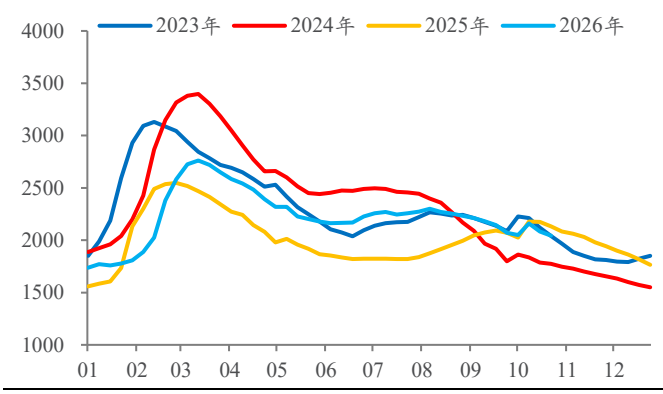
数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图85：钢铁五大品种产量同比下滑（万吨）



数据来源：Mysteel、开源证券研究所

图86：钢铁五大品种持续库存（万吨）

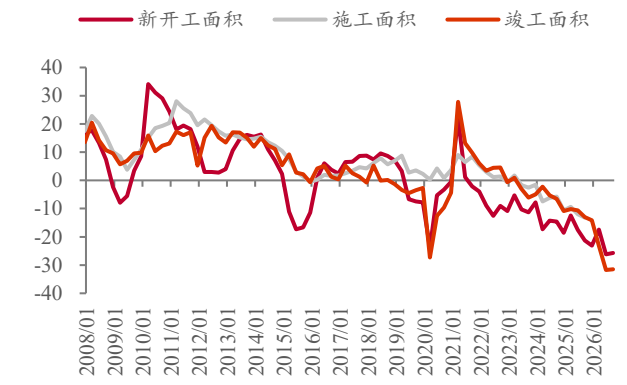


数据来源：Mysteel、开源证券研究所

6.2、 制造业需求占比提升

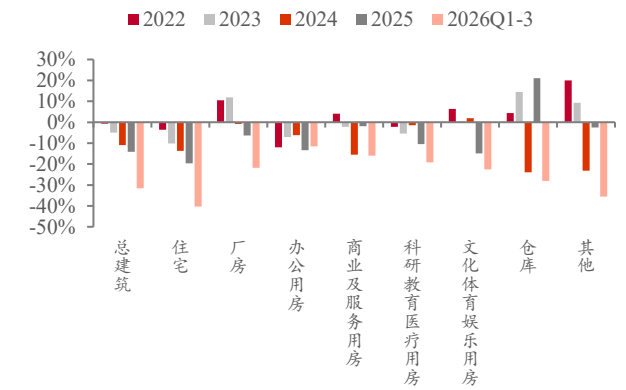
2026Q1-Q3，建筑业-房屋开发建设指标同比回落。房屋新开工面积累计同比为-25.66%，施工面积累计同比为-22.02%，竣工面积累计同比为-31.52%，其中住宅竣工面积同比下滑 40.25%，厂房竣工面积同比 21.77%。

图87：房地产开发建设指标同比回落（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

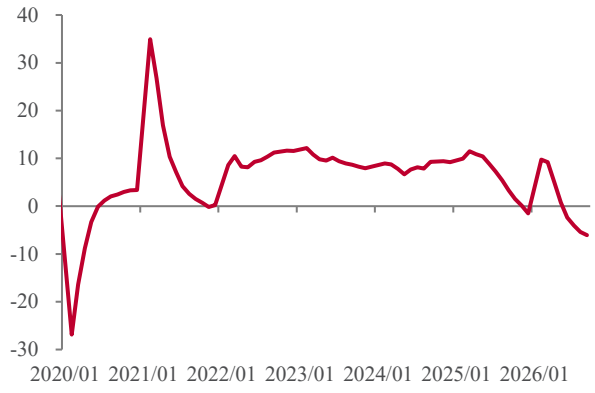
图88：竣工面积增速同比下滑（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

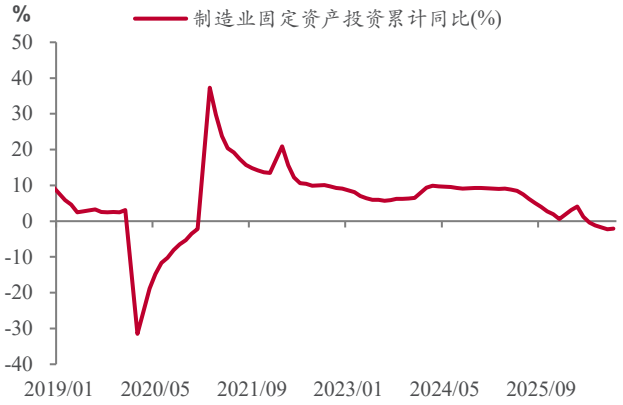
2026 年 1-9 月，基建及制造业固定资产投资累计同比回落，其中基建投资累计同比回落 6.08%，制造业投资累计同比回落 2.10%。

图89：基建投资累计增速同比回落（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

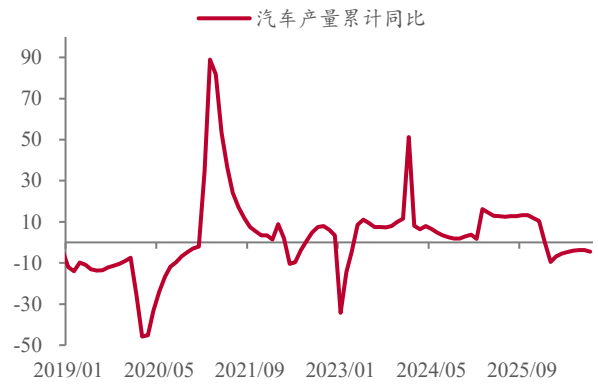
图90：制造业固定资产投资累计同比回落（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

