华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

有色金属2027年度策略：寒枝蓄蕊，只待春信

分析师：许勇其　　执业证书号：S0010522080002
分析师：牛义杰　　执业证书号：S0010524050005
分析师：黄玺　　执业证书号：S0010524060001
分析师：杨馥瑗　　执业证书号：S0010524080001

2026年11月20日

核心观点

- **贵金属：货币与避险需求共振，央行购金托底，长期配置价值凸显。**短期高利率环境对黄金价格存在一定压制，但全球政治和经济不确定性仍存，央行购金和ETF净流入为黄金需求托底。去美元化、外汇储备安全化等需求推动央行购入黄金储备量持续提升，黄金具备长期配置价值。
- **工业金属：矿端紧缺支撑价格，供给刚性叠加需求韧性。铜板块，**矿山老龄化、海外政策波动、电力能源供应等问题影响铜矿产能释放，铜矿原材料紧缺，铜冶炼加工费持续下行，打压冶炼端生产积极性，全球铜供应紧张矛盾持续演绎，铜价具备坚定支撑。**铝板块，**供给端，国内电解铝产能硬约束，尽管高利润驱动海外电解铝复产，但电力和基建配套仍然存在瓶颈，海外产能爬坡节奏或有波动。需求端，2026年1至10月国内电解铝表观消费累计同比+2.05%，其中10月单月同比+4.24%，交通轻量化、机械装备、储能及工业机器人等领域有望持续提供支撑。
- **能源金属：价格回落供给边际改善，静待新预期。锂板块，**现货价自 2025 年 6 月的 5.99 万元/吨涨至 2026 年 5 月的 20.06 万元/吨后回落至 11 月约 9.08 万元，回撤约 55%，8 万元附近有成本硬支撑。需求端储能占比升至 31%，但对加息敏感、且抢出口透支 2027 年需求。**钴板块，**2026 年钴价超预期下跌，电解钴自年初 46.7 万元/吨跌至 10 月 21 万元、回撤 55%，11 月反弹至 26.7 万元仍低于高点 43%；刚果（金）配额虽削减 50%以上，价格反跌符合“预期兑现即见顶”规律。
- **小金属：供给扰动叠加战略属性与新兴需求，稀缺性凸显。钨：**稀缺性由“资源稀缺”升级为“战略金属&高端制造”。中国产量占比虽下滑但巴库塔矿石回国、Sangdong由美方包销两条渠道使海外增量无法进入自由流通市场；计入废钨后总供给 14.20 万吨仍低于需求 16.58 万吨，缺口仍超 2 万吨。**锡：**缺口维持高位但估值已先行回落。2027年缺口-3.00 万吨，名义新增超2万吨受佤邦复产、印尼 RKAB 审批与老矿区品位衰减三重约束，实际落地比例大概率低于预期；近三月锡价仅跌 11.1%，而锡业股份、兴业银锡跌超 40%，赔率最优。**钽铌：**钽由事件冲击定价回归供需定价，转入高位震荡；铌缺乏弹性。刚果金矿端塌方致2026年全球钽矿产量；2027年预计复产收窄缺口，驱动切换为 AI 需求，钽电容与靶材为增量主线；铌钢铁需求占比近90%，走势稳定但缺乏弹性。**钼：**供给弹性最弱，定价已与钢铁景气度脱钩。多为铜矿副产，涨价无法驱动矿山扩产，中国产量 11.15 万吨、占全球 40.8%，国内安监趋严使增量近乎停滞；价格中枢有望上行。
- **风险提示：**美联储加息超预期；下游需求不及预期；海外政策不确定性；矿山安全及环保风险等。

目录

CONTENTS

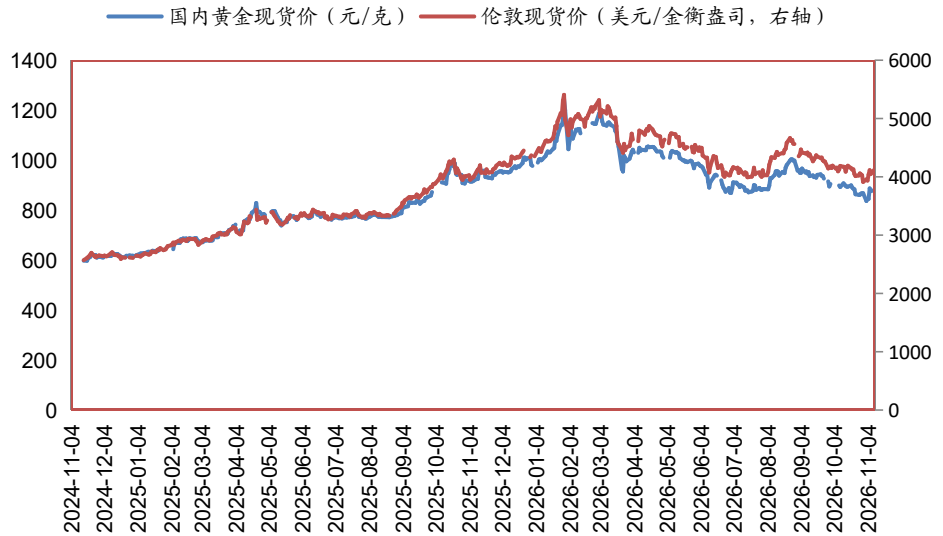
- 金：央行与ETF买需支撑金价，关注利率与财政赤字方向
- 铜：供需矛盾持续演绎
- 铝：国内产能触顶叠加海外投产博弈，成本下行驱动盈利走扩
- 锂：价格大幅回落进入筑底，后续低位震荡
- 钴：从预期到兑现到反弹，后续看政策端新预期
- 钨：中国掌控资源命脉，管制叠加 AI 需求
- 锡：供给扰动驱动价格三级跳，新产能兑现节奏有待观察
- 钽铌：供给端扰动+收储+AI 需求三线共振，价格有望持续高位
- 钼：供给放缓推动价格中枢抬升

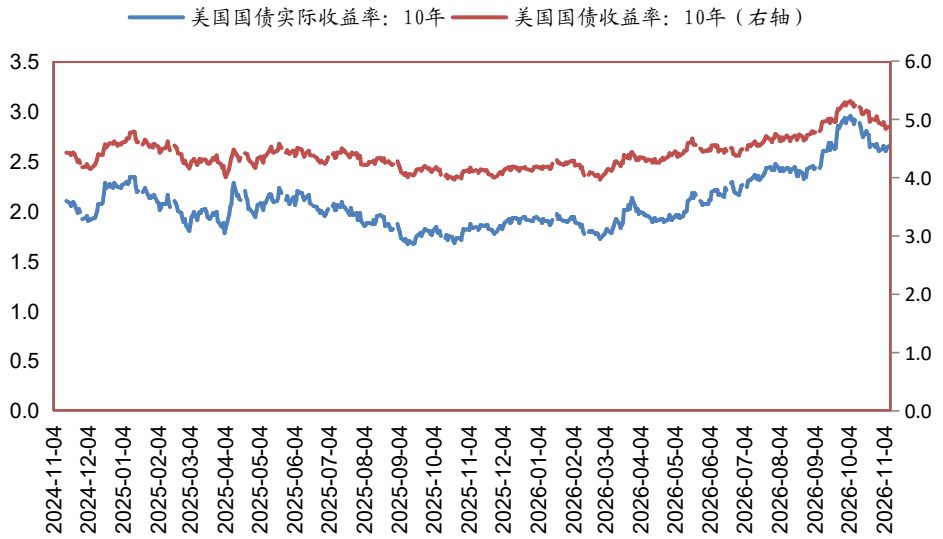
黄金：央行与ETF买需支撑金价，关注利率与财政赤字方向

复盘：近一年来黄金价格屡创新高

- **25Q4：** 美联储延续降息进程，美国财政赤字扩张担忧加剧，去美元化趋势下央行与机构配置买盘坚挺，金价于高位强势盘整。
- **26Q1—26Q2：** 全球贸易摩擦与地缘冲突反复，美债收益率宽幅震荡；全球央行持续购金与避险资金流入共振，推动金价突破4000美元/盎司关口并继续上行。
- **26Q3：** 市场对美债财政可持续性担忧升温，机构资金大举回流黄金ETF，单季净流入211吨，叠加全球央行单季净购金321吨，同比+42%，推动26Q3国际金价均价达4262美元/盎司。
- **后续展望：** 地缘政治存在不确定性、关税与财政压力、全球央行持续购金及美联储利率路径演变，将继续支撑金价中枢维持高位。

金价持续上行



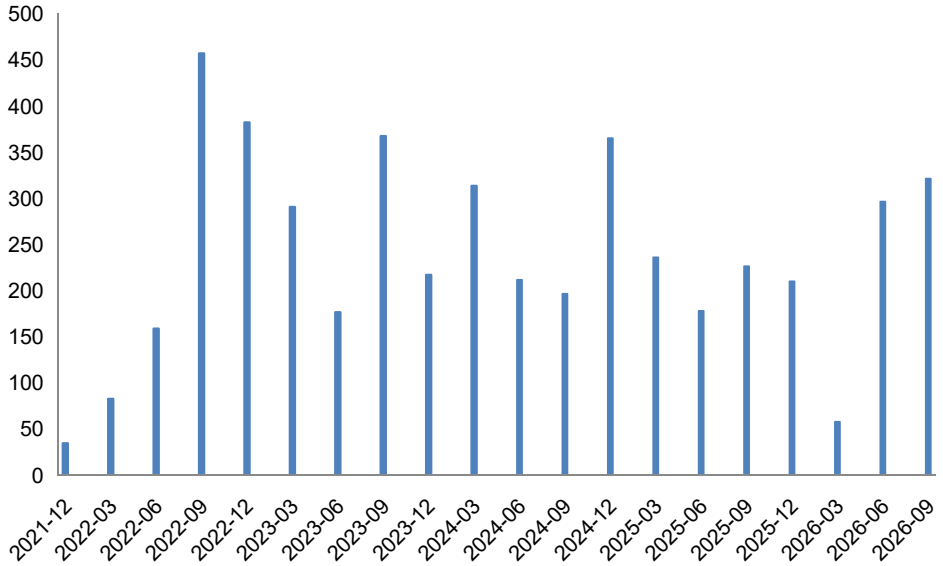


资料来源：iFinD，华安证券研究所

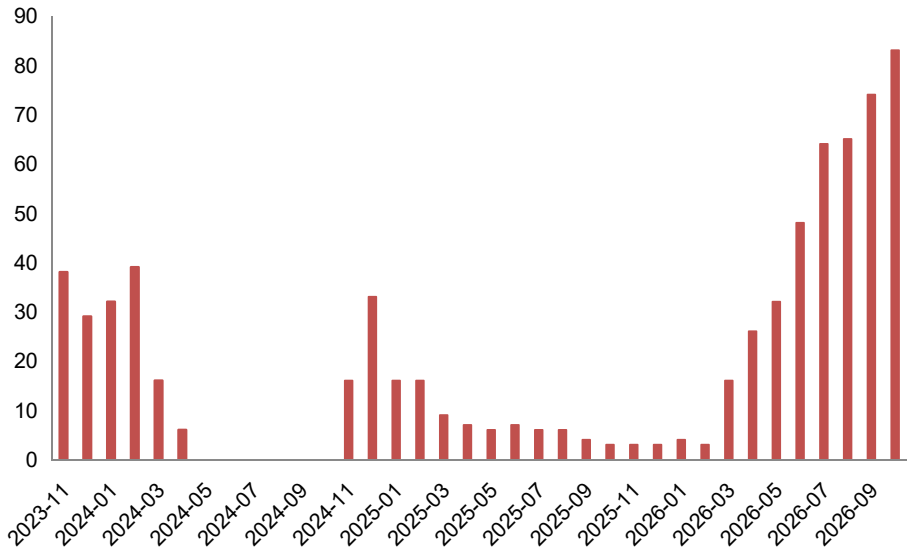
供需：全球央行增持黄金

- **黄金总需求维持历史高位，ETF与央行买需双轮驱动：** 黄金供给保持稳定。据世界黄金协会WGC数据，2026年Q3全球黄金总需求为1,369吨，按金额计达1,880亿美元，同比+22%；2026年前三季度全球黄金累计需求达3,881吨，与2025年同期创纪录水平（3,884吨）基本持平，需求总值达5,660亿美元创历史新高。其中，26Q3全球实物黄金ETF净流入211吨，总持仓升至4,256吨创历史新高。
- **全球央行购金加速，创近两年单季新高：** 储备多元化与风险管理驱动官方持续购金，2026年Q3全球央行及官方机构净购金达321吨，同比大幅增长42%，创2024年四季度以来单季新高；2026年前三季度全球央行累计购金675吨，较上年同期增长6%。
- **中国央行连续24个月增持，单月增量八连升：** 中国人民银行自2024年11月重启购金以来，截至2026年10月末已连续24个月增持黄金。截至2026年10月末，中国官方黄金储备达7,830万盎司，环比9月末7,747万盎司增加83万盎司，单月增量创本轮重启购金以来新高。

全球央行持续增购黄金（吨）



中国大陆央行黄金净购入量（万盎司）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

相关个股：山东黄金、赤峰黄金、山金国际、紫金矿业、中金黄金

➢ **黄金板块具备一定体量并具备业绩弹性的标的：山东黄金、赤峰黄金、山金国际、紫金矿业、中金黄金。**

公司	经营情况
山东黄金	2026年前三季度，公司实现营业收入905.01亿元，同比+8.02%；归母净利润31.81亿元，扣非归母净利润32.13亿元。公司所辖矿山企业分布于国内山东、福建、内蒙古、甘肃、新疆等地以及阿根廷、加纳、纳米比亚等国家，形成了集黄金勘查、采矿、选矿、冶炼、深加工和矿山装备制造于一体的完整产业链条，随重点矿山产能恢复与在建项目推进，业绩有望迎来修复。
赤峰黄金	2026年前三季度，公司实现营业收入100.87亿元，同比+16.69%；归母净利润22.85亿元，同比+11.05%。 前三季度公司自产金产量8.91吨，自产金销量9.07吨，销售均价升至974.44元/克，同比+33.56%，全年黄金产销量目标调整为12.5—13.0吨。公司持续推进境内外矿山技改、勘探及新项目建设；2026年10月紫金黄金完成对公司控股，未来有望依托紫金全球化矿山运营管理赋能，加速释放扩储增产与降本增效潜力。
山金国际	2026年前三季度，公司实现营业收入136.25亿元，同比-9.14%；归母净利润32.01亿元，同比+30.16%；扣非归母净利润32.98亿元，同比+34.85%。 受益于矿山端金银价格上涨及优异的成本管控能力，公司盈利能力显著提升。同时公司持续推进境内外探矿增储与优质项目建设（含云南潞西大岗坝及勐稳地区金矿探矿权、纳米比亚Osino金矿项目建设等），成长动能充沛。
紫金矿业	2026年前三季度，公司实现营业收入2834.53亿元，同比+11.51%；归母净利润575.26亿元，同比+51.93%；扣非归母净利润558.4亿元。公司深入贯彻“提质、上产、控本、增效”方针，主力矿山产量稳步释放，吨矿付现成本增速得到有效控制，叠加完成对赤峰黄金控股进一步壮大黄金板块版图，充分享受金铜价格高位运行红利。
中金黄金	2026年前三季度，公司实现营业收入665.92亿元，同比+23.37%；归母净利润56.89亿元，同比+54.64%；扣非归母净利润56.70亿元，同比+34.57%；基本每股收益1.17元。 前三季度公司生产矿产金12.83吨（销量12.40吨）、冶炼金26.03吨、矿山铜5.33万吨、电解铜30.96万吨。作为国内黄金央企，公司充分受益于金铜价格共振上行，业绩保持高速增长，且集团优质黄金资源注入预期与纱岭金矿等重点在建项目持续打开中长期成长空间。

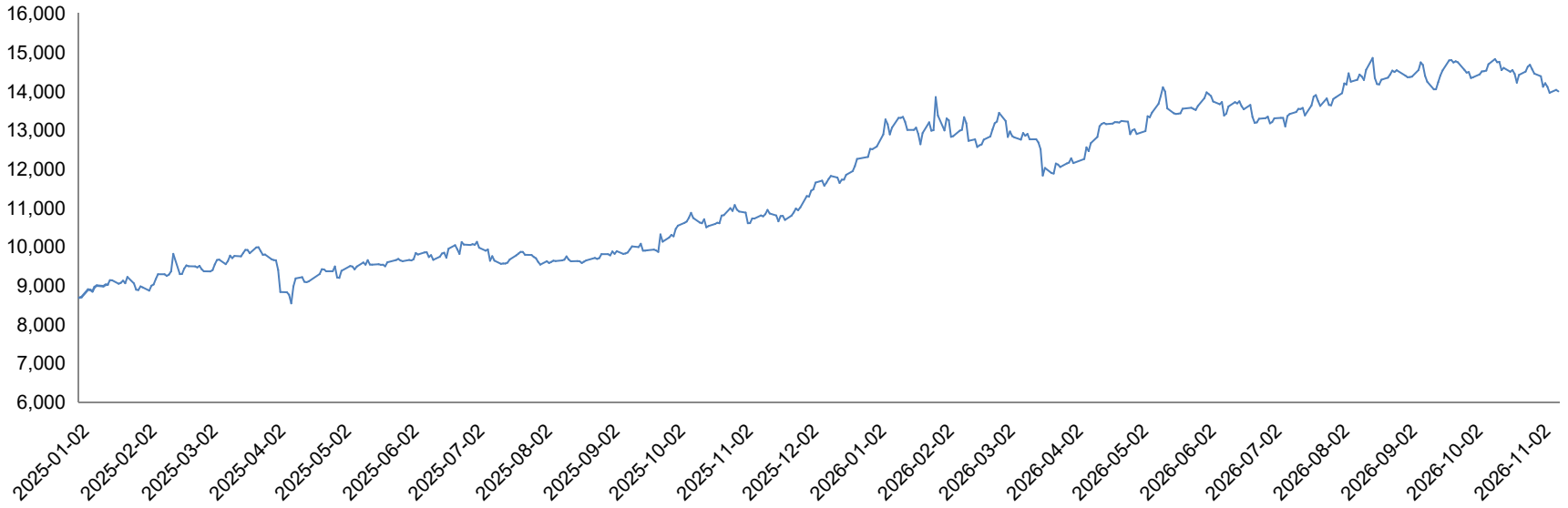
资料来源：iFinD，华安证券研究所

铜：供需矛盾持续演绎

2026年铜价走势

矿山供给矛盾推动2026年铜价持续上行。2026年年初降息预期与LME低库存推动铜价上行至1.3万美元/吨，2月因降息降温、挤仓缓和及终端需求偏弱震荡下行；3月美以伊冲突推升能源价格，引发市场对于通胀的担忧从而加剧加息预期，美元与美债利率走强，铜价下探至1.2万美元/吨附近；4-5月矿端紧缺影响下铜价重新回升；Q3以来矿冶矛盾、社库去化、关税担忧等因素影响，铜价震荡偏强。

2025年年初至今LME铜现货价（美元/吨）

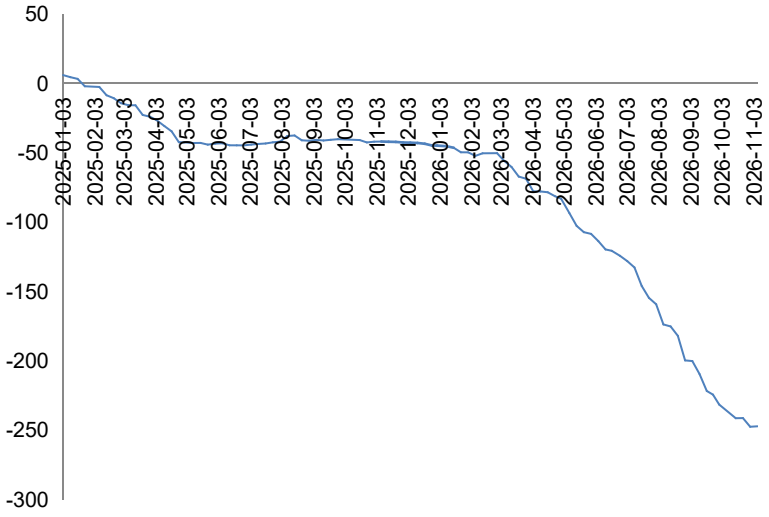


资料来源：wind,华安证券研究所

矿冶矛盾持续演绎，短期未见好转

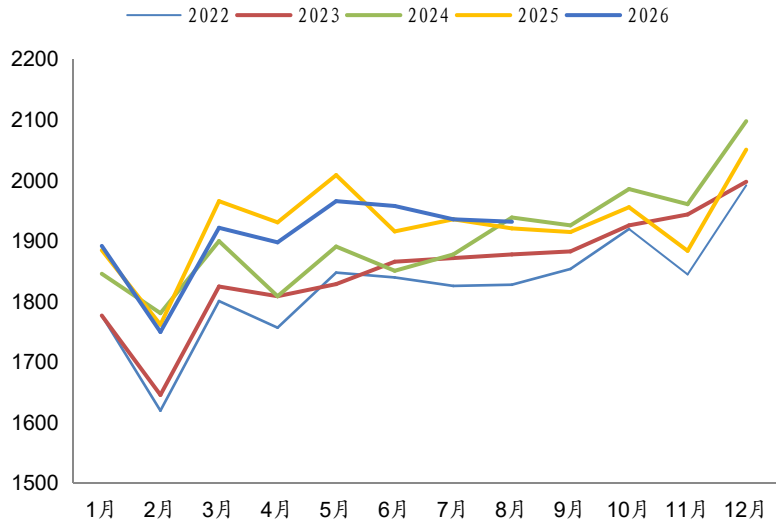
加工费持续低迷，电解铜开工率低位。铜矿供应紧张导致铜价上行并压缩冶炼端利润，铜矿TC持续下行，由2026年1月9日的-45.41美元/吨下降到11月6日的-247.35美元/吨。矿山老龄化、海外政策波动、电力能源供应等问题仍然影响铜矿供应，且供应紧张的局势仍然未见好转。低加工费压制冶炼端生产积极性，2026年9月国内电解铜开工率85.63%，较上年同期-0.5pct。

铜矿TC（美元/吨）



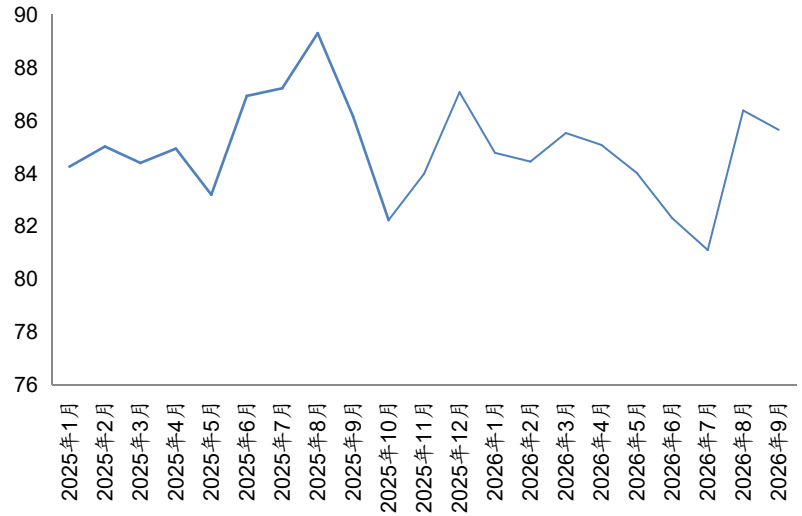
资料来源：同花顺iFinD,华安证券研究所

铜精矿产量（千吨）



资料来源：同花顺iFinD,华安证券研究所

电解铜开工率（%）



资料来源：百川盈孚,华安证券研究所

相关个股：紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、金诚信

- 铜矿产量具备明确增量的标的：紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、金诚信

公司	经营情况
紫金矿业	2026年前三季度公司矿产铜82万吨，同比略有下降主因卡莫阿产量承压。公司朱诺铜矿项目有序推进，预计2026年底投产；雄村铜矿预计2028年投产。在全球铜产量增长放缓的背景下，紫金矿业具备明确的铜板块增量梯队，铜矿产能有望接续释放。
洛阳钼业	2026年前三季度公司矿山产铜59.67万吨，同比+9.81%。公司刚果金KFM、TFM铜钴矿稳定生产，KFM二期项目建设有序推进，计划2027年建成投产。项目达产后预计新增原矿处理能力726万吨/年，新增铜产量约10万吨/年。
西部矿业	2026年前三季度公司矿山产铜12.81万吨。玉龙铜矿三期项目正按既定计划推进，预计2026年底完成基建，2027年正式投产，达产后矿山年处理规模由2280万吨提升至3000万吨，铜金属年产量增长至18万吨/年；远期玉龙四期4500万吨/年扩建项目处于内部论证阶段，预计年底形成明确结论，若决定实施将在三期投产后尽快启动相关工作。公司收购安徽茶亭铜多金属矿，铜资源储量合计239.275万吨金属量，茶亭矿目前已启动建设筹备工作，目标在十五五末建成投产。
金诚信	2026年前三季度公司生产铜金属当量7.23万吨，同比+12.91%。Lonshi铜矿西区当前年产铜金属量约4万吨，东区于2025H2开工建设，预计第4年达产，达产后东区和西区合计年产约10万吨铜金属量。后续赞比亚Lubambe铜矿技改推进、哥伦比亚San Matias铜金银矿建设筹备有望接续铜矿产量增量。

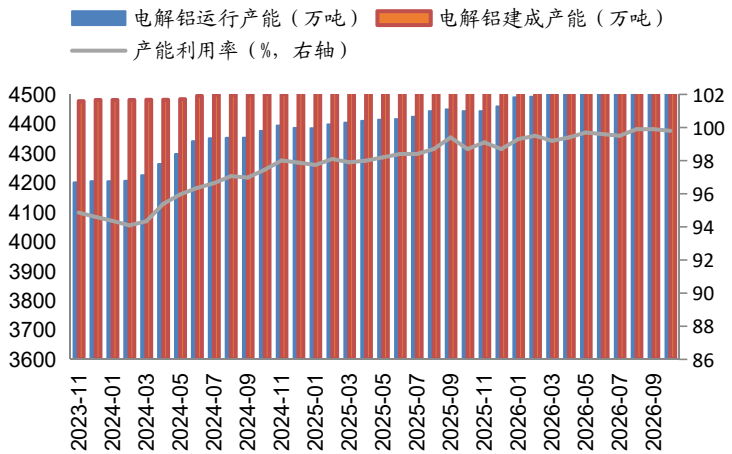
资料来源：公司公告，华安证券研究所

电解铝：国内产能触顶叠加海外投产博弈，成本下行驱动盈利走扩

国内供给端硬性约束，海外扩产爬坡尚需时间

- **国内电解铝产能接近上限，新增空间相对有限：** 国内电解铝合规产能上限控制在约4550万吨，新建项目均需落实产能置换。截至2026年10月下旬，全国电解铝建成产能4582.2万吨，运行产能4552.1万吨，2027年国内净增产能预计约10万吨，国内供给整体趋于平稳。
- **较高利润驱动海外扩产预期上修，印尼成为主要增量来源：** 2026年全球电解铝供应约7500万吨，需求约7550万吨，供需缺口约70万吨。受行业盈利改善带动，海外2027年拟投产产能预期由年初约160万吨上修至9月约340万吨。其中印尼2027年预计新增投产产能约220万吨，电解铝产量预计由2025年73万吨升至2026年163万吨，同比+123.29%，2027年预计达322万吨，同比+97.55%，2030年或将升至618万吨；此外2027年印度、中东预计分别新增产能约22万吨与50万吨，安哥拉产量预计达约35万吨。
- **海外电力与基建配套仍存瓶颈，实际投产节奏或有波动：** 海外部分存量铝厂曾因电力供应问题出现减停产，叠加印尼等新兴产区面临基础设施配套不足、熟练工人短缺及电力供应不稳定等因素，海外新增产能实际落地进度或慢于规划预期。

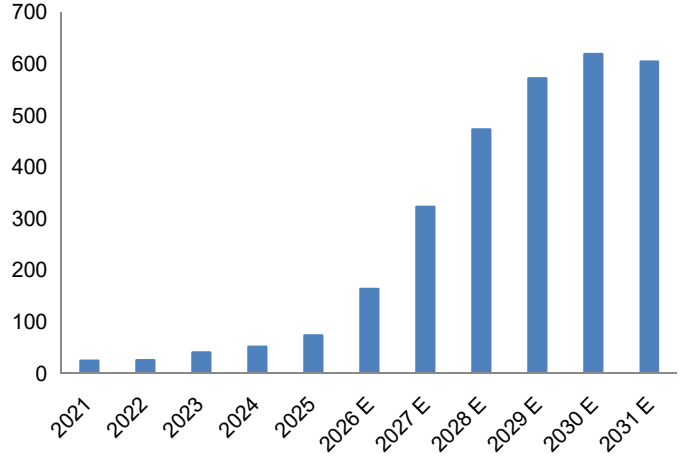
国内电解铝产能



国内电解铝现货价（元/吨）



印尼地区电解铝产量（万吨）

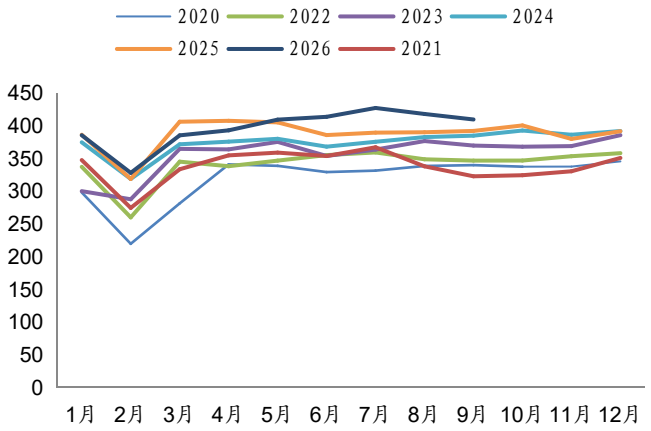


资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

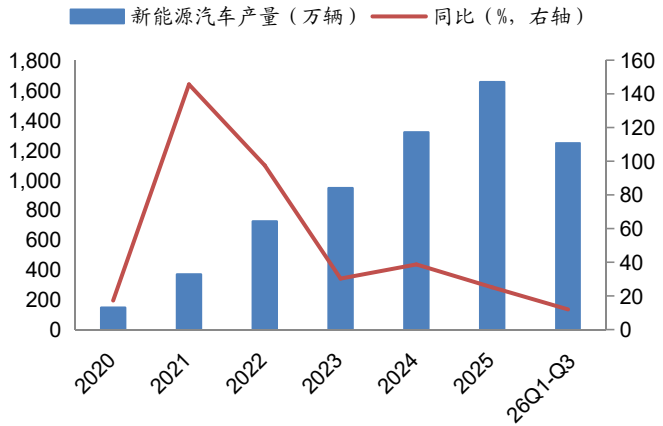
国内铝需求稳步增加

- **国内外铝消费保持韧性：** 2026年1至10月国内电解铝表观消费累计同比+2.05%，其中10月单月同比+4.24%。中性情景下，2027年全球电解铝需求预计约7700万吨，同比+2%，交通轻量化、机械装备、储能及工业机器人等领域有望持续提供支撑。
- **汽车：** 新能源汽车铝车身与底盘轻量化有助提升续航并优化成本，带动单车用铝量稳步提升。2026年1至10月国内新能源汽车产量1450.9万辆，同比+11.5%，销量1441.1万辆，同比+11.3%，持续拉动交通领域用铝需求。
- **铝材及铝制品出口：** 海外电网改造与制造业需求带动我国铝材出口保持较高增速。据海关总署数据，2026年1至10月我国累计出口未锻轧铝及铝材591.4万吨，同比+17.8%，其中10月单月出口59.4万吨，同比+18.1%，出口放量成为拉动国内电解铝需求的重要支撑。

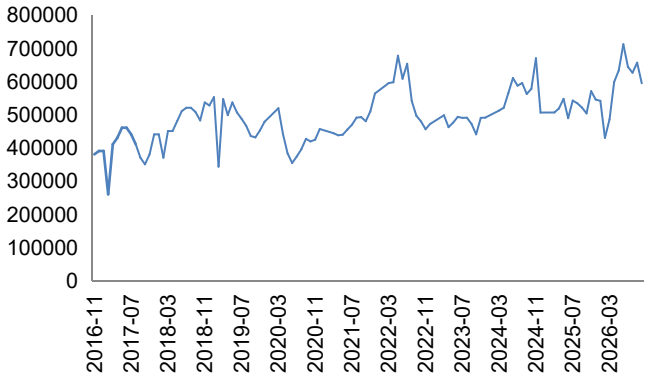
国内电解铝月度需求（万吨）



新能源汽车产量



未锻轧铝及铝材出口量（吨）

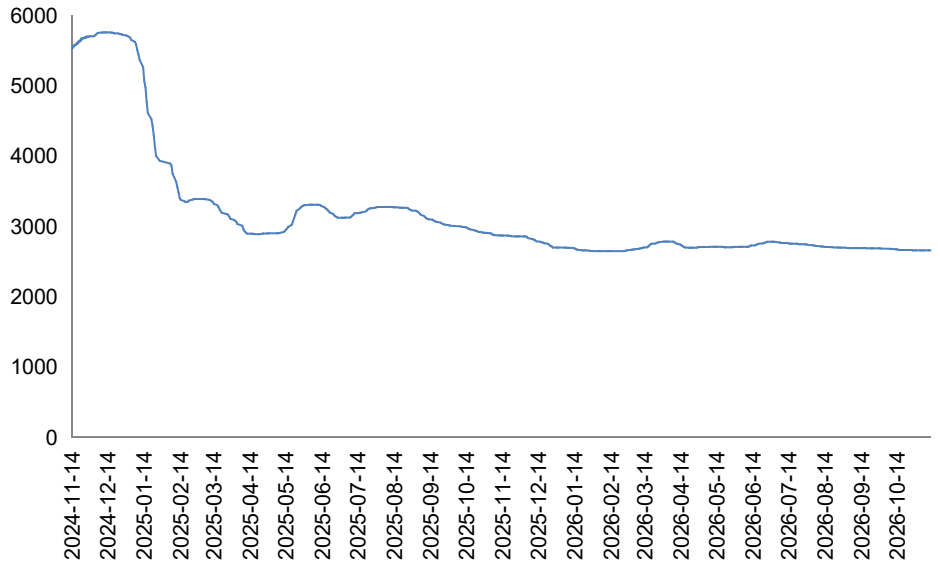


资料来源：安泰科，wind，华安证券研究所

成本端：氧化铝价格下行，利润走扩

- **氧化铝供给相对充裕，延续供大于求格局：** 国内电解铝产能上限约束氧化铝远期需求空间，叠加国内氧化铝新投产能释放与进口铝土矿补充，截至2026年10月下旬全国氧化铝建成产能达12292万吨，运行产能9865万吨，氧化铝市场整体维持宽松态势。
- **氧化铝价格重心回落，电解铝冶炼利润有望修复：** 2026年9月全国氧化铝现货加权均价回落至2671元每吨，行业加权完全成本约2698元每吨，同比-5.76%。上年同期高价氧化铝对下游盈利形成一定压制，伴随氧化铝价格回落，电解铝环节利润空间有望持续改善。

氧化铝价格波动（元/吨）



资料来源：wind，华安证券研究所

相关个股：中国宏桥、中国铝业、云铝股份、神火股份、天山铝业

- **铝板块业绩稳定、具备盈利修复空间的标的：中国宏桥、中国铝业、云铝股份、神火股份、天山铝业。**

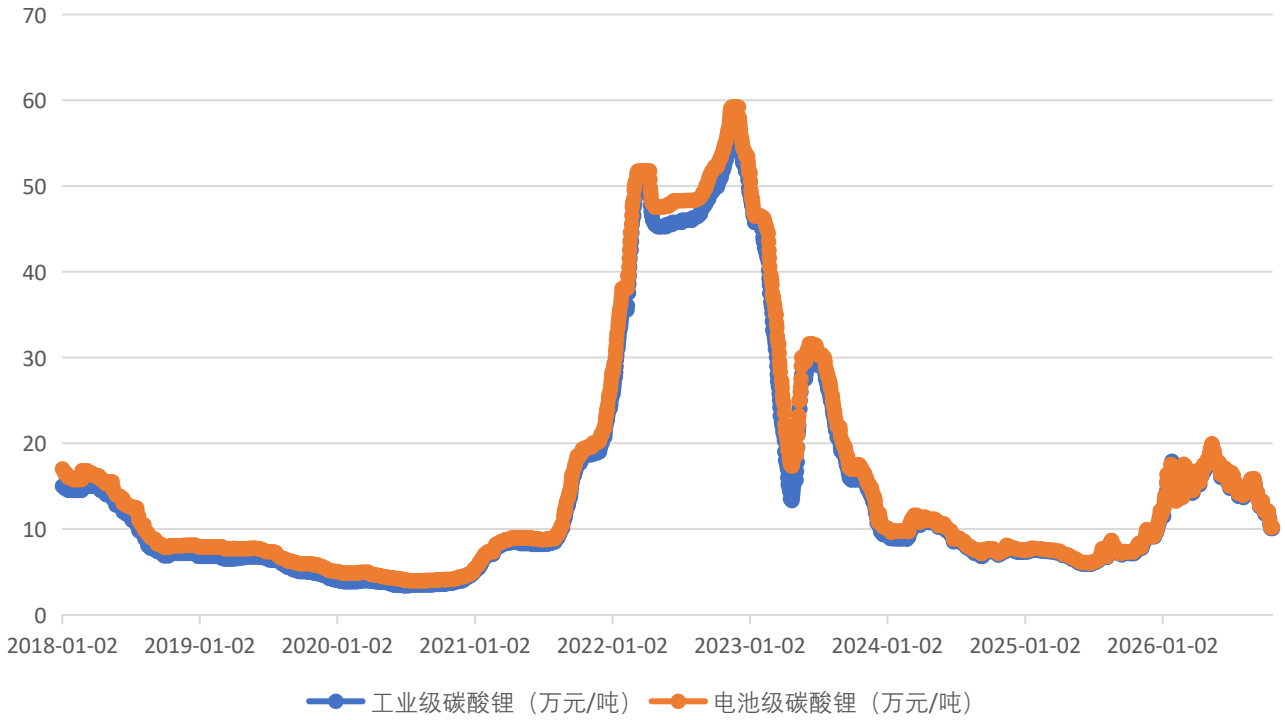
公司	经营情况
中国宏桥	2026年上半年，公司实现营业收入875.06亿元，同比+7.98%；股东应占净利润172.10亿元，同比+39.23%。其核心附属公司宏桥控股2026年前三季度实现营业收入1316.61亿元，同比+13.67%；归母净利润232.94亿元，同比+69.86%。2026年上半年公司铝合金产品销量约281.1万吨，氧化铝销量约691.7万吨，同比+8.6%，铝合金深加工销量约44.4万吨，同比+23.2%。公司构建了从铝土矿、氧化铝、电解铝到铝深加工及再生铝的完整产业链条，伴随云南绿色铝创新产业园稳步运行，整体盈利能力有望保持稳健。
中国铝业	2026年前三季度，公司实现营业收入1865.94亿元，同比+5.69%；归母净利润179.16亿元，同比+64.83%；扣非归母净利润176.43亿元，同比+64.68%。前三季度公司生产冶金级氧化铝1129万吨，精细氧化铝347万吨，同比+6.12%，原铝含合金产量608万吨，同比+1.33%，自有矿石产量同比+31.97%。公司拥有完整的铝产业链布局，持续推进成本管控与境内外资源开发，内蒙古华云三期与达茂旗新能源项目已形成生产和供电能力，几内亚博法氧化铝等项目稳步推进，经营业绩保持较好增长态势。
云铝股份	2026年前三季度，公司实现营业收入526.16亿元，同比+19.39%；归母净利润116.12亿元，同比+164.01%；扣非归母净利润115.37亿元，同比+163.45%。其中第三季度实现营业收入176.35亿元，同比+17.62%；归母净利润39.28亿元，同比+140.92%。公司主营业务涵盖铝土矿开采、氧化铝、绿色铝冶炼及铝加工制品生产销售，依托云南省清洁水电能源优势打造绿色铝一体化产业模式，伴随绿色铝溢价逐步显现及资产结构持续优化，公司盈利弹性有望进一步释放。
神火股份	2026年前三季度，公司实现营业收入378.36亿元，同比+22.03%；归母净利润74.87亿元，同比+114.54%；基本每股收益3.383元。其中第三季度实现营业收入130.45亿元，同比+23.34%；归母净利润27.05亿元，同比+70.66%；扣非归母净利润26.99亿元。公司形成电解铝与煤炭双主业协同发展格局，核心产能分布于新疆煤电铝一体化基地与云南绿色水电铝基地，受益于电解铝及煤炭产品价格回升与原材料氧化铝价格回落，成本优势与盈利能力得到进一步巩固。
天山铝业	2026年前三季度，公司实现营业收入274.21亿元，同比+22.85%；归母净利润64.23亿元，同比+92.30%；扣非归母净利润63.06亿元，同比+97.07%。其中第三季度实现营业收入99.09亿元，同比+41.69%；归母净利润22.46亿元，同比+78.79%。公司在新疆建成140万吨电解铝产能并配套自备电厂与预焙阳极产线，广西氧化铝基地与铝土矿项目逐步推进，印尼铝土矿详勘工作基本完成并同步规划海外氧化铝项目，伴随铝箔深加工良率爬坡与有息负债持续压降，长期成长空间较为充足。

资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所;

锂：价格大幅回落进入筑底，后续低位震荡

储能需求占比快速提升，美国加息影响需求预期

- **价格：1年半从低谷到高峰再回低位。**现货从2025-06-24的5.99万元/吨涨到2026-05-13的20.06万元/吨，再跌到11-12的9.08万元/吨，回撤54.8%；同期期货从5.86万元涨到20.53万元再回到9.09万元，回撤55.7%。
- **需求：储能占比大幅提升，但美国加息预期影响需求。**全球锂需求格局正在重构，储能板块的需求占比明显提升，不过美国加息预期给需求前景带来变数。相较于动力电池，储能赛道对利率环境和政策变动更为敏感。在美国加息趋势确立的背景下，储能后续的需求释放将受到一定抑制。

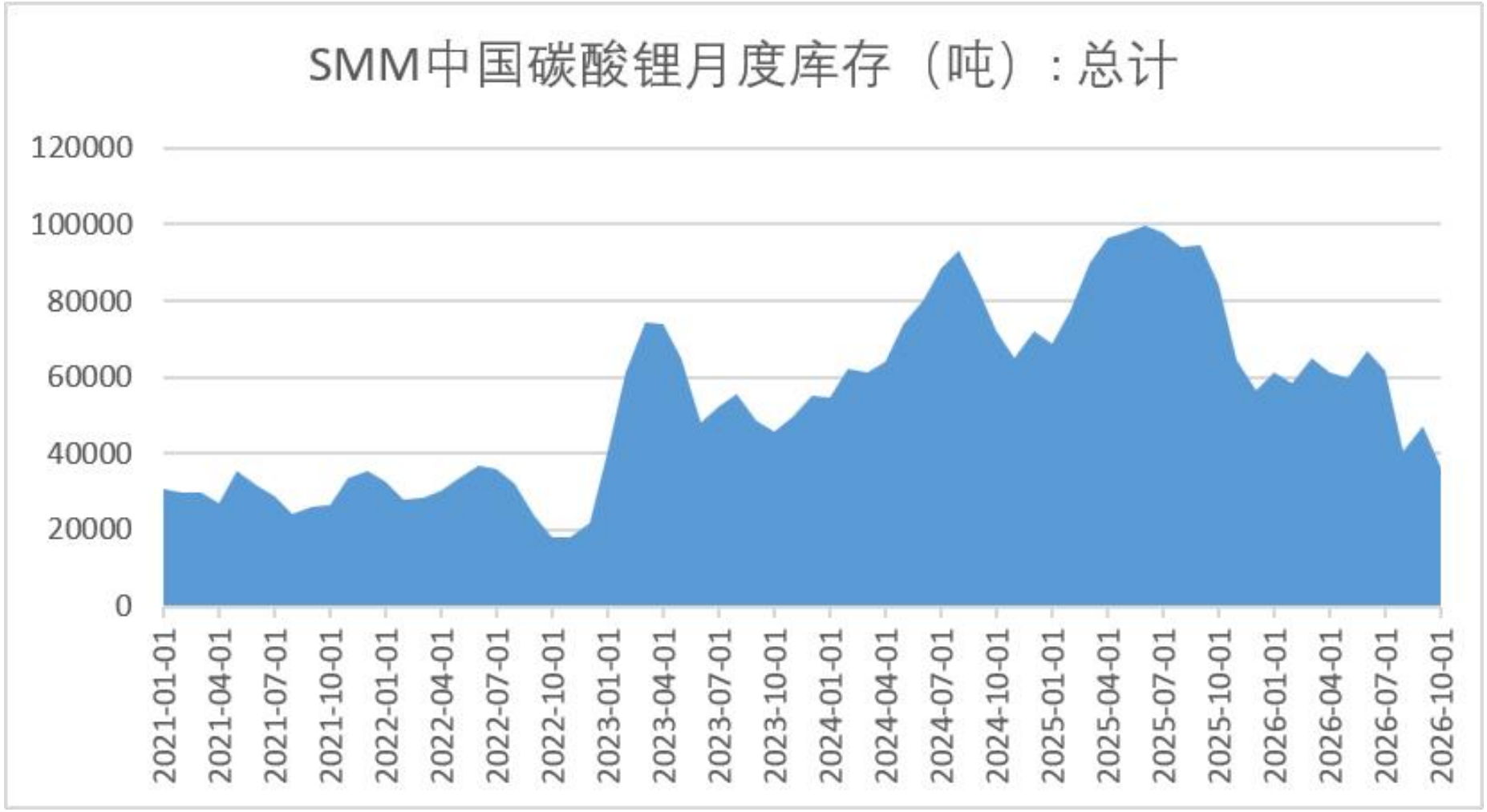


资料来源：wind，华安证券研究所

供需：中国锂云母扰动明显，储能对加息敏感，26年抢装或透支27年

- **价格降至偏低区间，部分产能进入亏损**：锂价处于偏低区间，部分高成本产能面临亏损。不同提锂路线成本存在明显分层，盐湖提锂具备显著成本优势，锂辉石、锂云母路线成本依次抬升；外购精矿与回收路线更容易出现成本倒挂、盈利承压。低位锂价会倒逼低效高成本产能退出，形成价格底部支撑；锂价若要上行，需要下游需求显著超预期来驱动。
- **供给侧中国锂云母产能扰动明显**。供给端国内锂云母供给节奏波动明显，短期受矿山合规、生产扰动影响供给收缩，后续随着矿山复产、项目爬坡，供给将迎来明显放量。
- **需求侧储能对利率敏感、26年有抢出口透支。**第一，利率敏感。储能是典型的久期资产，融资成本直接决定IRR。2026年10月以来市场对美联储12月加息概率预期升温，这对海外大储的边际影响大于动力电池。第二，抢出口透支。电池产品增值税出口退税自2026年4月1日起从9%降至6%，2027年起完全取消。
- **需求侧新能源汽车也有影响。**出口退税率自2027年4月1日起由13%下调至9%。政策过渡期集中抢出口，会把2027年的部分需求前移到2026年。

中国碳酸锂月度库存



资料来源：SMM，华安证券研究所

板块公司

证券代码	证券名称	净利润（亿元）			总市值（亿元）	PE	
		2025A	2026E	2027E		2026E	2027E
002460.SZ	赣锋锂业	16.1	54.8	42.7	717	13.1	16.8
002466.SZ	天齐锂业	4.6	64.8	65.9	565	8.7	8.6
002756.SZ	永兴材料	6.6	17.2	18.7	172	10.0	9.2
002738.SZ	中矿资源	4.6	19.6	24.0	242	12.3	10.1
000792.SZ	盐湖股份	84.8	115.2	127.5	1,134	9.8	8.9
002240.SZ	盛新锂能	-8.9	14.0	16.0	158	11.3	9.9
603799.SH	华友钴业	61.1	51.0	63.8	560	11.0	8.8
001203.SZ	大中矿业	7.4	7.7	16.4	243	31.3	14.8
000688.SZ	国城矿业	10.8	18.9	28.6	206	10.9	7.2
000408.SZ	藏格矿业	38.5	84.3	99.7	988	11.7	9.9
300390.SZ	天华新能	4.0	46.0	59.0	282	6.1	4.8

资料来源：wind，华安证券研究所

备注：股价截至2026/11/19收盘，26/27年利润为一致预算

钴：从预期到兑现到反弹，后续看政策端新预期

电解钴价格走势



预期阶段：政策管制→囤货→涨价

兑现阶段：囤货释放→降价

超跌反弹阶段：资金抄底

资料来源：wind，华安证券研究所

涨价（预期阶段备货）、降价（兑现阶段供给释放）、反弹（超跌后资金抄底）

- **涨价原因——备货：25年提前透支的备货就变成26年库存。**2025年2月，刚果（金）暂停钴产品出口，此后多次延长，9月公布配额细则，10月16日正式以年度出口配额替代全面禁令。政策路径是”禁令—延期—配额”三步走，每一步都比市场预期更紧，价格也随之跳涨。从价格形态看，2025年有三段上行：2—3月从16.35万元跳到24万元附近（禁令冲击）；8—10月从26.8万元拉到39.0万元（配额细则预期）；11—12月再上台阶至47.05万元（配额量低于预期的确认）。三段都对应政策信息，而不是需求数据。

- **降价原因——需求弱+货物到：预期兑现反而降价。资源国政策行情的共同规律，从增量信息变为存量事实，价格反而下降。**2026年1-5月，电解钴月度均价依次为45.2、43.1、43.1、41.6、42.7万元，价格在高位横盘而非继续上冲。原因有两层：一季度仍有实物紧张。刚果（金）配额到港滞后，冶炼厂原料库存低位，价格获得支撑。二季度开始松动的迹象出现。消费电子需求转弱、配额货源陆续到港，钴价环比回落，二季度金属钴均价环比-4.3%。这一段的性质是”预期兑现”：配额量已经明确，市场开始计算”9.66万吨到底够不够”，而不是继续交易”会不会更紧”。当政策从增量信息变成存量事实，价格就失去了上行动力。

- **反弹原因——资金抄底+消息刺激。**2026-10-30见21.00万元后，价格在11月连续跳升：11-03至23.95万元、11-06至24.10万元、11-09至26.00万元、11-13至28.50万元。10个交易日累计+35.7%。触发因素有四条，按证据强度排序：第一，刚果（金）矿山检查与配额约束扰动原料。第二，嘉能可供应收缩消息发酵，叠加贸易商超跌抄底收货。“资金抄底+消息”的连锁反应，而且市场普遍质疑其可持续性。第三，停产电解钴产线复产带来的阶段性补库。这是需求侧唯一的技术性买盘，并不是终端消费回暖。第四，对11月底刚果（金）配额决定的博弈。

钴价大幅下跌和刚果金出口管制矛盾，符合预期兑现规律

- **价格：钴价在2026年超预期下跌。**供给被政策削减50%以上，但价格却从高点跌去四成以上。刚果（金）2026、2027年出口配额各96,600吨，仅相当于2024年产量的约48%；尽管原生钴供给被显著约束，但钴价并未走强，反而大幅回落，后续虽有阶段性反弹，但整体距离年内高点仍有明显跌幅。
- **供给：回收钴+伴生钴弥补部分供给，同时库存释放。**回收钴在原料中的占比从2025年一季度的13%升到2026年二季度的34%；印尼湿法镍伴生钴持续提供增量。
- **需求：需求端承压是钴价走弱的核心原因。**消费电子需求低迷，钴酸锂需求走弱、量价承压；三元材料产量虽然保持增长，但高镍路线持续普及，单位产品钴耗不断下降，呈现“三元放量、钴需求不增”的特征。叠加智能手机出货预期下调，全年全球钴需求偏弱。

板块公司

证券代码	证券名称	净利润（亿元）			总市值（亿元）	PE	
		2025A	2026E	2027E		2026E	2027E
301219.SZ	腾远钴业	11.1	9.9	11.7	112	11.4	9.6
603993.SH	洛阳钼业	203.4	320.9	345.9	2,544	7.9	7.4
001246.SZ	力勤资源	28.6	35.9	35.9	444	12.4	12.4
603799.SH	华友钴业	61.1	51.0	64.0	560	11.0	8.8

资料来源：wind，华安证券研究所

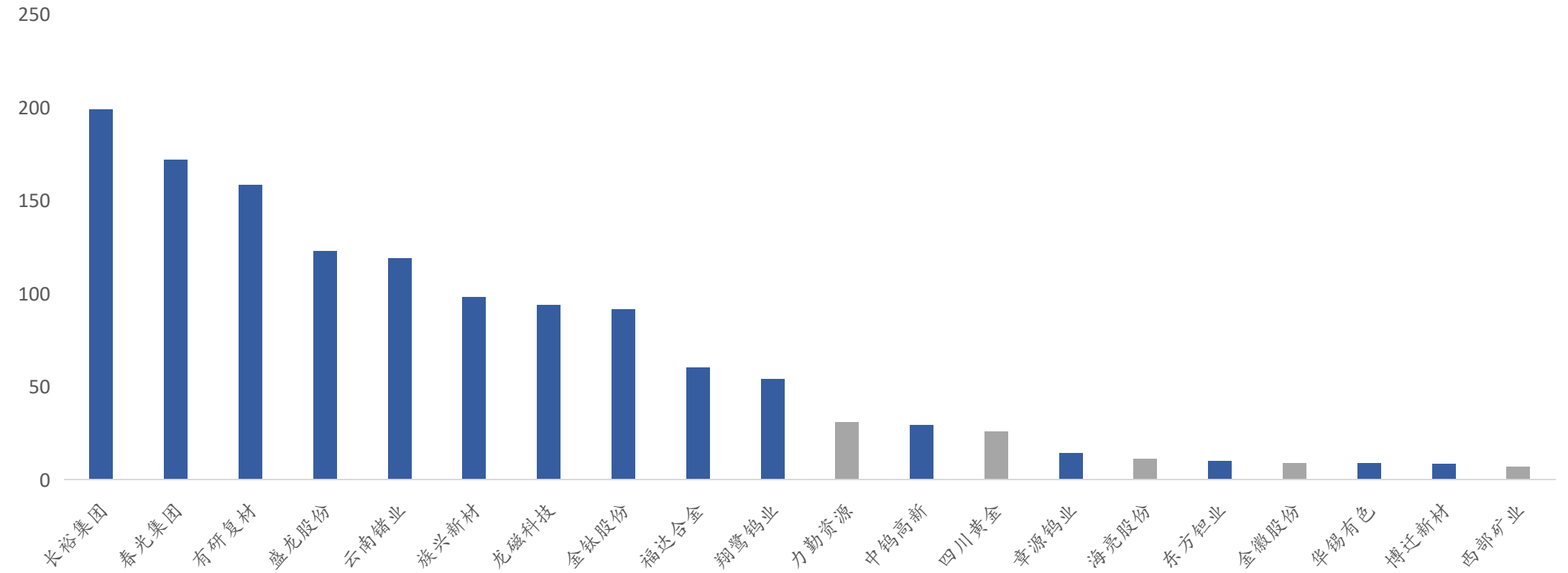
备注：股价截至2026/11/19收盘，26/27年利润为一致预算

小金属：供给扰动叠加战略属性与新兴需求，稀缺性凸显

2026年有色行业涨幅高度集中于小金属及金属新材料方向

- **小金属与金属新材料构成有色板块最强主线。**根据iFind数据，2026年1-10月申万一级有色行业涨幅前20标的高度集中于小金属及金属新材料方向。细分覆盖锗、钨、钼、钛、钽、镍钴等小金属品种，以及金属新材料品类。

2026年1-10月申万一级有色行业涨幅前20标的（单位：%）



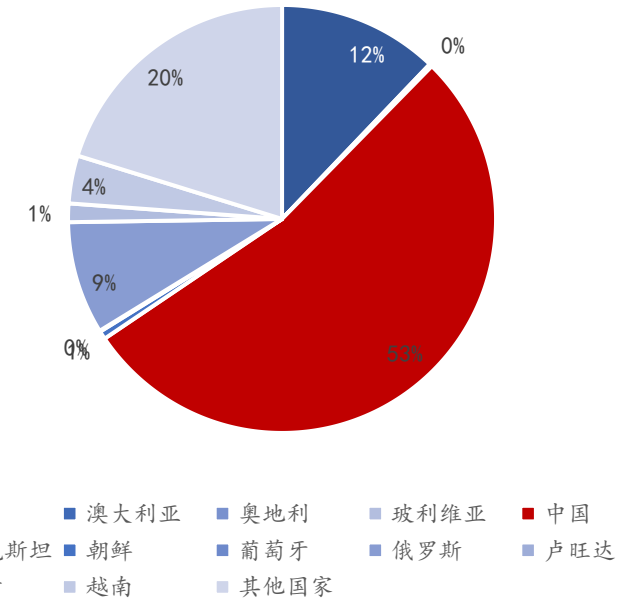
注：蓝色底纹为小金属及金属新材料，灰色底纹为工业/贵金属标的

资料来源：iFind，华安证券研究所

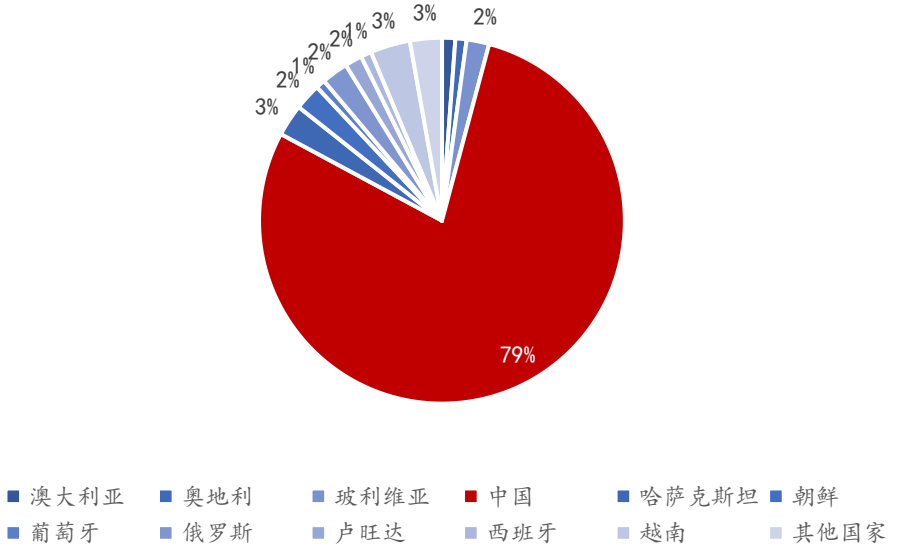
钨：储量产量双主导，中国掌控全球钨资源命脉

- 全球钨资源分布呈现出高度集中的格局，中国在储量和产量上均占据绝对主导地位。2025 年数据显示，中国钨矿储量占全球总量的 59%，而产量占比更是高达 79%，产量占比远高于储量占比，中国是全球钨资源的核心供应国。

2025年全球钨矿储量占比情况



2025年全球钨矿产量占比情况

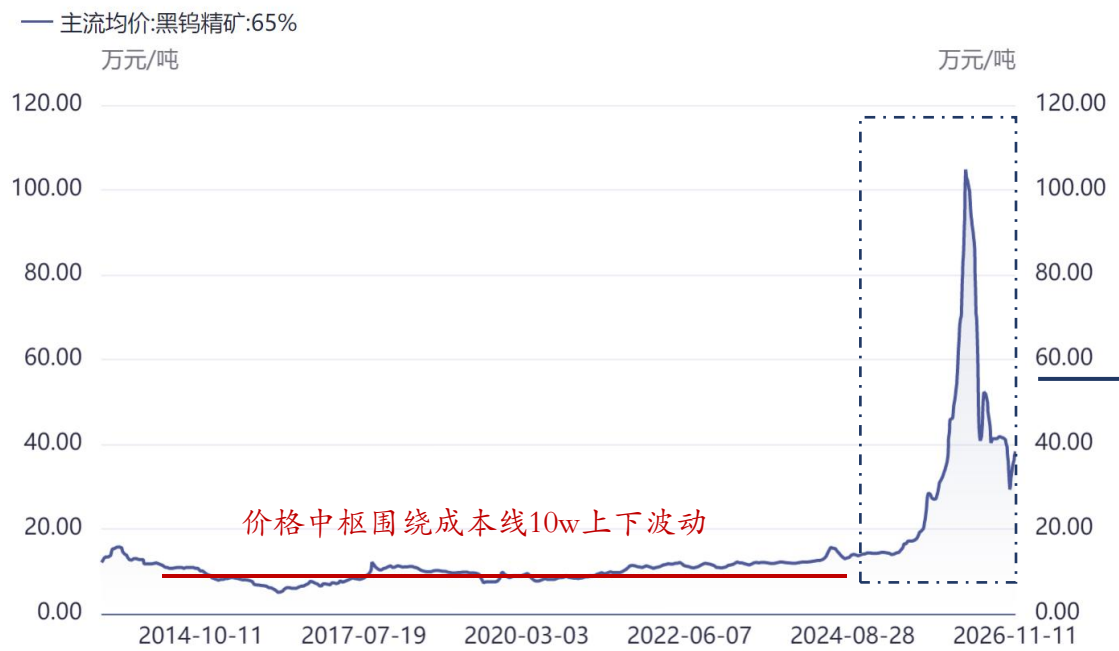


资料来源：USGS，华安证券研究所

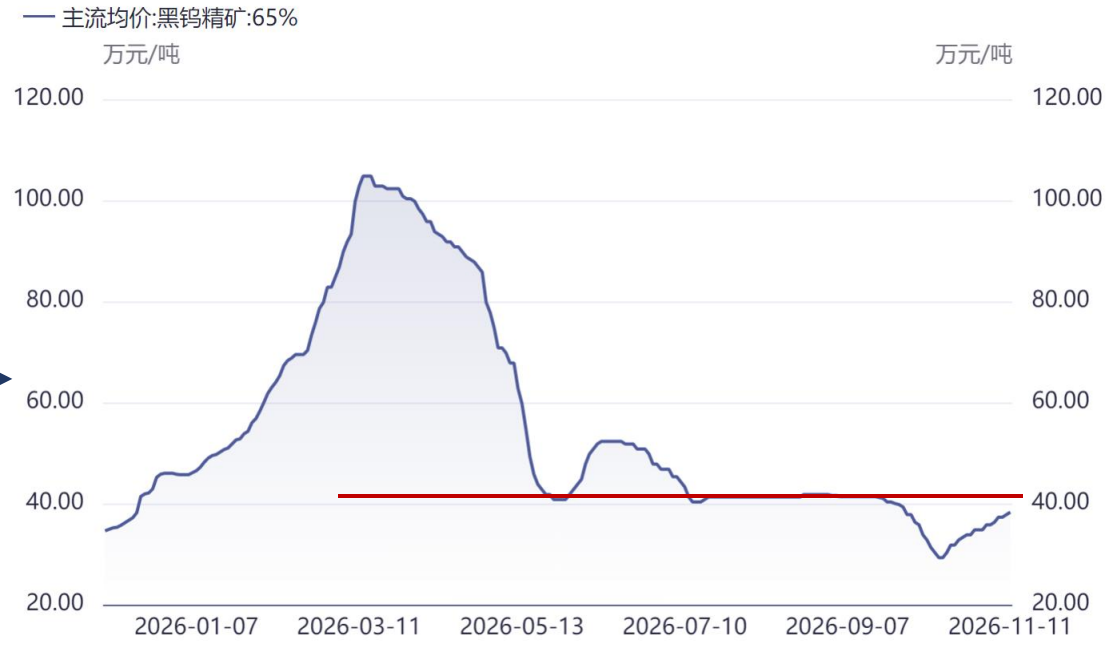
钨：海外新增供给扰动有限，矿端挺价形成价格底部强支撑

- **2024-2025年之前：**钨价价格中枢平均在10w元价位上下波动。接近开采成本价。
- **2025年上半年：**从14.-15w起步，出口管制预期首次发酵，期间三次回调幅度均在6%以内。
- **2025年末-2026年3月：**管制落地叠加惜售囤货，3月冲至104.5万元/标吨，较2025年初涨633%，创历史新高。
- **2026年4月-2026年9月：**1）高价抑制成交，需求延后；2）废钨大量抛售，库存出清；3）囤货与投机资金获利了结；4）国内淡季与海外夏休。多重因素共振，钨精矿价格最大回撤60%。两次探底在40w附近位置。
- **2026年10月至今：**10月初跌破30w，供给端进口钨矿大幅放量，需求端疲软，冶炼厂加大抛压等多重因素导致钨矿价格急剧下跌。自10月中下旬起，钨价反弹，市场情绪有所缓和。

主流均价:黑钨精矿:65%



主流均价:黑钨精矿:65%



资料来源：iFind，华安证券研究所

钨：关注产业链一体化企业

- **钨价重回上行通道，悲观预期已被充分计入。**1）供给端受国内开采总量指标收紧与原矿品位下滑双重约束，供给刚性强于以往。2）出口管制切割全球贸易流，巴库塔矿石承运回国、Sangdong产能由美国经销商全额包销，海外增量难以进入自由流通市场，钨已具战略筹码属性。3）AI 算力扩张打开新增需求，下游结构由“工程机械+机床”向“电子+半导体”迁移。当供给刚性、地缘溢价与成长属性三重叠加，钨的合理定价不应再锚定历史周期中枢，将逐步转向“战略资源与高端制造”的双重定价体系。

	涨跌幅情况(%)			归母净利润（亿元）		PE		EPS（元）	
	年初至今	近 3 个月	近 1 个月	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
中钨高新	29.23	-27.67	-45.58	42.09	50.09	17.79	14.95	1.85	2.20
厦门钨业	-19.56	-29.80	-38.74	43.89	52.16	11.14	9.37	2.76	3.29
章源钨业	14.17	-27.14	-36.81	11.10	11.62	16.39	15.65	0.92	0.97
江钨装备	57.89	-4.84	-37.40	0.74	0.88	146.49	122.47	0.08	0.09
翔鹭钨业	53.87	-24.73	-42.82	/	/	/	/	/	/
佳鑫国际资源	-22.61	-34.53	-42.54	24.94	34.68	5.00	3.59	5.47	7.61

注：涨跌幅股价截至2026/10/31收盘；2026E-2027E的归母净利润、PE、EPS均为iFind一致预测，截至2026/11/20

资料来源：iFind，华安证券研究所

锡：供给扰动驱动价格三级跳，金融属性拉大锡价波动

- 2020-2022年：现货价自 2020 年初13.5万元/吨起步，在疫情后全球流动性宽松与电子需求复苏带动下持续上行，2021年末升至30万元/吨附近，两年涨幅超过一倍，为2022年的历史级行情蓄势。
- 2022年-2023年上半年：因美联储激进加息与消费电子去库存，锡价大幅回落。
- 2023年下半年-2025年：2023年8月缅甸佤邦宣布全面停产，供给端扰动取代需求成为定价主线。2024年价格中枢持续上行，驱动来自印尼打击非法采矿、刚果金 Bisie 地缘扰动与缅甸复产不及预期三重共振。
- **2026年以来：波动率显著放大，全年走出三峰一谷。2026 年的高点与回撤均由金融属性而非商品供需驱动，锡已成为有色金属中与费城半导体指数相关性最高的品种。**



数据来源：同花顺iFinD



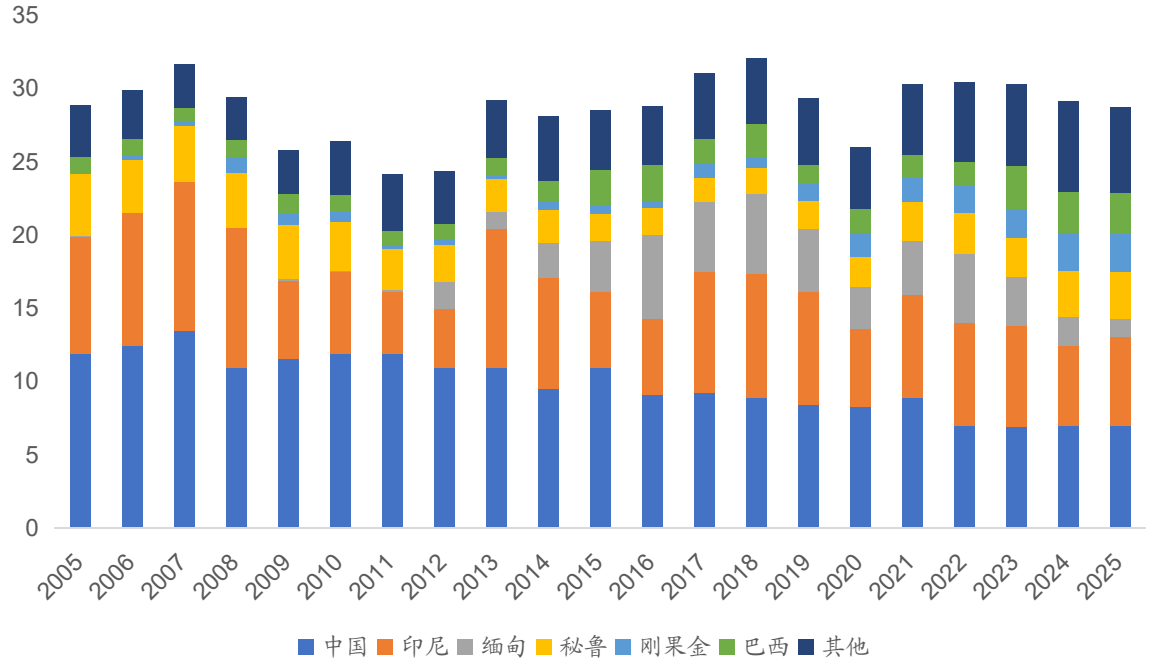
数据来源：同花顺iFinD

资料来源：iFind，华安证券研究所

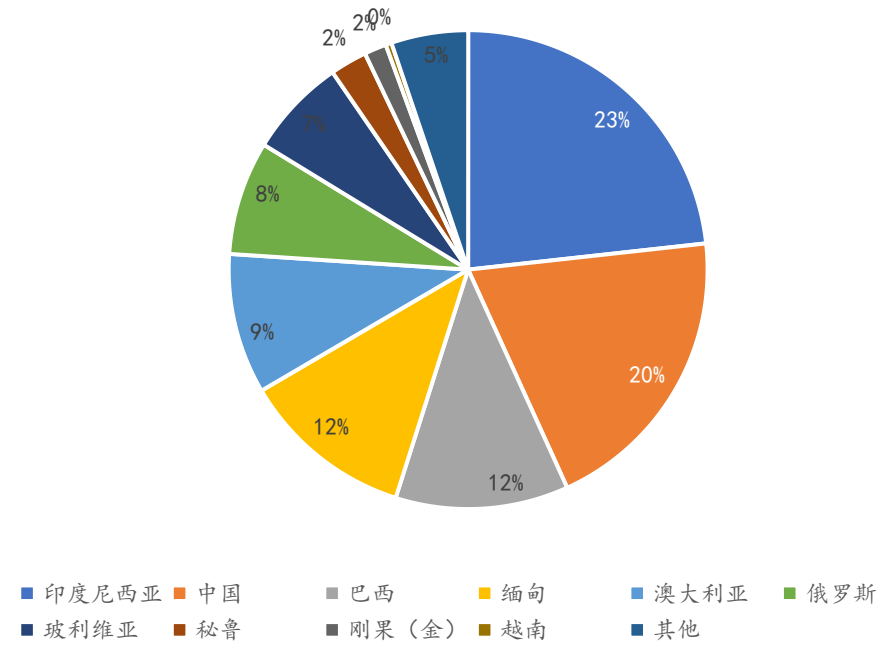
锡：储量格局多极分散，供给弹性主要来自多国产能与政策扰动

- **全球锡资源分布呈多极格局。**根据USGS，全球锡矿储量不低于 600 万吨，印度尼西亚以 140 万吨居首（占 23.3%），中国 120 万吨次之（占 20.0%），巴西与缅甸均为 70 万吨（各占 11.7%），澳大利亚 57 万吨（9.5%）、俄罗斯 46 万吨（7.7%）、玻利维亚 40 万吨（6.7%）紧随其后。
- **产量端集中度略高但依然分散。**2025 年全球锡矿产量约 29.0 万吨，中国 7.1 万吨（占 24.4%）、印度尼西亚 6.1 万吨（占 21.0%）、秘鲁 3.3 万吨（占 11.4%）、巴西 2.8 万吨（9.6%）、刚果金 2.7 万吨（9.3%），缅甸与澳大利亚各 1.2 万吨。中国虽仍为最大生产国，但缺乏钨那样的定价主导力，锡的供给弹性主要来自多国产能与政策扰动，而非单一国家的指标调节。

全球锡矿产量情况（万吨）



全球锡矿储量分布（2025）



资料来源：USGS，华安证券研究所

锡：供需缺口确定，估值已回撤，关注左侧布局机会

- **2027年预计仍以供给端变化为主，需求端存在较多不确定性。**供给端，目前几个主要的锡矿产区都存在一定程度限制，2027年全球预计新产能投放，但能否如期兑现仍需追踪。需求端，AI产业升级为长逻辑，但2027年需求增量需要进一步追踪。
- 近三个月，股价跌幅远大于锡价跌幅。锡价近三个月跌-11.1%，锡业股份与兴业银锡跌超40%，一定程度已体现2027价格回落预期。

标的	PE-TTM	PB	总市值	年初至今（%）	近1年（%）	近3个月（%）	净利润2026E	净利润2027E
锡业股份	13.73 倍	1.67 倍	342 亿元	-18.69	-33.52	-37.36	35.5610	39.4024
兴业银锡	14.72 倍	3.63 倍	352 亿元	-35.28	-27.55	-42.18	35.5973	40.7027
华锡有色	23.63 倍	5.13 倍	283 亿元	8.52	1.19	-12.94	12.7683	15.2697

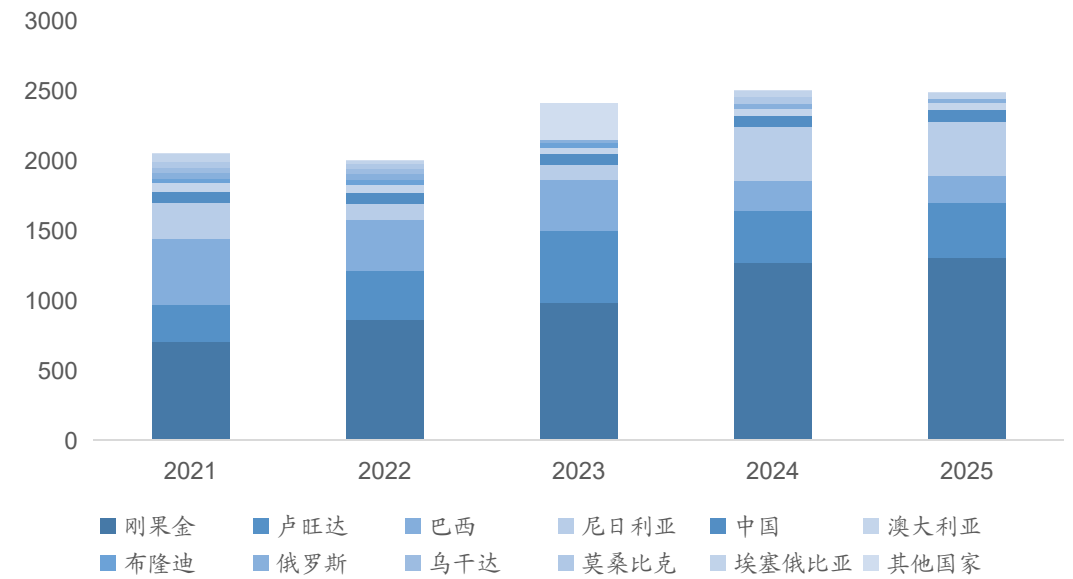
注：涨跌幅股价截至2026/10/31收盘；2026E-2027E的净利润为iFind一致预测，以及总市值、PE-TTM均截至2026/11/19

资料来源：iFind，华安证券研究所

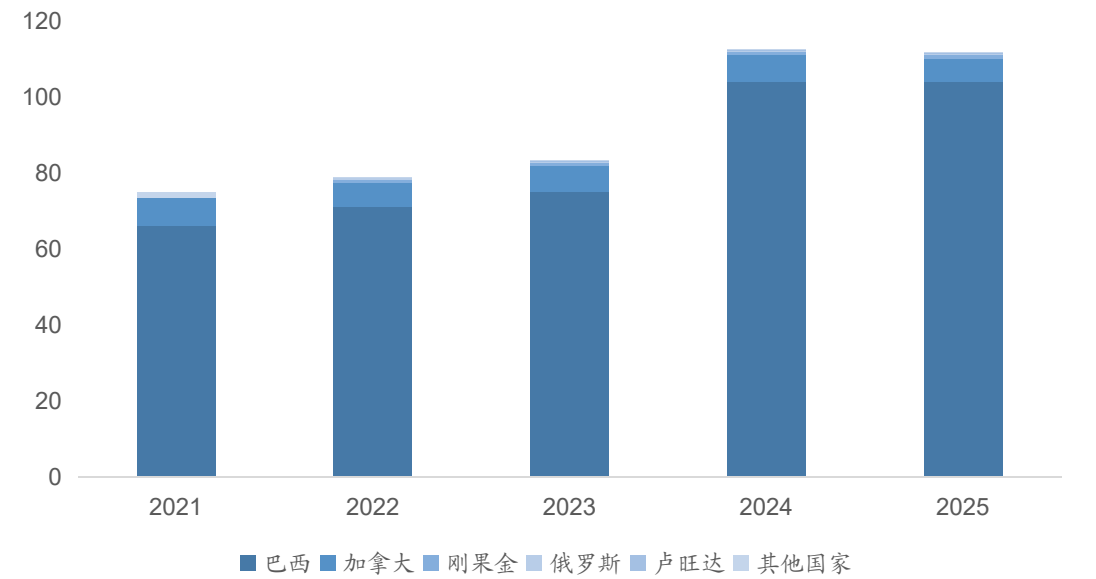
钽铌：全球资源分布高度集中，主要集中于非洲国家

- **钽和铌在自然界中常以共生、伴生矿物的形式存在，不会以自由金属的形式产出。**钽和铌在自然界中易与铀、钍、稀土、钛、锆和钨等元素发生类质同像作用，含铌钽的矿物达到 44 种，难以分类，其中最主要的是铌铁矿族矿物与烧绿石族矿物。
- **全球钽铌资源分布高度集中。**1）近几年全球钽金属的年产量均保持在2400-2500t，主要集中于刚果金、卢旺达、尼日利亚、巴西等国，占据全球总产量超90%。澳大利亚虽有丰富的钽矿资源，但2007年全球最大的钽供应商Sons of Gwalia破产，钽矿的主要产地逐步转移至刚果金和卢旺达等非洲国家。2）巴西的铌资源储量在全球资源中占据极其重要位置，同时近几年铌产量保持稳步增长。2025年全球铌产量约111.63kt，其中巴西年产量约104kt，其次为加拿大年产量6kt。

2021-2025年全球钽主要供给国家产量（t）



2021-2025年全球铌主要供给国家产量（kt）



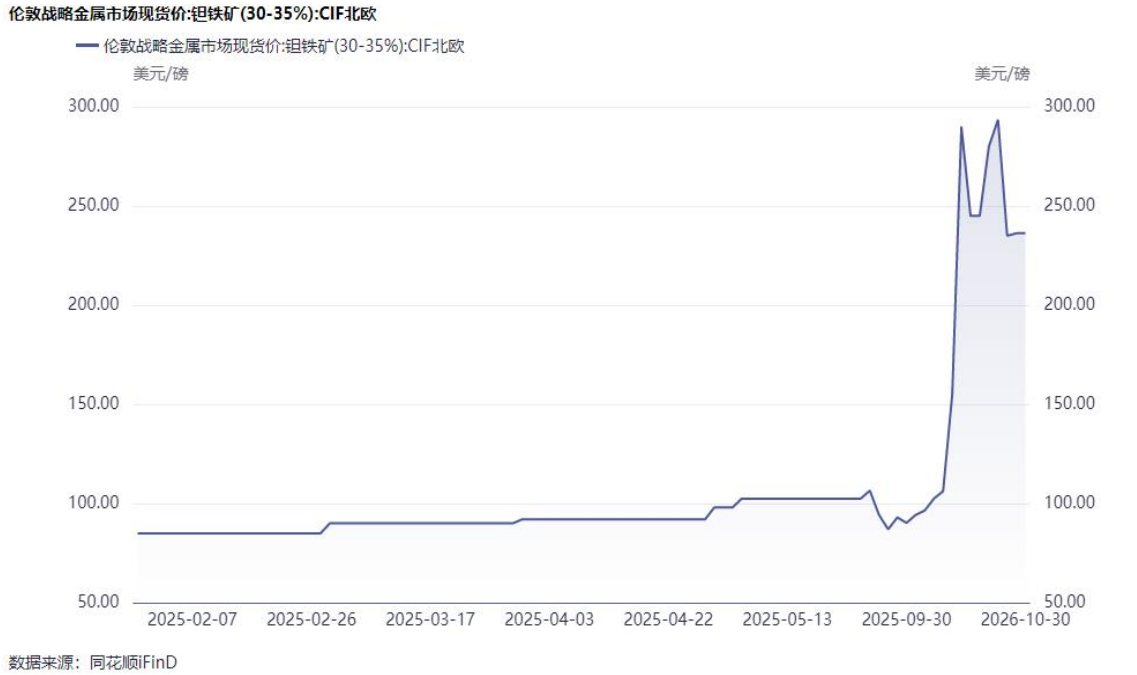
注：2024年刚果金的钽产量数据根据政府报告进行了大幅修订

资料来源：USGS，华安证券研究所

钽铌：钽价受刚果金矿区坍塌影响价格陡升，铌价相对稳定

- **26年2月刚果金东部矿区发生坍塌，钽价此后价格大幅上行。**2026年1月末，刚果（金）东部北基伍省鲁巴亚钶钽矿区因持续性强降雨引发山体滑坡，造成巷道塌方并全面暂停采矿作业。该矿区作为全球钽原料供应链核心节点，产量占全球钽总供应量15%以上，此次停产直接引发全球钽市场供给端实质性收缩的担忧。根据商务部数据，2026年2月、3月钽铁矿价格环比大幅提升，2月钽铁矿价格约154.98美元/磅，环比提价46%。3月钽铁矿价格约289.97美元/磅，环比提升87%。
- **国内铌价偏高位震荡。**根据国家金属网数据，2026年以来，铌价虽未如钽价大幅上行，但月度间均在650元/千克以上的价格区间震荡，此价格区间也是近十年间偏高位。

2025年-2026年11月钽铁矿价格走势（美元/磅）



国内铌价走势（元/千克）



资料来源：iFind，商务部，国家金属网，华安证券研究所

钽铌：上市标的稀缺，估值差异大，2027年关注公司产能、矿端进展情况

- 钽是2026年小金属中AI属性最强的小金属。2026年因刚果金供给端收缩、需求端AI产业大幅放量、收储等多重因素共振，钽价、钽标的业绩与估值大幅上行。看2027年供给端目前无大规模扩产预期，矿区扰动预计不会快速缓减。预计价格将维持高位震荡。
- 铌供给端多与钽伴生，矿端集中度较高，据安泰科统计，2025-2027年全球铌矿供应维持稳定、没有新增项目；已公布的可研项目中，马拉维Kanyika与美国Elk Creek稀土伴生铌矿将在2028—2030年陆续投产，年新增量合计约6,000吨、仅占2025年全球供应的5.4%，影响有限。需求端，钢铁工业占比达90%，预计难以增长。非钢领域，高温合金、超导、薄膜铌酸锂等应用领域预计将持续增长，但绝对值增量有限。预计2027年将延续2026年走势。

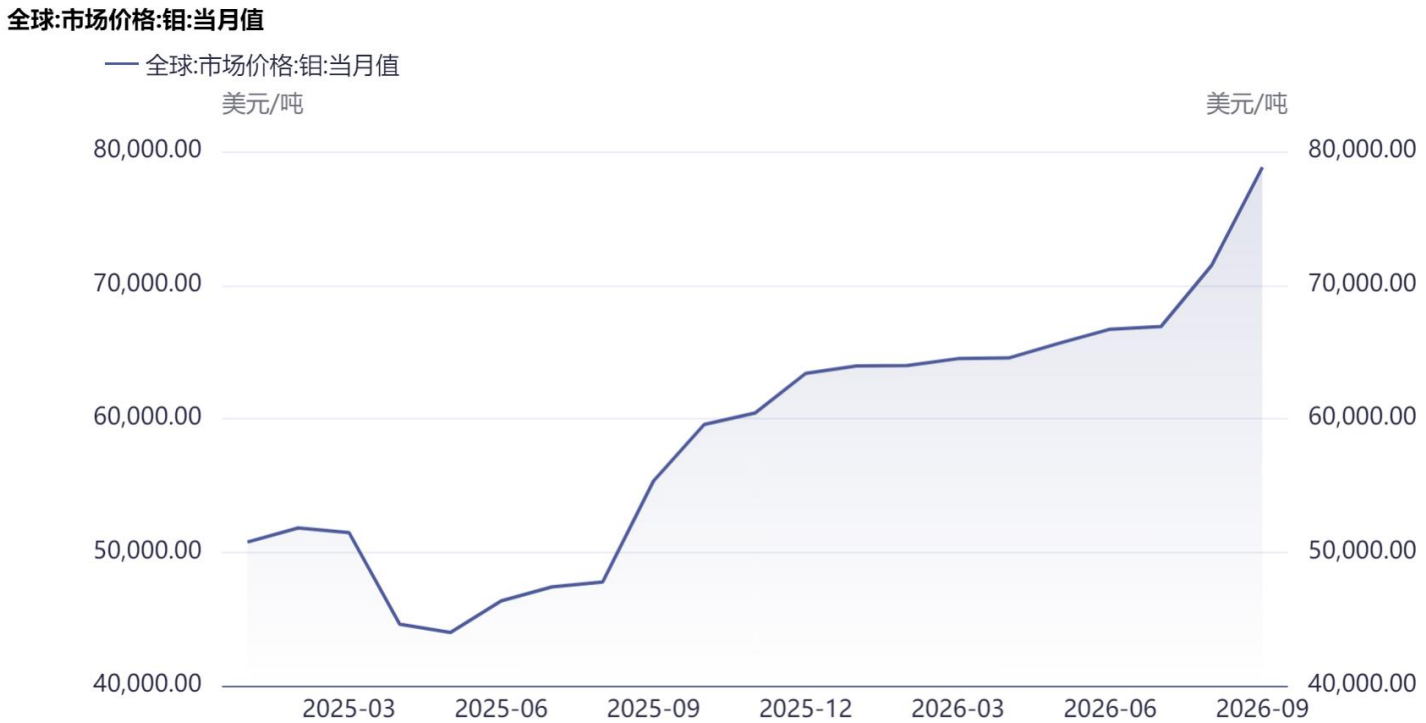
标的	代码	PE-TTM	市值	备注
东方钽业	000962.SZ	58倍	174亿元	钽铌全产业链布局，偏科技股定价。2027年关注冶炼产能扩产进度。
稀美资源	09936.HK	12倍	36亿港元	港股流动性折价较高，估值已处历史低分位。关注产能扩产进度、矿端收购进展情况及业绩持续性。

注：总市值、PE-TTM均截至2026/11/19

资料来源：iFind，华安证券研究所

钼：缺口定价超越周期，全球价格中枢抬升

- 2025年9月前：钼价多为需求驱动供给端的铜矿副产保持稳定，钼价随下游需求淡旺季响应波动。
- 2025年9月至今：供给三重收缩主导，中枢由4.8万抬升至6.7万美元/吨，标志定价逻辑由需求驱动切换为供给驱动。驱动力来自供给端的三重收缩——中国河南、安徽安监趋严导致产量失速，智利铜矿副产同比下滑，以及出口管制预期下贸易商与钢厂的提前备库。得益于缺口定价而非流动性宽松，钼价在该阶段与钢铁景气度出现明显脱钩。



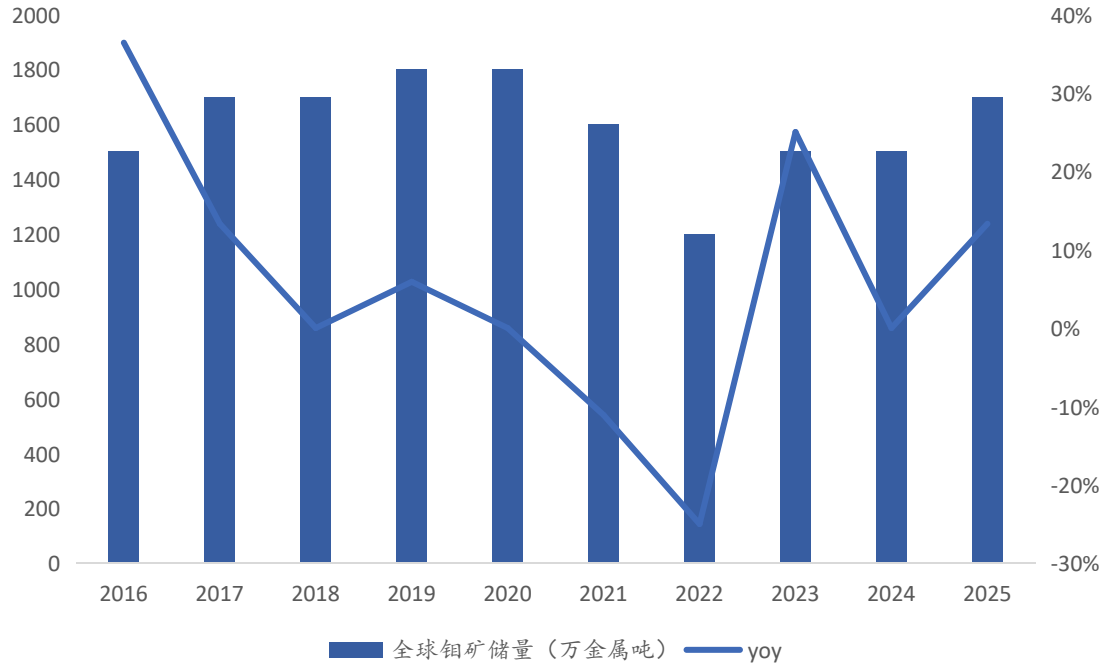
数据来源：同花顺iFinD

资料来源：iFind，华安证券研究所

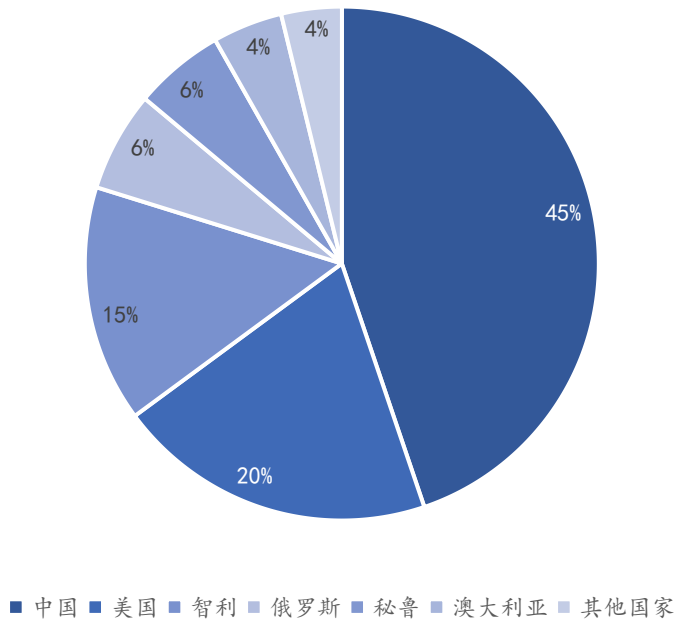
钼：中国为钼矿储量核心

- 根据 USGS 数据，2025 年全球钼金属储量 1,700 万吨，同比增长 13.3%。
- 储量分布高度集中：中国 780 万吨、占 44.8%，美国 350 万吨、占 20.1%，智利 260 万吨、占 14.9%，俄罗斯 110 万吨、占 6.3%，秘鲁 100 万吨、占 5.7%，四国合计约占 88%。

2016年-2025年全球钼矿储量情况



2025年全球钼矿储量分布



资料来源：USGS，华安证券研究所

钼：纯钼标的稀缺，资源自给率与产能弹性构筑盈利护城河

➢ 从目前钼相关标的看，估值已较具性价比。

	金钼股份	盛龙股份	国城矿业	洛阳钼业
代码	601958.SH	001257.SZ	000688.SZ	603993.SH
钼业务构成（2025）	钼炉料 90.51 亿、钼化工 17.72 亿、钼金属 21.93 亿	钼精矿 23.76 亿、钼铁 10.65 亿、氧化钼 0.48 亿	钼精矿 24.40 亿	钼相关产品63.30亿
钼业务毛利率（2025）	钼炉料 39.74%、钼化工 43.97%、钼金属 46.94%	钼精矿 51.37%、钼铁 47.36%、氧化钼 53.39%	钼精矿 70.33%	钼相关39.65%
综合毛利率（2025）	41.13%	48.21%	40.24%	23.93%
PE-TTM	13.56倍	28.34倍	13.54倍	8.63倍
2027E 归母净利润	49.75亿元	/	29.42亿元	369.68亿元
2027E PE	10.60x	/	7.25x	7.27x
近 1 年涨跌	+0.90%	+122.63%	-31.98	-31.75

注：涨跌幅股价截至2026/10/31收盘；2027E的归母净利润及PE为iFind一致预测，截至2026/11/19

资料来源：iFind，华安证券研究所

风险提示

- **美联储加息超预期：** 有色金属具有较强金融属性，美元流动性和利率水平直接影响金属定价与估值。若美联储加息幅度或节奏超预期，美元走强、融资成本上升，将压制金属价格及下游需求预期，尤其对储能等利率敏感的久期资产冲击更为明显。

- **下游需求不及预期：** 行业景气度高度依赖新能源车、储能、消费电子等终端领域。若终端消费复苏乏力、出货低于预期，或高镍化等技术路线改变单位金属用量，将导致金属需求增速放缓、库存累积，进而拖累价格与企业盈利。

- **海外政策不确定性：** 海外资源国政策变动、贸易摩擦及出口管制（如刚果（金）钴配额、关税与出口退税调整）会扰动全球供应链，造成货源紧张或价格剧烈波动。地缘冲突与政策反复也可能影响矿权、运输和投资回报的稳定性。

- **矿山安全及环保风险：** 矿山开采与冶炼加工受安全生产、环保排放及能耗双控等监管约束趋严影响，事故、限产或环保整改可能导致产能收缩、成本上升和供给扰动。

谢谢！

欢迎联系华安金属新材料团队：
许勇其/牛义杰/黄玺/杨馥瑗

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。