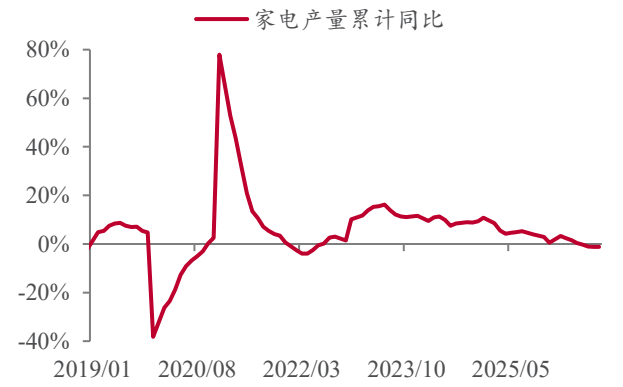
2026 年 1-9 月，国内汽车家电产量同比回落，其中汽车产量同比回落 4.50%，家电产量同比回落 1.17%。

图91：汽车产量累计同比回落（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图92：家电产量累计同比回落（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

制造业需求占比逐年提升。我国已进入经济转型期，尽管建筑需求较弱，但随着制造业用钢及新兴领域用钢的增长，我们预计未来我国钢材需求将长期彰显韧性。

表25：钢铁分行业需求（单位：万吨）

-	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
建筑用钢	51636	50038	47672	42667	40107	34091	30682
yoy	-7.85%	-3.10%	-4.73%	0%	0%	0%	0%
机械耗钢	18245	18312	20215	22000	23459	25804	27353
yoy	15.47%	0.37%	10.39%	8.83%	6.63%	10.00%	6.00%
汽车耗钢	5257	5040	5786	5937	6572	6558	6690

-	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
yoy	0.14%	-4.13%	14.81%	2.61%	10.68%	-0.20%	2.00%
家电耗钢	1427	1442	1602	1747	1794	1778	1813
yoy	3.11%	1.00%	11.14%	9.06%	2.67%	-0.90%	2.00%
船舶耗钢	980	1196	1416	1611	1795	1975	2172
yoy	3.16%	22.04%	18.39%	13.80%	11.40%	10.00%	10.00%
其他	20474	19584	19740	18951	20467	21122	21544
yoy	-13.65%	-4.35%	0.80%	-4.00%	8.00%	3.20%	2.00%
净出口	5259	5689	8356	10390.1	11296	11000	11000
yoy	57.27%	8.18%	46.87%	24.35%	%	!%	%
内需	98020	95611	96433	92914	94193	91328	90254
yoy	-4.95%	-2.46%	0.86%	-3.65%	1.38%	-3.04%	-1.18%
总需求	**103279**	**101300**	**104788**	**103304**	**105489**	**102328**	**101254**
yoy	**-3.00%**	**-1.92%**	**3.44%**	**-1.42%**	**2.12%**	**-3.00%**	**-1.05%**

数据来源：Mysteel、Wind、中国船舶工业协会、开源证券研究所

6.3、 投资建议：制造业需求占比提升，期待政策发力

制造业需求占比提升，期待政策发力。尽管建筑需求较弱，但制造业用钢及新兴领域用钢增长，使得我国钢材需求保持韧性。原料端伴随着 FMG 新矿区及西芒杜的投产，焦煤进口恢复，原料端供需格局趋于宽松，后续若钢铁供给可以持续压减，钢厂利润或将有所改善。推荐标的：宝钢股份，受益标的：方大特钢，中信特钢，南钢股份，久立特材。

表26：受益或推荐标的估值对比表（截至 2026 年 10 月 30 日）

股票代码	股票简称	收盘价(元)	归母净利润（亿元）				PE（倍）				评级
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
600507.SH	方大特钢	3.9	9.4	5.1	7.0	8.1	9.6	17.6	13.0	11.3	未评级
000708.SZ	中信特钢	12.2	59.3	60.5	65.1	69.9	10.3	10.1	9.4	8.8	未评级
600282.SH	南钢股份	4.3	28.7	28.3	31.2	34.6	9.3	9.4	8.5	7.7	未评级
600019.SH	宝钢股份	6.0	103.5	103.3	111.4	123.2	12.7	12.7	11.8	10.7	买入
002318.SZ	久立特材	15.8	15.1	9.3	11.2	13.9	10.2	16.7	13.7	11.1	未评级
钢铁行业平均							**10.4**	**13.3**	**11.3**	**9.9**	-

数据来源：Wind、开源证券研究所（未评级公司盈利预测与估值来自 Wind 一致预期）

7、 风险提示

铜：产能释放及复苏节奏超预期、美国铜关税政策转向致精炼铜流出美国、铜需求增长不及预期等

铝：海外电解铝产能投放进度超预期、国内产能政策变动风险、地缘政治与能源供应扰动风险

钨：钨价大幅波动；海外供应超预期；制造业增速不及预期

贵金属：美联储继续加息，地缘政治风险

锂：新能源车需求不及预期、储能需求不及预期、海外锂矿项目进展超预期、非正式立项项目资源流入过多

钢铁：海外供给释放超预期、制造业增速不及预期

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

法律声明

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

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

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

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

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

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn