国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 25 日

有色金属行业研究

买入（维持评级）

行业年度报告

证券研究报告

金属材料组

分析师：金云涛（执业 S1130525030002）
jinyuntao@gjzq.com.cn

分析师：王钦扬（执业 S1130523120001）
wangqinyang@gjzq.com.cn

分析师：吴晋恺（执业 S1130526010001）
wujinkai@gjzq.com.cn

联系人：黄泽浩
huangzehao@gjzq.com.cn

联系人：覃雨阳
qinyuyang@gjzq.com.cn

联系人：邱铄凯
qiushuokai@gjzq.com.cn

联系人：宁柯
ningke@gjzq.com.cn

金属行业 2027 年度策略：资源为锚，静待起潮

投资逻辑

■ 铜：预计 2027 年铜供给仍然偏紧，看好铜价修复。2026 年主要矿企产量下滑延续至三季度，矿端紧张已通过加工费和原料库存向冶炼环节传导。展望 2027 年，我们预计铜矿和冶炼环节的供给约束仍将延续，看好铜价修复。

■ 铝：红利属性有望凸显。权益市场已隐含铝价悲观预期，27 年及之后供给端由海外扩张主导，供给响应速度慢、易反复，需求端韧性有望超预期，且全球低库存，铝价中枢有望维持在 2 万，建议关注成本左侧标的。

■ 金：周期性逆风，但结构性驱动依旧。美国高赤字率等带来对美元信用的担忧，将继续驱动央行购金，对金价形成结构性支撑。加息预期与高实际利率带来强美元，周期性压制金价，27 年有望反转，再次与结构性因素共振。

■ 银：供需缺口延续，看好银价后续弹性。若黄金走强，有望为银价提供支撑；同时白银较高的价格弹性有望推动金银比向历史中枢回落，银价有望取得更大涨幅。

■ 锂：供给周期&需求周期的碰撞。1）2026H1 随着需求端预期兑现，矿端出口及权证审批扰动抬升原料保障风险，推动价格上行。2）2026H2 核心锂电库存及需求延续性问题，供给端增量项目逐渐进入放量期，锂价承压下行。

■ 稀土：供改主线进一步强化。矿端、回收、冶炼多环节整合推进；出口管制延续，稀土战略地位持续提升。稀土磁材出口景气延续，管制暂停窗口期有望再迎阶段性抢出口行情，继续看好稀土价格。

■ 钼：高端制造景气延续、能化投资回暖，带动国内钼铁钢招需求及进口增长。钼价或在需求景气延续下持续新高。

■ 锡：基本面坚挺，宏观改善后或迎布局机会。缅甸复产进度持续不及预期，印尼政策约束产量弹性。全球库存处于低位，若未来宏观流动性回补，锡价有望重拾升势。

■ 钨：国产替代或迎良机，资源蓄势待涨。美国废钨出口限制落地，国内钨材产业链及钨价有望受益。全球钨供给增量有限；PCB 钻针、六氟化钨等新兴应用有望持续放量，带动供需缺口进一步扩大，支撑钨价中枢回升。

■ 铀：全球核能扩张，中长期景气可期。全球核电建设推进有望带动中长期铀需求增长，矿山供给释放节奏偏后，铀稀缺性与供给安全溢价有望强化，铀价中长期表现可期。

■ 钽：供给扰动与 AI 需求共振。全球钽资源供给集中度高、供给扰动频发，AI 服务器、先进半导体制造发展有望持续拉动钽电容、钽靶材等领域需求增长。钽有望由供给驱动转向供需共振，推动钽价中枢进一步上移。

■ 锆：复合氧化锆迎国产替代机遇。原料价格支撑强，叠加需求增长与国产替代加速，复合氧化锆景气度有望提升。

■ 锑：静待出口转向。锑出口较管制前仍有较大差距；光伏玻璃、阻燃剂等需求改善，静待供需共振带动内外同涨。

■ 黑色：西芒杜放量利于降本，出口转弱需减产。西芒杜北段第二条产线已投产，南段发运逐季增加。随着低成本矿进入市场，满足同等铁水需求所需的高成本矿减少，矿价的成本支撑随之下移。若 2027 年钢材出口转弱，钢厂需随订单减产。

风险提示

终端需求不及预期风险；供给释放超预期风险；海外货币政策及汇率波动风险；贸易政策与地缘局势变化风险。

内容目录

一、工业金属 7
1.1 铜：2027 年铜供给仍然偏紧，看好铜价修复 7
1.2 铝：红利属性有望凸显 14
二、贵金属 19
2.1 金：结构性驱动依旧，等待周期性共振，板块赔率较大 19
2.2 银：供需缺口延续，看好银价后续弹性 23
三、能源金属 25
3.1 锂：供给周期&需求周期的碰撞，价格大幅上涨 25
四、稀土及小金属 29
4.1 稀土：供改主线进一步强化 29
4.2 钼：能化、制造景气延续，钼价有望新高 31
4.3 锡：基本面坚挺，宏观改善后或迎布局机会 32
4.4 钨：国产替代或迎良机，资源蓄势待涨 34
4.5 铀：全球核能扩张，中长期景气可期 35
4.6 钽：供给扰动与 AI 需求共振 37
4.7 锆：复合氧化锆迎国产替代机遇 40
4.8 锑：静待出口转向 41
五、黑色金属 43
5.1 原料：铁矿成本支撑有望下移，焦煤集中补库易推高煤价 43
5.2 供给：钢厂亏损减产，常规新建项目须减量置换 46
5.3 需求：地产用钢收缩，基建和制造业出口提供支撑 49
5.4 投资建议与估值：盈利转正且水平相同时，起始吨钢市值越低，潜在回报越高 52
风险提示 53

图表目录

图表 1： 全球铜企三季度产量环比-1.9%，同比-3.3%（共 45 家） 7
图表 2： 2026 年 9 月智利铜产量同比-15.1% 8
图表 3： 2026 年 8 月秘鲁铜产量同比-5.0% 8
图表 4： 2026 年 50 大矿企中合计 16 家上调资本开支，其中 4 家用于新增铜供给 9
图表 5： 全球矿产铜产量预测（万吨） 11
图表 6： 2026 年前 10 月中国电解铜产量增速下滑 11
图表 7： 中国铜粗炼加工费下探至 242 美元/吨 11

图表 8： 国内铜精矿库存持续去化 12
图表 9： 国内粗铜库存回升 12
图表 10： 2026 年 1-8 月全球铜表观需求同比+3.77% 12
图表 11： 中国 2026 年前 10 月表需同比-2%，实际需求同比-4% 12
图表 12： 中国 2026 年前 10 月铜制品出口同比-1%，空调汽车贡献主要增量 13
图表 13： 11 月美国铜库存增长至 97.44 万吨 14
图表 14： 11 月 CL 价差震荡收窄 14
图表 15： 26 年 1-9 月，铝土矿进口数量增长较多 15
图表 16： 海外铝土矿 CIF 价格目前稳定在 71 美元/干吨 15
图表 17： 氧化铝库存持续走高，反应供应依旧相对过剩 15
图表 18： 氧化铝价格已回落至内陆高成本地区的现金成本 15
图表 19： 铝价走势—26 年冲高回落 16
图表 20： 26 年吨铝的税前利润来到历史高位 16
图表 21： 海外供应变化较快，是铝价的因变量 16
图表 22： 26-28 年海外电解铝产量增量预测（万吨） 16
图表 23： 海外电解铝在建及拟建项目（万吨），远期供给压力压制板块估值 16
图表 24： 26H1 光伏大幅下滑，26Q3 低基数上恢复增长 18
图表 25： 中国铝材出口 10 月环比回落引发市场担心 18
图表 26： 精废价差来到历史底部，刺激原铝替代废铝 18
图表 27： 26 年国内再生铝产量持续承压 18
图表 28： 中国铝锭社会库存已来到近年最低（万吨） 18
图表 29： 海外铝显性库存—历史 10 年底部（万吨） 18
图表 30： 铜铝比来到近 10 年高位，刺激铝代铜的需求 19
图表 31： 铝的进口利润承压，进口主要靠俄罗斯 19
图表 32： 26 年黄金在年初冲高后大幅回落 19
图表 33： 26 年美元指数震荡走强，压制金价 19
图表 34： 26 年 9 月加息之后，点阵图预计还有 3 次加息 20
图表 35： 26 年期货市场净多头 1 月冲高回落 20
图表 36： 美伊冲突后，26 年 3 月和 6 月 ETF 巨额流出 20
图表 37： 实际利率高位压制金价 20
图表 38： 美国失业率走低至 4.1%，是鹰派的前提 20
图表 39： 新增非农相较 22 年连续加息，处于弱均衡 20
图表 40： 26 年 9 月核心 PCE 3.1%，远高于 2%目标 21
图表 41： 近期油价回落至 90 美元出头 21
图表 42： 美国工资增速处于低位，二次通胀风险低 21

图表 43： 消费韧性来自于储蓄的消耗，或随预期下修而变化 21
图表 44： 美国消费者信心处于低位 21
图表 45： 美国当前经济强劲主要是消费韧性和 AI 投资驱动 21
图表 46： 美国财政赤字率维持在 6%以上的历史高位 22
图表 47： 美国进入历史罕见的高债务与高利率组合 22
图表 48： 26Q3 央行购金，创近 3 年同期新高 22
图表 49： 中国央行购金环比加速 22
图表 50： 中国央行黄金储备依旧较低 23
图表 51： 欧洲特别是法国长端国债收益率在 26 年大幅走高 23
图表 52： 白银以伴生矿为主要产出形式（百万盎司） 23
图表 53： 2026 年银供给预计小幅收缩（百万盎司） 23
图表 54： 2026 年珠宝需求预计回落拖累总需求 23
图表 55： 数据中心、新能源汽车等电子需求有望贡献增量 23
图表 56： 白银供需平衡表 24
图表 57： 金银比与制造业 PMI 历史上呈负相关 24
图表 58： 本轮行情中白银弹性主导金银比波动 24
图表 59： 可观测白银库存自低位回升（吨） 25
图表 60： SLV 实物白银持仓回升，部分投资资金回流 25
图表 61： 下游需求爆发，价格反转 26
图表 62： 国内锂盐产量同增 40% 26
图表 63： 国内碳酸锂产量主要由辉石贡献 27
图表 64： 国内锂精矿进口量稳步增长 27
图表 65： 国内锂盐进口量高增 28
图表 66： 碳酸锂 2026 年缺口扩大 28
图表 67： 储能与动力电芯产量同步增长 29
图表 68： 2026 年储能电芯保持高增 29
图表 69： 产业链整体整线去库状态 29
图表 70： 离子矿加工费维持高位 30
图表 71： 稀土相关出口管制延续，对日两用物项管控加强 30
图表 72： 氧化镝海外价格强于内盘 30
图表 73： 氧化铽海外价格强于内盘 30
图表 74： 我国磁材出口量维持高位（吨） 31
图表 75： 氧化镨钕价格有望偏强运行（万元/吨） 31
图表 76： 重稀土价格有望上行（万元/吨） 31
图表 77： 全球造船完工量持续景气 32

图表 78： 我国油气资本开支显著回暖 32
图表 79： 2026 年以来国内钢招量持续景气（吨） 32
图表 80： 国内钼库存天数处于较低水平 32
图表 81： 2026 年以来我国钼进口持续景气（金属吨） 32
图表 82： 钼价有望新高 32
图表 83： 我国对缅甸锡矿进口量当月值（实物吨） 33
图表 84： 印尼精炼锡出口量（吨） 33
图表 85： 锡全球库存（LME+国内社会库存）已下降至 23 年以来最低水平（吨） 33
图表 86： 宏观流动性若改善，锡价仍有上行空间（万元/吨） 34
图表 87： 日本进口废钨补充钨原料渠道受阻（吨） 34
图表 88： 限制落地后 9 月美国废钨出口接近归零（吨） 34
图表 89： 2026 年国内钨精矿产量同比回落（吨） 35
图表 90： 我国钨进口量（金属吨） 35
图表 91： 钨精矿与仲钨酸铵价格（万元/吨） 35
图表 92： 全球铀产量预计平稳增长 36
图表 93： 装机带动下全球天然铀需求稳步增长 36
图表 94： 2026 年 SPUT 持续采购天然铀（百万磅 U308） 37
图表 95： 2026 年前三季度 Yellow Cake 均增持天然铀 37
图表 96： 铀长协价格稳步上行（美元/磅 U308） 37
图表 97： 铀现货价格及 SPUT 隐含价格（美元/磅 U308） 37
图表 98： 近年全球钽供给主要来自于非洲国家（金属吨） 38
图表 99： 全球钽下游消费结构（2024 年） 38
图表 100： 日本钽电解电容产量加速回升 39
图表 101： 全球半导体需求持续景气 39
图表 102： 我国铌、钽、钒矿砂及其精矿进口量（吨） 39
图表 103： 片式钽电容出口持续高位 39
图表 104： 钽矿价格维持高位震荡（美元/磅） 40
图表 105： Iluka 锆英砂产量仍维持低位（千吨） 40
图表 106： 锆英砂价格企稳，底部支撑显现（元/吨） 41
图表 107： 2026 年我国对日氧化钇出口接近归零（吨） 41
图表 108： 日本氧化钇进口量明显下滑（吨） 41
图表 109： 海内外锑锭价差有所收窄 42
图表 110： 我国锑品进口处于高位（金属吨） 42
图表 111： 我国锑品出口仍有较大修复空间（金属吨） 42
图表 112： 国内光伏玻璃工厂库存显著去化（万吨） 43

图表 113： 国内光伏玻璃利润转正（元/吨） 43
图表 114： 锑系阻燃剂下游产量平稳 43
图表 115： 西芒杜放量前后的全球铁矿石成本曲线 44
图表 116： 铁矿样本库存加总（含交叉）及各环节周变动 44
图表 117： 西芒杜南北两段的发运与达产进度 45
图表 118： 西芒杜港口装运、中国到货与南段季度发运 45
图表 119： 焦煤复产后的实际日产与全国矿山开工率 45
图表 120： 焦煤五环节总库存与各环节持库变化 46
图表 121： 焦煤隐性库存累计变化与 2023—2025 年区间 46
图表 122： 焦煤隐性库存累计变化的历史对照 46
图表 123： 月度粗钢物质流：统计产量、模型修正与供给去向 47
图表 124： 钢铁行业吨钢净利与盈利钢厂占比 47
图表 125： 247 家钢厂日均铁水产量 47
图表 126： 钢铁供给治理时间轴：分级、置换与碳履约 48
图表 127： 50 吨及以上电弧炉的能效基准与标杆 48
图表 128： 按首批名单匹配结果分组的超低排放公示覆盖率 48
图表 129： 不同首批名单匹配组的转炉及电炉产能 49
图表 130： 未匹配首批名单的样本粗钢产能较多的省区 49
图表 131： 首批名单匹配与超低排放公示覆盖下的转炉、电炉产能 49
图表 132： 2026 年钢铁产能置换的比例与适用条件 49
图表 133： 2021—2025 年钢材需求总量、终端结构与流向 50
图表 134： 机械、船舶、汽车和家电隐性出口拆分（模型分摊） 50
图表 135： 中国对东南亚七国的钢材出口增量居所列地区首位 51
图表 136： 海外废钢电炉吨钢直接能源成本增量拆分 51
图表 137： 高炉—转炉同工艺的直接能源成本对照 51
图表 138： 2027 年国内钢厂所需成品钢交付量按基准情景减少 780 万吨 52
图表 139： 2024 年 1 月至 3 月长流程钢厂即期吨钢毛利变化 52
图表 140： 2024 年 5 月至 9 月长流程钢厂即期吨钢毛利变化 52
图表 141： 钢铁样本相对市值指数与行业吨钢净利的历史拐点 53
图表 142： 钢铁行业投资策略坐标系：吨钢盈利与吨钢市值 53

一、工业金属

1.1 铜：2027 年铜供给仍然偏紧，看好铜价修复

预计 2027 年铜供给仍然偏紧，看好铜价修复。2026 年主要矿企产量下滑延续至三季度，新项目增产仍难覆盖头部矿企减量，矿端紧张已通过加工费和原料库存向冶炼环节传导。展望 2027 年，铜矿增量主要依靠少数大型矿山复产，长协 TC 下行将进一步压缩冶炼收益；需求端中游用铜保持增长，美国补库持续吸收海外货源。我们预计铜矿和冶炼环节的供给约束仍将延续，看好铜价修复，资源禀赋和产量兑现能力将决定铜企盈利的弹性。

铜矿供给收缩延续至三季度，主要矿企减量仍未得到有效弥补。2026 年前三季度，45 家样本矿企合计产铜 1135.3 万吨，同比下降 2.9%；三季度产量 378.6 万吨，同比下降 3.3%、环比下降 1.9%。自由港、必和必拓、艾芬豪和 Codelco 前三季度分别同比减少 21.0、15.4、12.6 和 8.4 万吨，四家合计减量 57.4 万吨。大型矿山产量占比高，地下矿山恢复、采区接续和品位下降带来的影响持续时间长。三季度产量环比继续回落，也意味着 2027 年的供给恢复仍面临较低的起点。

新项目增产主要用于填补存量矿山缺口，供给扩张力度依然偏弱。AMNT、泰克和洛阳钼业前三季度分别同比增产 8.5、7.3 和 5.4 万吨，紫金矿业剔除 Kamoa-Kakula 后增产 4.2 万吨，增量已在逐步释放。但四家增量合计 25.4 万吨，仍低于自由港与艾芬豪两家的减量。铜矿投产后需要持续提升处理量和回收率，老矿生产又面临矿石品位下降，新增产能在释放过程中不断被存量衰减消耗。高铜价改善了矿企盈利，供给端的修复仍然缓慢，反映铜矿短期增产弹性不足。

图表 1：全球铜企三季度产量环比-1.9%，同比-3.3%（共 45 家）

公司名称	25Q3	26Q2	26Q3	25 前三季度	26 前三季度	26 前三季度同比	26Q3 环比	26Q3 同比
BHP（必和必拓）	49.4	49.2	40.1	152.3	136.9	-10.1%	-18.5%	-18.8%
Freeport-Mcmoran（自由港）	41.4	35.7	37.7	124.4	103.4	-16.9%	5.9%	-8.8%
Codelco（智利国家铜业）	30.3	29.2	28.9	93.7	85.3	-9.0%	-1.1%	-4.7%
紫金矿业（剔除 KK）	23.1	24.8	25.1	68.9	73.1	6.1%	1.2%	8.6%
Southern Copper（南方铜业）	23.7	23.3	23.6	72.1	70.1	-2.8%	1.3%	-0.8%
Rio Tinto（力拓，剔除 Escondida）	10.2	11.7	12.5	33.6	37.8	12.4%	6.8%	22.4%
洛阳钼业	19.0	20.0	20.9	54.3	59.7	9.8%	4.3%	10.0%
Glencore（嘉能可）	24.0	19.7	20.2	58.4	59.9	2.6%	2.1%	-15.9%
KGHM（波兰铜业）	18.2	17.5	18.2	52.6	53.3	1.3%	4.1%	-0.1%
Anglo American（英美资源）	18.4	17.3	17.5	52.6	51.9	-1.4%	1.0%	-4.7%
Antofagasta（安托法加斯塔）	16.2	14.2	15.2	47.7	43.7	-8.3%	7.0%	-6.1%
五矿资源	12.7	13.8	13.1	38.6	39.8	3.1%	-4.8%	3.3%
Ivanhoe（艾芬豪）	7.2	6.1	6.8	31.7	19.1	-39.7%	11.5%	-5.5%
Teck Resources（泰克资源）	10.4	13.6	11.6	31.9	39.2	22.6%	-14.9%	11.1%
Nornickel（诺里尔斯克镍公司）	10.0	10.4	10.9	31.3	31.2	-0.5%	4.1%	8.6%
Vale（淡水河谷）	9.1	9.8	8.6	27.4	28.6	4.3%	-13.1%	-5.8%
First Quantum（第一量子）	10.5	10.0	10.9	29.5	30.6	3.6%	8.4%	4.1%
Lundin Mining（伦丁矿业）	8.5	7.7	6.3	23.7	21.9	-7.5%	-18.6%	-26.3%
Barrick Gold（巴里克黄金）						9%		
Capstone Copper	5.5	5.2	4.5	16.6	14.5	-12.9%	-12.6%	-18.2%
西部矿业	4.6	4.7	3.8	13.8	12.8	-6.9%	-18.8%	-16.3%
Newmont（纽蒙特黄金）	3.5	1.7	2.3	10.6	7.0	-34.0%	35.3%	-34.3%
Hudbay Minerals	2.4	2.8	3.0	8.5	8.6	1.1%	6.7%	24.6%
Sandfire Resources	2.5	3.4	2.7	7.9	8.4	6.0%	-21.1%	9.8%
Boliden	2.8	3.0	3.2	7.5	9.1	21.6%	6.4%	15.0%
金诚信	2.5	2.5	2.5	6.4	7.2	12.9%	3.0%	2.9%
Evolution Mining	1.8	1.9	1.8	5.7	4.7	-16.5%	-4.8%	-1.6%
中国黄金国际	1.9	1.9	1.9	5.4	5.5	1.3%	2.9%	-0.1%
South32（Sierra Gorda 权益）	1.8	1.6	1.9	5.3	5.2	-2.6%	16.9%	2.2%
Ero Copper	1.7	1.7	1.8	4.5	5.3	18.7%	5.9%	10.1%

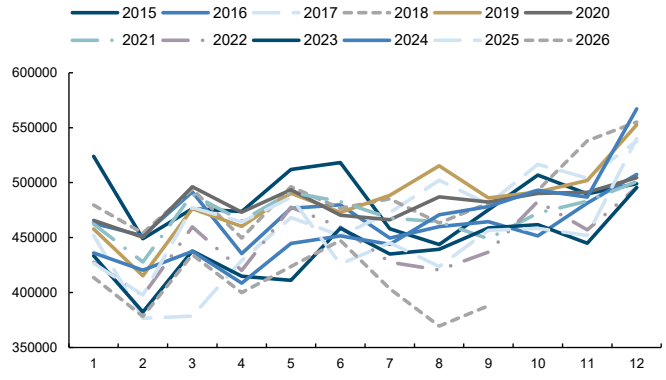
公司名称	25Q3	26Q2	26Q3	25 前三季度	26 前三季度	26 前三季度同比	26Q3 环比	26Q3 同比
金川国际	1.6	2.0	2.0	4.4	5.8	31.6%	-2.4%	22.3%
Buenaventura（Direct Operations）	1.3	1.3	1.4	3.8	3.8	-0.5%	0.9%	6.5%
Atalaya Mining	1.2	1.3	1.4	4.0	3.7	-5.5%	3.5%	15.2%
Nexa Resources	0.9	0.6	0.6	2.5	1.9	-26.1%	-4.8%	-30.2%
Trekor Metals（原 Taseko）	1.3	1.4	1.5	3.1	4.3	39.6%	11.9%	22.8%
Amerigo Resources	0.7	0.8	0.8	2.0	2.2	11.3%	0.5%	16.8%
Aeris Resources	0.6	0.7	0.6	1.9	1.8	-7.8%	-9.2%	-3.3%
Centerra Gold（Mount Milligan）	0.6	0.6	0.6	1.7	1.8	7.0%	-2.8%	-4.4%
29Metals（Golden Grove）	0.6	0.5	0.4	1.5	1.5	0.0%	-11.6%	-26.8%
Aura Minerals（Aranzazu）	0.4	0.3	0.5	1.3	1.1	-12.3%	35.5%	4.6%
Greatland Resources（Telfer）	0.3	0.4	0.3	1.1	1.1	0.2%	-18.1%	-13.0%
Central Asia Metals	0.4	0.3	0.3	1.0	1.0	-0.8%	0.9%	-4.5%
Imperial Metals（Red Chris 30%）	0.3	0.2	0.2	0.9	0.7	-23.4%	-17.6%	-29.3%
Atico Mining	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	-5.6%	0.1%	-7.1%
AMNT（阿曼矿业）	2.5	5.0	5.5	6.6	15.1	129.0%	10.0%	116.1%
合计	391.5	385.7	378.6	1168.9	1135.3	-2.9%	-1.9%	-3.3%

来源：各公司公告，各公司官网，国金证券研究所

南美主要产铜国供给修复乏力，智利减量持续扩大。2026 年 1-9 月，智利铜产量 365.81 万吨，同比下降 8.6%，降幅较上半年的 6.8%进一步扩大，供给收缩延续至三季度。秘鲁增产力度同样有限，1-8 月铜产量 182.96 万吨，同比增长 1.2%，增量仅 2.23 万吨，难以抵补同期智利 27.70 万吨的减量；8 月秘鲁产量同比下降 5.0%，增长动能进一步走弱。智利持续减产、秘鲁增量不足，南美主要产铜国对全球铜矿供给的拖累仍在延续。

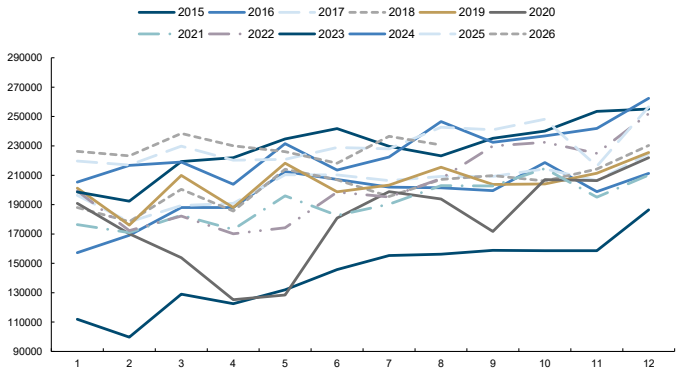
品位下降叠加检修、天气及临时停产，推动智利 8、9 月同比降幅扩大。智利 8 月铜产量同比下降 12.8%，9 月降幅进一步扩大至 15.1%。其中，Escondida 第三季度入选品位由上年同期 0.94%降至 0.81%，叠加计划检修，精矿产出承压；7-8 月恶劣天气限制物流运输与矿卡作业，9 月 23 日发生的致命事故又导致采矿活动临时暂停，多重因素共同造成第三季度产量同比下降 23%。Collahuasi 亦持续处理低品位库存矿，回收率受到拖累，极端冬季天气进一步压制矿石处理量。大型矿山品位下行制约产出，检修及突发事件放大短期减量，展望 2027 年，南美供给恢复仍面临较强约束。

图表2：2026 年 9 月智利铜产量同比-15.1%



来源：INE，国金证券研究所

图表3：2026 年 8 月秘鲁铜产量同比-5.0%



来源：BCRP，国金证券研究所

多家矿企上调资本开支，但不少资金投向铜以外的矿种，铜矿长期扩张投入仍然有限。50 家样本矿企中，16 家在 2026 年前三季度上调预算，必和必拓主要增加 Jansen 钾肥项目投资，South32 增加 Taylor 锌铅银项目投资，Ero、Centerra 和 Aura 的增支主要投向黄金业务。铜业务的投资也有较大部分用于维持现有生产，包括地下开发、剥离工程及配套设施建设。大型矿企投资向其他矿种分流，存量矿山又持续消耗资本，铜矿新增开发投入仍集中于少数项目，长期供给缺乏全面扩张的基础。

铜矿开发和扩建投资的增加主要来自南方铜业、伦丁矿业、Hudbay 和 Aeris 四家，远期供给支撑仍较集中。南方铜业将 El Pilar 项目总投资由 3.10 亿美元上调至 5.51 亿美元，增加 2.41 亿美元，推进采矿、浸出及配套设施建设。项目规划年产阴极铜 3.6 万吨，计划 2027 年启动主体建设、2029 年下半年投产。该项目将成为公司墨西哥业务的新增矿源，但新增规模仅为数万吨，仍属于对存量生产体系的补充，难以带动全球铜矿供给增速明显抬升。

伦丁矿业通过选厂扩建和矿源开发提升长期产量，新增铜供应仍需持续资本投入。公司二季度将 2026 年扩张性资本开支由 5000 万美元提高至 8500 万美元，主要推进 Chapada 扩建，三季度因付款时点调整回落至 5500 万美元，项目建设进度保持不变。新增球磨机计划 2027 年末完成，Sa ú va 矿源预计 2029 年初接入，后续逐步形成约 1.5 万吨年铜增量。选厂处理能力提升需要配套矿源同步开发，从设备建设到矿山接续仍需持续投入，扩产过程较长。

Hudbay 和 Aeris 的资本投入以矿源接续为主，延长现有矿区寿命是重要目标。Hudbay 将 2026 年不列颠哥伦比亚省增长性资本开支由 8500 万美元提高至 1.15 亿美元，新增 3000 万美元用于 New Ingerbelle 前期工程和基础设施，计划 2028 年末首产。Aeris 将 Constellation 约 1000 万-1500 万澳元道路及配套支出提前至 FY2026，计划 2027 年 3 月向 Tritton 选厂交付首批矿石。两家公司均依托既有生产设施引入新矿源，投资首先用于维持矿区生产、改善矿石结构。新增开发与老矿衰减并行，将继续限制铜矿长期净增量。

图表4：2026 年 50 大矿企中合计 16 家上调资本开支，其中 4 家用于新增铜供给

公司名称	2026Q1	2026Q2	2026Q3
BHP（必和必拓）	上调（Jansen 一期项目总投资）	上调资本开支 20 亿美元（Jansen 二期项目总投资）	维持
Freeport-Mcmoran（自由港）	维持	上调资本开支 3 亿美元（2027 年）	上调资本开支 1 亿美元（2026 年） 上调资本开支 4 亿美元（2027 年）
Codelco（智利国家铜业）	-	-	-
紫金矿业	-	-	-
Southern Copper（南方铜业）	维持	上调资本开支 2.41 亿美元（El Pilar 项目总投资）	维持
Rio Tinto（力拓）	-	维持	维持
洛阳钼业	-	-	-
Glencore（嘉能可）	-	上调资本开支约 3 亿美元（2026—2028 年均工业资本开支，不含铜增长项目）	-
KGHM（波兰铜业）	维持	维持	维持
Anglo American（英美资源）	-	下调资本开支 4 亿美元	-
Antofagasta（安托法加斯塔）	维持	维持	维持
五矿资源	-	维持	-
Ivanhoe（艾芬豪）	维持	维持	下调（Kamoa-Kakula，2026 年） 上调资本开支 2 亿美元（Kamoa-Kakula，2027 年） 上调资本开支 0.65 亿美（Platreef，2026 年） 上调资本开支 0.75 亿美（Platreef，2027 年）
Teck Resources（泰克资源）	维持	维持	维持
Nornickel（诺里尔斯克镍公司）	-	-	-
KAZ Minerals（哈萨克斯坦铜业）	-	-	-
Vale（淡水河谷）	维持	维持	维持
First Quantum（第一量子）	上调	维持	上调
Lundin Mining（伦丁矿业）	维持	上调资本开支 0.35 亿美元	下调资本开支 0.5 亿美元
Toromocho（中铝秘鲁）	-	-	-
Barrick Gold（巴里克黄金）	维持	下调	维持
Capstone Copper	维持	维持	上调资本开支 0.4 亿美元

公司名称	2026Q1	2026Q2	2026Q3
西部矿业	-	-	-
Newmont（纽蒙特黄金）	维持	维持	维持
Minsur/Marcobre（Mina Justa）	-	-	-
中国有色矿业	-	-	-
Hudbay Minerals	-	上调资本开支 0.3 亿美元（New Ingerbelle 项目，2026 年）	下调资本开支 0.35 亿美元（2026 年维持性资本开支）
Sandfire Resources	下调资本开支 0.15 亿美元（FY2026）	-	维持
Boliden	维持	维持	维持
Kai Peng Mining（凯鹏矿业）	-	-	-
金诚信	-	-	-
Evolution Mining	维持	维持	维持
中国黄金国际	-	-	-
South32（Sierra Gorda 权益）	-	上调资本开支约 11 亿美元（Taylor 项目总投资） 上调资本开支约 0.14 亿美元（Taylor 年均维持性资本开支）	-
Ero Copper	维持	上调资本开支 0.1 亿美元	维持
金川国际	-	-	-
Buenaventura（Direct Operations）	-	-	-
Atalaya Mining	维持	下调（2026 年非维持性资本开支）	维持
Nexa Resources	维持	维持	上调资本开支 0.39 亿美元
Trekor Metals（原 Taseko）	-	-	-
Amerigo Resources	上调资本开支 0.018 亿美元	下调资本开支 0.002 亿美元	下调资本开支 0.001 亿美元
Aeris Resources	上调（FY2026，Constellation 项目）	-	维持
Centerra Gold（Mount Milligan）	维持	上调资本开支 0.3 亿美元（Goldfield 项目，2026 年）	维持
29Metals（Golden Grove）	维持	维持	维持
Aura Minerals（Aranzazu）	维持	上调	维持
Greatland Resources（Telfer）	维持	-	-
Central Asia Metals	-	维持	-
Imperial Metals（Red Chris 30%）	-	-	-
Atico Mining	-	-	-
AMNT（阿曼矿业）	-	-	-

来源：各公司公告，各公司官网，国金证券研究所

预计 2027 年全球矿产铜增长 2.4%，低基数下供给恢复力度仍然偏弱。我们跟踪全球 176 个矿山项目，2025 年合计产

铜 2001.8 万吨，覆盖全球矿产铜供给的 86.4%。我们预计 2026、2027 年全球矿产铜产量分别为 2310.2 和 2366.5 万吨，2027 年增加 56.3 万吨。增量主要来自 Grasberg、Collahuasi 恢复生产，以及 KFM、巨龙和 Kansanshi 等项目扩产。2026 年铜矿供给已经收缩，2027 年增长仍较温和，新增供给对持续增长的中游需求支撑有限。

Grasberg 和 Collahuasi 贡献过半增量，大型矿山复产是 2027 年供给恢复的关键。我们预计两座矿山分别增产 18.1 和 13.4 万吨，合计占全球净增量约 56%。Grasberg 主要依靠地下矿山恢复开采和提升运行负荷，Collahuasi 则依靠处理量和生产效率改善。与此同时，KFM 二期、巨龙二期及 Kansanshi 扩产贡献增量，Almalyk、朱诺和 Kitumba 等新项目逐步释放产出。铜矿增长集中于复产和扩建项目，几座大型矿山的恢复进度便足以影响全球供需平衡。

老矿品位下降继续拖累供给，增产项目仍需填补较大的存量缺口。我们预计 Escondida 和 Antamina 在 2027 年分别减产约 12.0 和 12.8 万吨，合计减量接近 25 万吨。Escondida 进入较低品位阶段，Antamina 高品位矿石集中释放后也面临品位回落，矿石处理量保持稳定时，含铜产出仍会受到压制。两座矿山的减量已抵消 Grasberg 与 Collahuasi 合计增量的近八成，其他新项目的投产也在很大程度上承担补缺作用，全球矿产铜增长仍受到老矿衰减的约束。

重点增量项目仍有下修空间，2027 年矿端供给难言宽松。Grasberg 地下矿山恢复需要开采、运输及配套系统稳定运行，Collahuasi 增产也依赖矿石处理量和回收率改善；复产过程中任何环节反复，都会影响全年产量。QB 预计增产 4 万吨，工艺改善能否持续是增量兑现的关键。上述项目的生产改善已承担较多增长预期，复产节奏、回收率及爬坡进度仍将带来供给预测下修的压力。

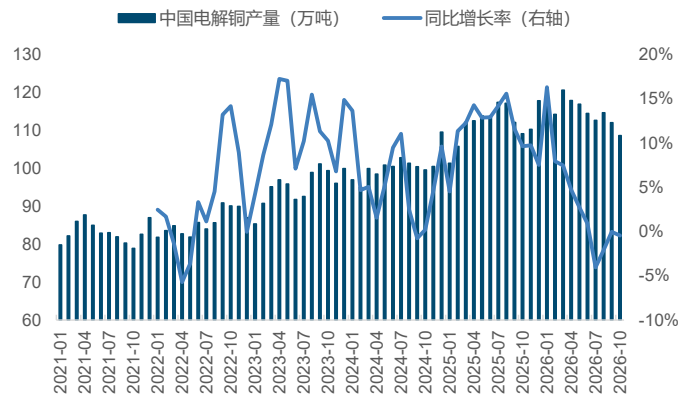
图表5：全球矿产铜产量预测（万吨）

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
矿山产量（100%）	1,671.89	2,001.81	1,957.54	2,005.59	2,045.55
国家残差（全国-样本矿山）	603.58	324.42	338.98	326.89	326.65
新项目调整	0.00	0.00	21.90	42.20	91.80
其他国家及统计差	20.03	-8.23	-8.23	-8.23	-8.23
全球矿产铜合计	2,295.50	2,318.00	2,310.19	2,366.45	2,455.77
同比	2.7%	1.0%	-0.3%	2.4%	3.8%
同比变化量	60.90	22.50	-7.81	56.26	89.32

来源：ICSG，Bloomberg，Cochilco，CTCPM，MINEM，中国国家统计局，USGS，Zambia Revenue Authority，BMF，各公司公告，各公司官网，国金证券研究所

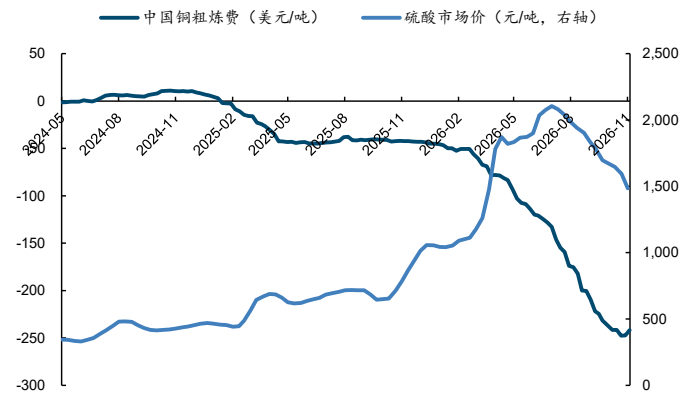
现货 TC 持续下探，原料紧张正向精炼铜产量传导。铜精矿现货 TC 由 2025 年末约-45 美元/吨降至 2026 年 10 月底约-248 美元/吨，11 月 20 日仍处于约-240 美元/吨，冶炼厂争夺矿源持续挤压加工收益。前期高硫酸价格支撑冶炼厂维持生产，随着硫酸自年中高位回落，副产品收益对利润的补偿减弱，原料采购压力进一步显现。中国电解铜单月产量同比增速由 1 月的 16.3%降至 10 月的-0.4%，7-10 月连续同比下降，冶炼环节已开始通过减产消化原料缺口。

图表6：2026 年前 10 月中国电解铜产量增速下滑



来源：SMM，国金证券研究所

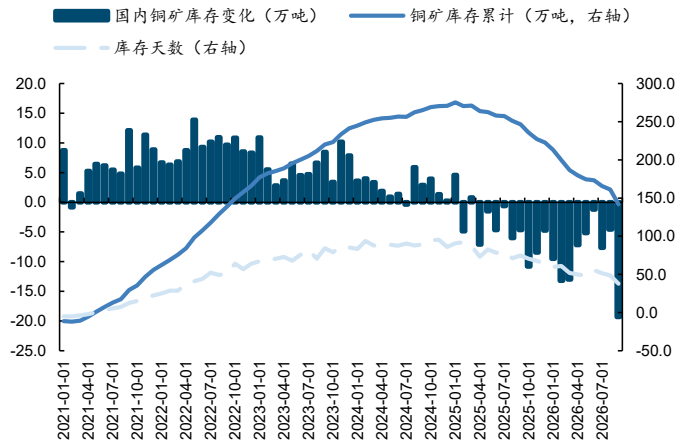
图表7：中国铜粗炼加工费下探至 242 美元/吨



来源：iFinD，国金证券研究所

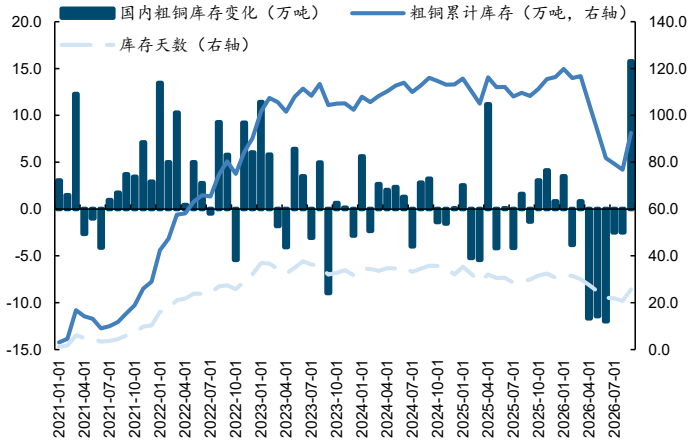
原料库存持续去化，预计 2027 年长协 TC 大幅下降将进一步推动冶炼减产。我们测算 2026 年前三季度国内铜精矿与粗铜库存分别去化约 80.9 和 23.7 万吨铜，合计去化约 104.6 万吨铜，铜精矿连续九个月供不应求。库存消耗后，冶炼厂维持生产更加依赖当期到货，备料空间持续收窄。我们预计 2027 年铜精矿长协 TC 将大幅下降，低加工费对利润的影响由现货采购向长单扩散，叠加硫酸收益回落，冶炼厂维持高开工的经济性进一步下降。原料紧缺和利润收缩共同作用，预计检修延长、开工下调及新产能投放放缓将压制精炼铜供应增长。

图表8：国内铜精矿库存持续去化



来源：SMM，国金证券研究所

图表9：国内粗铜库存回升



来源：SMM，国金证券研究所

中游用铜需求依然旺盛，海外增长贡献主要增量。2026 年 1-8 月，中国及海外八地区铜表需合计 1576.0 万吨，同比增长 3.77%、增加 57.2 万吨。其中中国增长 1.35%、增加 14.5 万吨，海外八地区合计增长 9.51%、增加 42.7 万吨，贡献约四分之三增量。美国、印度和印尼分别增加 15.0、14.2 和 12.7 万吨，欧洲及日本也保持增长，覆盖墨西哥和巴西等地区的回落。需求增长具有较广的区域支撑，传统消费地区与新兴市场共同拉动中游采购。

部分终端承压，中游需求仍表现出较强韧性。美国和欧洲铜表需分别增长 10.68%和 5.42%，印度增长 26.79%，主要地区的采购和加工活动保持较强水平。海外增长叠加中国需求韧性，中游对实物铜的吸收持续增加。我们预计 2027 年需求增长仍将对铜供给形成较强拉动，在矿产铜增速偏低、冶炼生产承压的背景下，有限的新增供应难以明显缓解现货紧张。

图表10：2026 年 1-8 月全球铜表观需求同比+3.77%

地区	2025 年（万吨）	2026 年（万吨）	增量（万吨）	同比	库存调整对影响（万吨）
美国	140.80	155.83	+15.03	10.68%	(6.91)
欧洲	122.65	129.29	+6.64	5.42%	(3.49)
印度	53.08	67.30	+14.22	26.79%	-
印尼	8.13	20.87	+12.74	156.66%	-
日本	38.85	43.52	+4.68	12.03%	-
韩国	31.42	30.23	(1.19)	(3.78%)	-
墨西哥	30.49	26.36	(4.13)	(13.55%)	-
巴西	23.63	18.34	(5.29)	(22.37%)	-
中国	1,069.77	1,084.26	+14.49	1.35%	7.85
海外 8 地区	449.05	491.75	+42.70	9.51%	(10.40)
中国及海外 8 地区	1,518.81	1,576.01	+57.19	3.77%	(2.55)

来源：SMM，Wind，Wood Mackenzie，Census，USGS，UN Comtrade，Eurostat，HMRC，TradeStat，BPS，e-Stat，KITA，INEGI，ComexStat，FCX，Amman Mineral，Merdeka Copper Gold，国金证券研究所

前 10 月国内铜需求同比回落，铜材净进口收缩是实际需求减量的主要来源。2026 年前 10 月，中国铜表观需求 1410.1 万吨，同比下降 2%、减少 23.1 万吨；实际铜需求 1427.0 万吨，同比下降 4%、减少 58.3 万吨。分项看，铜材净进口 280.7 万吨，同比下降 12%、减少 39.0 万吨；铜制品出口 263.8 万吨，同比下降 1%、减少 3.9 万吨。铜材净进口减少贡献了约三分之二的实际需求减量，叠加表观需求下滑，前 10 月实际需求降幅大于表需。

图表11：中国 2026 年前 10 月表需同比-2%，实际需求同比-4%

单位：万吨	中国铜表观需求	铜材净进口	中国铜制品出口	中国实际铜需求
2025-01	142.9	32.6	28.8	146.7
2025-02	133.0	33.3	17.7	148.5
2025-03	153.4	32.5	26.3	159.6

单位：万吨	中国铜表观需求	铜材净进口	中国铜制品出口	中国实际铜需求
2025-04	140.2	28.6	30.8	138.0
2025-05	137.0	31.6	28.7	139.8
2025-06	120.8	30.6	27.0	124.4
2025-07	145.6	28.9	28.0	146.6
2025-08	167.8	31.7	27.9	171.6
2025-09	151.9	39.4	27.4	164.0
2025-10	140.6	30.6	25.2	145.9
2025-11	129.8	21.0	27.1	123.6
2025-12	140.7	27.0	28.0	139.7
2025 年	1703.7	367.7	322.8	1748.5
2026-01	134.0	19.3	25.2	128.1
2026-02	125.5	16.4	21.2	120.7
2026-03	146.2	27.6	24.6	149.1
2026-04	143.3	33.0	26.9	149.4
2026-05	141.0	33.4	27.0	147.4
2026-06	124.9	32.6	28.2	129.3
2026-07	153.2	29.4	27.1	155.5
2026-08	153.6	24.4	25.2	152.7
2026-09	142.6	30.9	30.2	143.3
2026-10	145.6	33.8	28.1	151.3
2026 年前 10 月	1410.1	280.7	263.8	1427.0
前 10 月同比	-2%	-12%	-1%	-4%
10 月同比	4%	11%	11%	4%
前 10 月增量	-23.1	-39.0	-3.9	-58.3

来源：Wind，SMM，国金证券研究所

前 10 月铜制品出口小幅下降，增量主要集中在汽车和变压器。2026 年前 10 月，中国铜制品出口含铜 263.8 万吨，同比下降 1%、减少 3.9 万吨。汽车、变压器出口含铜分别为 48.1、19.9 万吨，同比分别增长 21%、10%，分别增加 8.2、1.8 万吨。减量主要来自电线电缆和空调，出口含铜分别为 167.7、9.1 万吨，同比分别下降 3%、26%，分别减少 5.7、3.2 万吨。

图表12：中国 2026 年前 10 月铜制品出口同比-1%，空调汽车贡献主要增量

单位：万吨	冰箱	空调	汽车	变压器	洗衣机	手机	电脑	电线电缆	合计
2025-01	0.8	1.7	3.8	1.8	0.2	1.0	0.8	18.7	28.8
2025-02	0.6	1.5	2.4	1.3	0.1	0.8	0.6	10.4	17.7
2025-03	0.8	1.8	3.3	1.5	0.1	0.8	0.7	17.2	26.3
2025-04	0.8	1.8	4.2	1.7	0.2	0.7	0.7	20.7	30.8
2025-05	0.7	1.6	4.3	1.6	0.1	0.6	0.6	19.0	28.7
2025-06	0.7	1.1	3.7	1.9	0.1	0.6	0.7	18.0	27.0
2025-07	0.8	1.0	4.1	2.0	0.1	0.7	0.7	18.7	28.0
2025-08	0.8	0.7	4.7	2.1	0.2	0.6	0.7	18.1	27.9
2025-09	0.7	0.5	4.6	2.3	0.2	1.3	0.7	17.1	27.4
2025-10	0.6	0.5	4.9	1.8	0.1	1.2	0.6	15.5	25.2
2025-11	0.7	0.6	4.7	1.8	0.1	1.2	0.5	17.6	27.1
2025-12	0.6	0.7	5.6	2.0	0.1	0.9	0.5	17.5	28.0
2025 年	8.7	13.6	50.3	21.8	1.7	10.3	7.8	208.5	322.8
2026-01	0.6	1.0	4.0	2.2	0.1	0.6	0.5	16.1	25.2

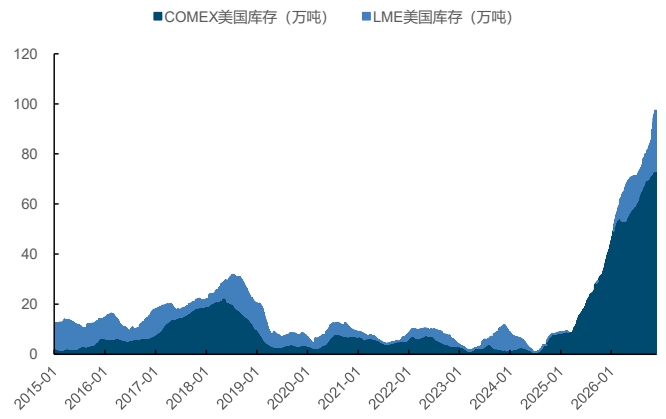
单位：万吨	冰箱	空调	汽车	变压器	洗衣机	手机	电脑	电线电缆	合计
2026-02	0.5	1.1	3.7	2.0	0.1	0.5	0.4	12.9	21.2
2026-03	0.6	1.3	4.3	2.0	0.1	0.6	0.6	15.1	24.6
2026-04	0.6	1.3	4.9	1.7	0.1	0.6	0.5	17.1	26.9
2026-05	0.6	1.1	4.7	2.0	0.1	0.6	0.5	17.4	27.0
2026-06	0.6	0.9	5.1	2.0	0.1	0.6	0.6	18.3	28.2
2026-07	0.6	0.7	5.3	1.9	0.1	0.6	0.5	17.4	27.1
2026-08	0.6	0.6	5.0	1.8	0.1	0.5	0.4	16.2	25.2
2026-09	0.6	0.6	5.7	2.2	0.1	1.0	0.5	19.4	30.2
2026-10	0.6	0.6	5.4	2.1	0.1	1.0	0.5	17.8	28.1
2026 年前 10 月	6.0	9.1	48.1	19.9	1.1	6.7	5.1	167.7	263.8
前 10 月同比	-19%	-26%	21%	10%	-21%	-19%	-25%	-3%	-1%
10 月同比	-3%	22%	10%	12%	-11%	-17%	-11%	15%	11%
前 10 月增量	-1.4	-3.2	8.2	1.8	-0.3	-1.6	-1.7	-5.7	-3.9

来源：Wind，SMM，国金证券研究所

美国补库持续吸收海外货源，区域供需分化进一步加大。截至 2026 年 11 月 18 日，COMEX 及 LME 美国仓库铜库存合计 97.44 万吨，较 2025 年末增加 52.26 万吨，其中 COMEX 库存 73.07 万吨、LME 美国仓库库存 24.37 万吨。年内美国铜价溢价吸引货源持续流入，大量精炼铜进入当地仓储体系，美国补库对海外现货形成额外需求。货源向美国集中，压缩其他消费地区可调用的现货，矿端紧张与精炼铜区域错配共同强化了铜价支撑。

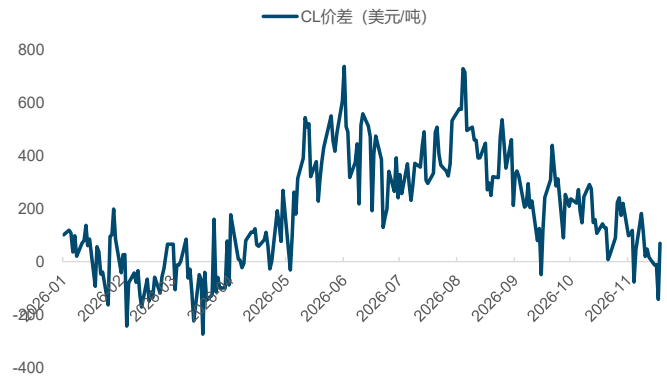
CL 价差收窄反映美国补库逐步消化前期高溢价，库存流向仍是 2027 年铜价的重要变量。前期美国溢价打开跨市场套利空间，货源流入推动库存快速积累；11 月 CL 价差收窄至零值附近，价差变化将影响后续补库节奏，而已形成的库存集中格局仍在影响全球货源配置。我们预计 2027 年矿端恢复有限、冶炼减产压力增加，中游需求和美国补库将共同支撑铜价，跨区域货物流动也将放大现货市场对供应扰动的反应。

图表13：11 月美国铜库存增长至 97.44 万吨



来源：Wind，国金证券研究所

图表14：11 月 CL 价差震荡收窄



来源：iFinD，国金证券研究所

1.2 铝：红利属性有望凸显

铝土矿：高运费下 CIF 价格稳定，几内亚政策迟迟未落地

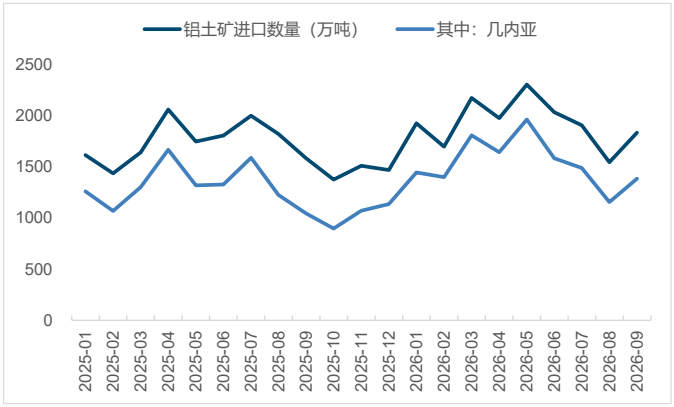
26 年铝土矿的供应较为宽松。26 年 1-9 月，中国铝土矿累计进口 17386 万吨（当前进口依赖度 79%），累计同比增长 11%。增长的主要来源是几内亚，同期中国从几内亚累计进口铝土矿 13862 万吨，占中国进口的 80%，累计同比增长 18%。截至 11 月中，铝土矿在氧化铝厂内库存 6264 万吨，港口库存 2582 万吨，合计 8846 万吨，较 26 年初上升 985 万吨，也印证矿端供给的过剩。

铝土矿 CIF 价格稳定在 71 美元附近，但 FOB 价格持续回落。供应过剩格局下，主要是高额海运费支撑 CIF 价格，但 FOB 价格近期从 40 美元回落至 37 美元/干吨，相当于 34 美元/干吨的高额海运费。高运费主要是地缘问题推高油价以及西非船源紧张。

27 年铝土矿供给预计将维持宽松。参考宏创控股重组问询函的回复，1 吨电解铝需耗用 5.3 吨铝土矿，SMM 测算 2027 年海外电解铝增量或达 391 万吨，2058 万吨矿端即可满足，高库存下预计供应过剩的局面仍将延续。

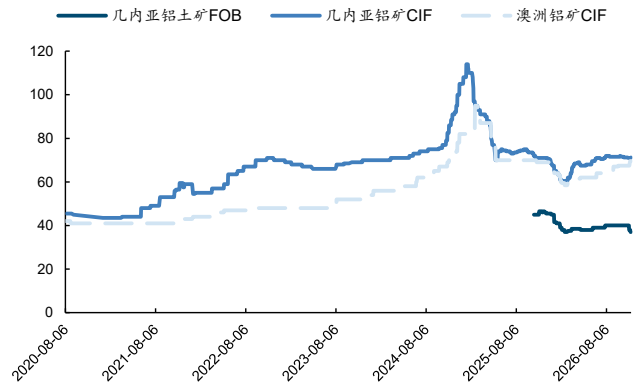
预计 27 年铝土矿价格小幅回落到 70 美元/干吨以下。若美伊冲突结束，海运费有望下探。但中国对几内亚的进口依赖度也相对较高，26 年几内亚潜在铝土矿配额制政策反复延期，后续政策有望托底矿价。后续持续关注几内亚政策变化和印尼 RKAB 政策的潜在变化。

图表15：26 年 1-9 月，铝土矿进口数量增长较多



来源：iFinD，国金证券研究所

图表16：海外铝土矿价格目前稳定在 71 美元/干吨



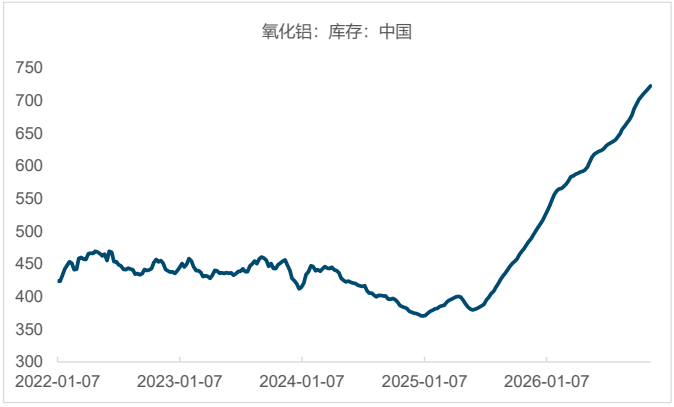
来源：SMM，国金证券研究所

氧化铝：高库存下回归成本定价，价格或继续在底部徘徊

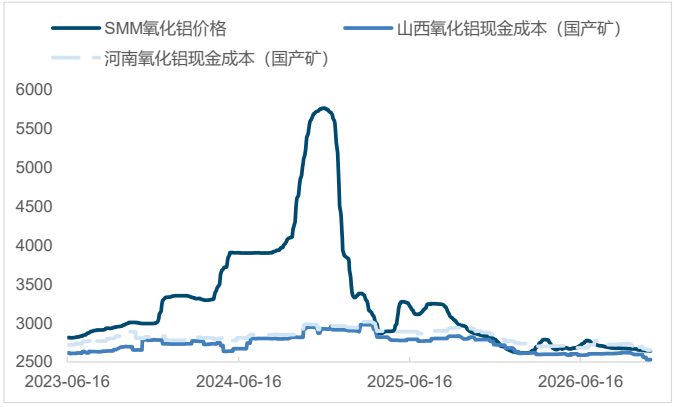
26 年供应依旧过剩，库存不断走高，价格维持低位。氧化铝本质是壁垒相对较低的化工环节，24 年末的高价以及印尼禁止铝土矿出口，刺激氧化铝产能快速投放。随着新产能投建，以及美伊冲突导致海外电解铝减产，氧化铝开工率从 25 年 10 月的 85.5%下降到 26 年 10 月的 80.8%，氧化铝库存也不断走高至 722 万吨，反应供应过剩的弱现实。根据 SMM 统计，27 与 28 年待投的氧化铝产能依旧在千万吨的量级。氧化铝现货价格从 26 年初的 2700 元/吨跌至 11 月中旬的 2643 元吨；期货盘面上，截至 11 月 17 日，氧化铝主力合约跌到了 2614 元/吨。

氧化铝回归现金成本定价，预计在 2600 元/吨的底部徘徊。国内成本较高的是河南和山西地区，使用国产矿的现金成本分别为 2531 和 2655 元/吨。若铝土矿价格小幅下探至 70 美元，氧化铝价格有望小幅回落到 2600 元/吨。若几内亚政策落地超预期，则会推动氧化铝成本推动型的上涨。

图表17：氧化铝库存持续走高，反应供应依旧相对过剩



图表18：氧化铝价格已回落至内陆高成本地区的现金成本



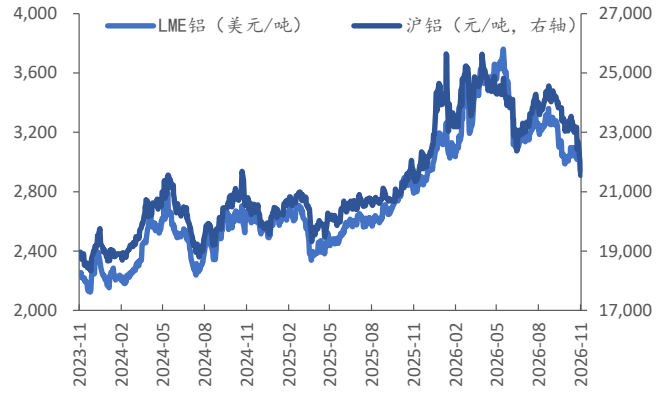
来源：钢联，国金证券研究所

来源：SMM，国金证券研究所

电解铝：权益市场已隐含铝价悲观预期，红利属性有待重估

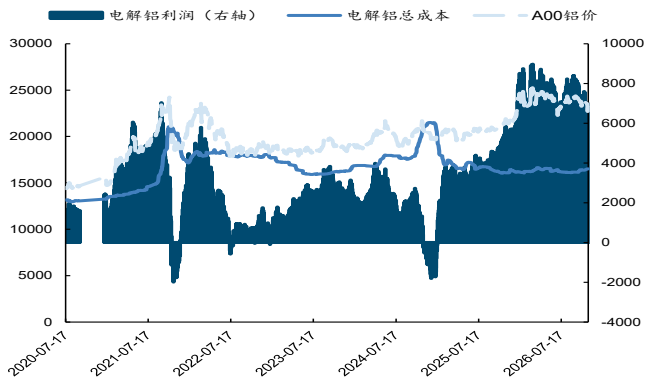
铝价冲高回落，电解铝利润维持高位。由于 26 年成本端相对稳定，铝的权益端主要交易铝价及预期，26 年的交易可分为如下阶段：1）26 年初，紧供给端预期——26 年国内到达天花板+莫桑比克停产+伊朗局势紧张+AI 潜在抢电，需求端预期铝代铜+联储降息，铝价在 1 月底直冲 2.6 万；2）偏鹰派的沃什上台，同时高铝价下国内需求承压，大幅累库，光伏下滑超预期，2 月底铝价回落至 2.3 万附近；3）中东冲突引发海外大缺口预期，2 月底美伊冲突，3-4 月造成大量中东铝厂停产带来供应扰动，但由于国内库存较高，伦铝走势明显强于沪铝，沪铝在 5 月一度回升至 2.5 万；4）6 月-7 月，海外高铝价叠加高升水，市场传出大量新项目，包括新投和复产，沪铝 7 月初一度下探到 2.2 万附近；5）8-9 月，国内库存去化超预期，包括出口强势及废铝短缺等因素，价格下跌后海外项目也纷纷出现延期，铝价回到 2.4 万以上；6）10 月之后，中东复产进度超预期，出口环比走弱，市场开始交易 27 年过剩，叠加联储加息，截至 11 月 18 日，沪铝已跌至 2.15 万附近。近期吨铝利润的边际回落，一方面是铝价的回落，一方面来自煤炭涨价带来的电价小幅抬升。

图表19：铝价走势—26年冲高回落



来源：iFinD，国金证券研究所

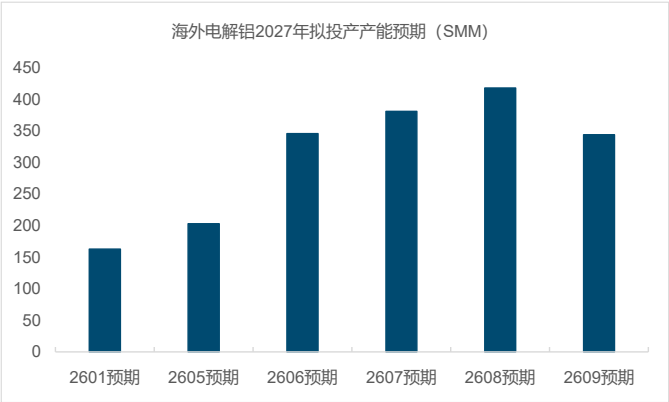
图表20：26年吨铝的税前利润来到历史高位



来源：SMM，国金证券研究所

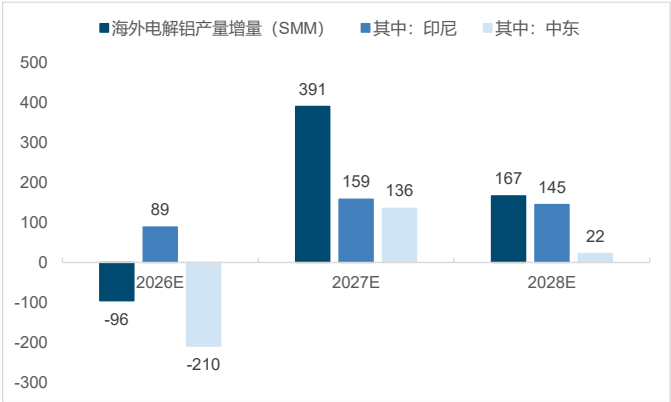
供给端由海外扩张主导，27年趋于宽松：中国供给侧天花板已至，市场担心27年印尼等地的新投产及中东复产带来较大增量。中国在供给侧改革时，设立了电解铝行业4543万吨的合规产能“天花板”，根据国家统计局，26年1-10月，中国电解铝产量增长2.9%来到3884万吨，在高利润的刺激下应投尽投，SMM预测26年中国电解铝产量约4573万吨，国内供给达峰之后，扩产主要依靠海外。海外想要扩产，最大的瓶颈依旧是电力，根据国际铝业协会南美/欧洲/北美电解铝的吨电耗分别为15746/15482/14721度。电解铝极其耗电，电厂建设周期较长导致重资产的海外电解铝供给响应速度较慢，因此海外供应或是铝价的因变量，当价格下跌后，预计新增供应也将相应收缩。以印度Nalco为例，26年11月4号公告扩建50万吨电解铝，预计投资额3000亿卢布，吨投资预计为6412美元，预计2031-2032年完成投产爬坡。SMM预计27年海外电解铝新增产量391万吨至3331万吨，主要是中东复产和印尼新投，中东复产更多是一次性冲击，权益定价核心还是远期供给和铝价合理中枢。若后续铝价回落至2万元/吨以内，海外回本周期进一步拉长，新增供应的悲观预期有望回摆；而效率较高的中资出海，受到26年7月1号开始实施《国务院关于对外投资的规定》，ODI资金约束有望收紧。

图表21：海外供应变化较快，是铝价的因变量



来源：SMM，国金证券研究所

图表22：26-28年海外电解铝产量增量预测（万吨）



来源：SMM，国金证券研究所

图表23：海外电解铝在建及拟建项目（万吨），远期供给压力压制板块估值

国家	电解铝厂/项目	预计开始投产时间	项目状态	拟新建总产能
印尼	PT. Kemajuan Aluminium Industry	2025年底	运行中	25.0
印尼	PT Kalimantan Aluminium Industry	2025Q4	一期爬产中	150.0
安哥拉	Bengo-HUATONG ANGOLA INDUSTRY LDA	2027	二期建设中	36.0
印尼	PT Indonesia pioneer Aluminium industries	2026Q4	待投产	35.0
印尼	IMIP-泰晟铝业+泰远铝业	2026Q2	一期爬产中	120.0
越南	Dak Nong	2026Q3	一期已投产	45.0
印尼	Weda Bay Aluminum+星辉铝业	2026Q4	建设中	80.0

国家	电解铝厂/项目	预计开始投产时间	项目状态	拟新建总产能
印度	Balco	2026-2027	爬产中	43.5
沙特	RSAI-Red Sea Aluminium Industrial	2027Q2	建设中	50.0
安哥拉	项目 1	2027	建设中	40.0
印尼	PT Bintan Electrolytic Indonesia	2027	建设中	25.0
印尼	PT Daharma Inti Bersama	2027	建设中	100.0
印尼	项目 3	2027	建设中	60.0
印度	Mahan	2028	建设中	36.0
印尼	PT Harmony Electrolytic Aluminium Indonesia	2028	拟建	25.0
印尼	Inalum	2029	拟建	60.0
印度	Aditya	2029	建设中	36.0
印尼	PT Westerfield Alumina Indonesia	2029	拟建	240.0
美国	Inola	2030	拟建	75.0
印尼	项目 2	-	拟建	50.0
沙特	锦江	-	拟建	100.0
安哥拉	百通	-	拟建	20.0
哥伦比亚	Galtco	-	拟建	54.0
印度	Angul	-	拟建	50.0
印度	AM Green, Mitsui	-	拟建	100.0
阿曼	CMOC	-	拟建	53.0
芬兰	Arctial	-	拟建	55.0
埃及	Trafigura, Egyptalum, Metallurgical Industries Holding Company	-	可行性研究	30.0
哈萨克斯坦	东方希望	-	拟建	100.0
哈萨克斯坦	信发	-	拟建	240.0
哈萨克斯坦	新疆三宝实业集团+内蒙古万江投资有限公司	2029	拟建	30.0
老挝	乌多姆赛 AI 绿电生态铝产业园项目	-	拟建	50.0
尼日利亚	Sudarshan Aluminium FZE	-	建设中	100.0
坦桑尼亚	项目 4	-	拟建	12.0
阿塞拜疆	Ganja	-	拟建	4.0
阿塞拜疆	项目 5	-	可行性研究	20.0
合计				2349.5

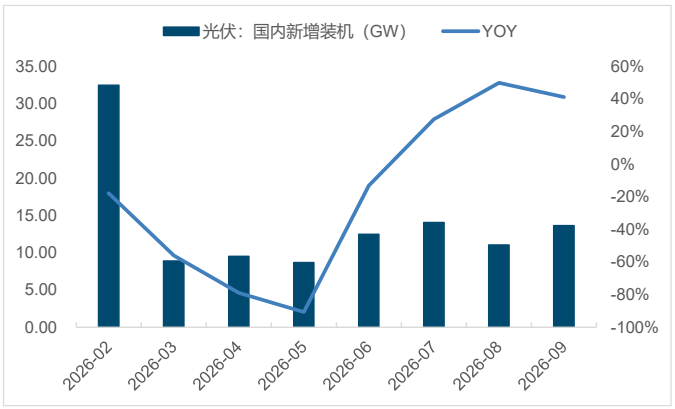
来源：SMM，国金证券研究所

需求端多元、韧性较强，有望超预期。26 年表需回落主要是国内光伏装机大幅下滑以及地产的拖累，但 26H2 随着库存快速去化，表需也大幅回暖。国内光伏 26 年 1-9 月装机下滑 54%，加之在铝消费里占比不高，27 年拖累有望大幅减少。市场还担心今年强出口的可持续性，但我们认为中国的出口依旧有较强的竞争力和正外部性，从全球实物消耗来看，更可能是贸易的流转，随着经济发展，实物消耗仍将增长。27 年需求端可期待的亮点如下：1）船舶：2026 年 1-9 月，我国造船完工量 5805 万载重吨，同比增长 50.7%，根据阿拉丁的测算，船舶铝消费量约 200 万吨，同比增长 44%，当前国内手持订单量 39913 万载重吨，27 年有望维持高增长。2）电网：2026 年前三批特高压设备招标累计中标金额已达 292.6 亿元，超过 2025 年全年水平，高景气成为内需压舱石。3）新能源车的相对传统油车的结构性替代，26 年 9 月全球新能源车渗透率约 24.7%，相较年初大幅提高。4）铝代铜：铜铝比依旧在历史高位。5）原铝替代废铝：废铝紧张，价格处于相对高位，精废价差收窄，再生铝产量下滑，用原铝替代废铝，这是 26H2 表需强劲的重要支撑。

此外，全球库存水平较低，27 年或带来补库需求：截至 11 月 19 日，国内铝锭回落到 39.6 万吨，来到近 10 年同期最低水平；海外期货的显性库存也是在历史最低水平，27 年或有补库拉动的需求。

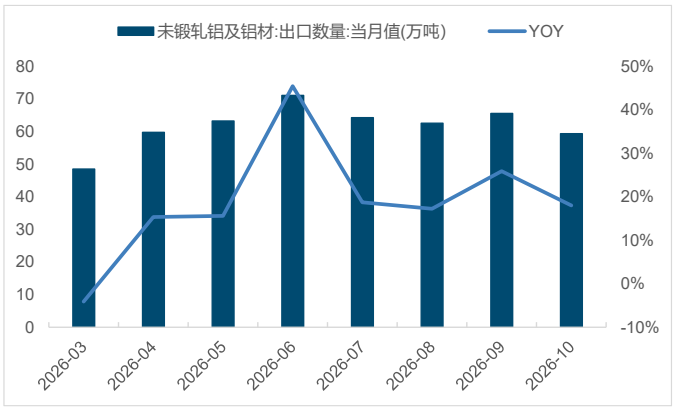
小结：权益市场已隐含铝价悲观预期，红利属性有待重估。SMM 预计 27 年全球铝消费增速仅 2%%，在供应宽松的背景下过剩量较大。我们认为海外供给响应速度慢，需求韧性被低估，27 年铝价均价有望维持在 2 万元/吨，此时海外新投项目在高利率下的回本周期较长，且海外高成本产能承压。26 年 1-9 月，中国净进口电解铝 162 万吨，当前现货进口亏损较大，反应海外高成本。国内电解铝企业在全球位于成本左侧，主要是国内的电力优势、制造业集群优势和资产负债表优势构建的超额利润，同时由于供给侧天花板的约束，资本开支回落，公司分红意愿也较强，使得铝板块的红利属性有望在 27 年价格底部重估。

图表24：26H1 光伏大幅下滑，26Q3 低基数上恢复增长



来源：iFinD，国金证券研究所

图表25：中国铝材出口 10 月环比回落引发市场担心



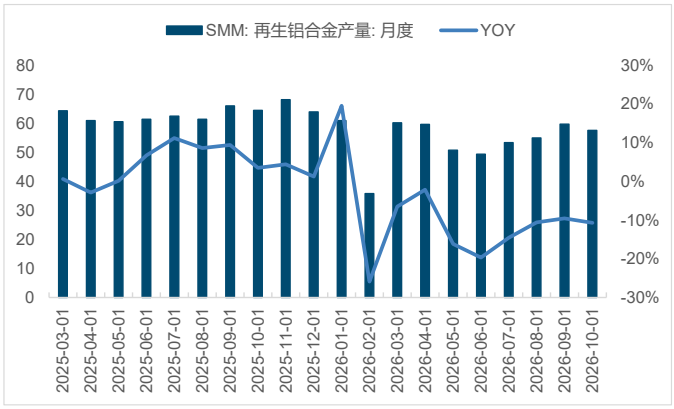
来源：iFinD，国金证券研究所

图表26：精废价差来到历史底部，刺激原铝替代废铝



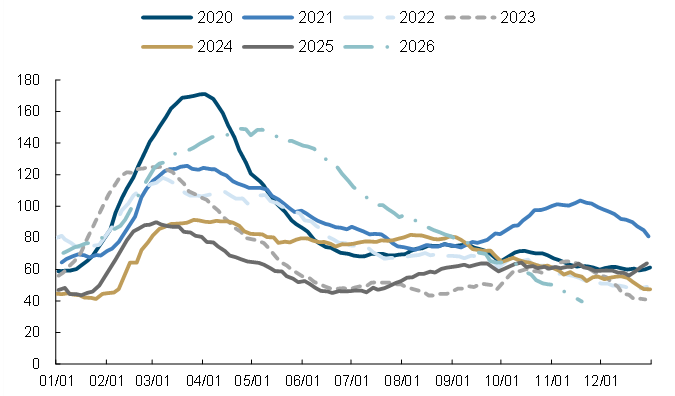
来源：SMM，国金证券研究所

图表27：26 年国内再生铝产量持续承压



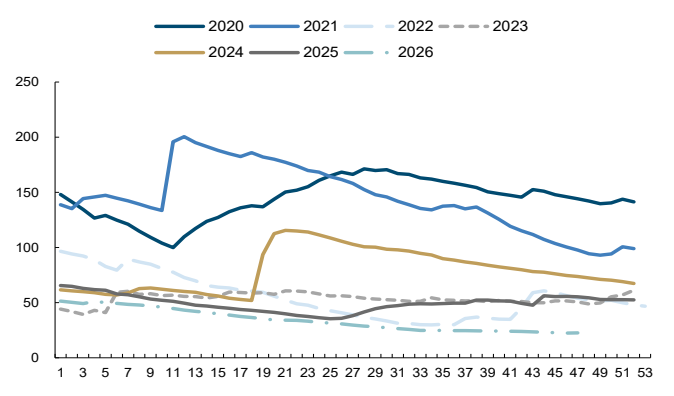
来源：SMM，国金证券研究所

图表28：中国铝锭社会库存已来到近年最低（万吨）



来源：钢联，国金证券研究所

图表29：海外铝显性库存—历史 10 年底部（万吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表30：铜铝比来到近 10 年高位，刺激铝代铜的需求



来源：iFinD，国金证券研究所

图表31：铝的进口利润承压，进口主要靠俄罗斯



来源：SMM，国金证券研究所

二、贵金属

2.1 金：结构性驱动依旧，等待周期性共振，板块赔率较大

黄金在 26 年从货币信用担忧，转向通胀、加息与资金去杠杆，截至 11 月 20 日，伦敦金现年初至今下跌 18%至 3570 美元/盎司，26 年金价走势复盘如下：1）1 月，地缘政治紧张、联储独立性担忧共同推动金价，金价加速冲顶，1 月 29 日现货盘中一度接近 5,600 美元。1 月 30 日沃什获提名后，市场重新评估联储政策与美元前景，拥挤多头集中兑现，金价迅速跌回 4,900 美元附近。2）2 月至 3 月初，亚洲逢低买盘、美元走弱与中东避险推动反弹，3 月 2 日现货盘中一度升至 5,419 美元附近。3）3 月至 6 月，战争逐步转化为通胀与紧缩压力，同时 AI 拉动美国经济走强挑战黄金长逻辑，6 月下旬现货跌破 4,000 美元。能源冲击推升利率预期，叠加 AI 投资的拉动，实际利率与美元走强，黄金同时承受 ETF 赎回、趋势策略减仓及土耳其央行卖盘。4）7-8 月，加息预期一度回摆，美国干预日元汇率与贝森特对长债回购干预放大结构性担忧，黄金一度冲高到 4700。5）9 月至今，面对高通胀，联储开启鹰派加息，强美元也对金价形成压制，随着连续加息预期的强化，金价一路走低，民主党中选横扫两院的潜在利好只有阶段性反应。

图表32：26 年黄金在年初冲高后大幅回落



来源：ifind，国金证券研究所

图表33：26 年美元指数震荡走强，压制金价



来源：ifind，国金证券研究所

等待周期性共振：加息预期与 AI 拉动下，实际利率走高带来金价承压

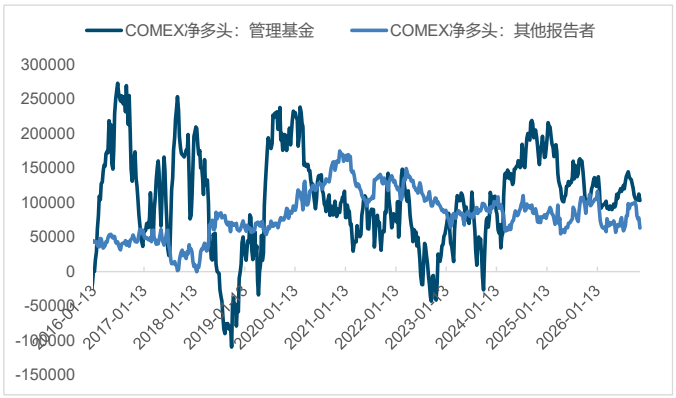
周期性逆风：高通胀带来加息预期与高实际利率，期货卖出，ETF 流入相较 25 年减少。从年初预期持续降息，逆转为 26 年 9 月开启新一轮加息周期，点阵图目前定价还要再连续加息 3 次，这是短期压制黄金的最大周期性逆风。背后是美国在 AI 投资拉动下，非农相对强劲，高通胀使得联储较为鹰派，截至 11 月 18 日，实际利率走高至 2.88%的高位。期货市场是 9 月以来下跌的抛售主力，26 年 1-10 月黄金 ETF 流入 245.6 吨，远低于去年同期的 685 吨。

图表34：26 年 9 月加息之后，点阵图预计还有 3 次加息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/12/9	0.0%	93.0%	7.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2027/1/27	0.0%	24.7%	70.2%	5.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	8.4%	40.2%	48.0%	3.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	5.7%	30.0%	45.5%	17.7%	1.1%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	3.6%	21.0%	39.8%	28.0%	7.2%	0.4%	0.0%
2027/7/28	0.0%	3.2%	19.1%	37.7%	29.3%	9.5%	1.2%	0.0%
2027/9/15	0.0%	2.9%	17.8%	36.2%	30.0%	11.1%	1.8%	0.1%
2027/11/17	0.5%	5.4%	20.8%	35.2%	26.9%	9.6%	1.6%	0.1%

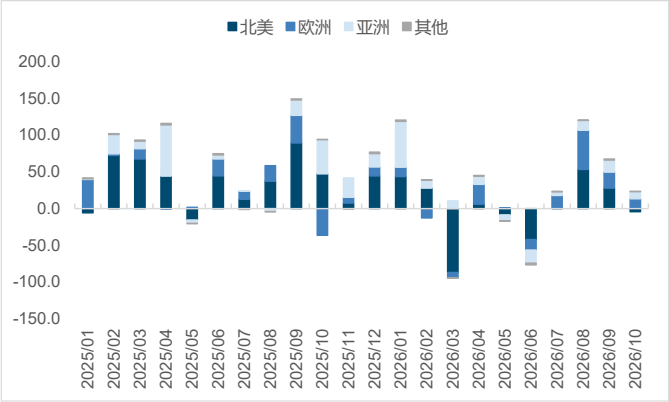
来源：CME，国金证券研究所

图表35：26 年期货市场净多头 1 月冲高回落



来源：ifind，国金证券研究所

图表36：美伊冲突后，26 年 3 月和 6 月 ETF 巨额流出



来源：WGC，国金证券研究所

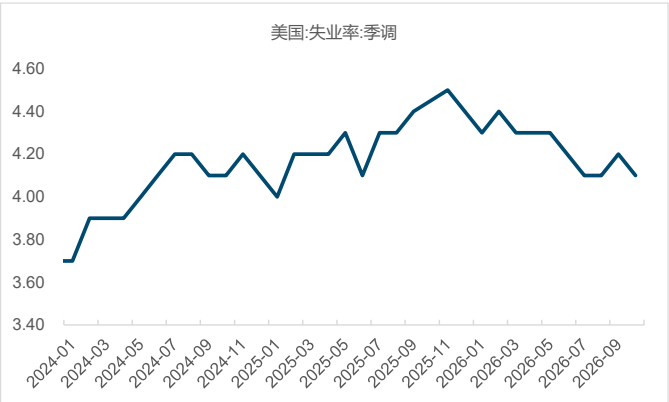
图表37：实际利率高位压制金价



来源：ifind，国金证券研究所

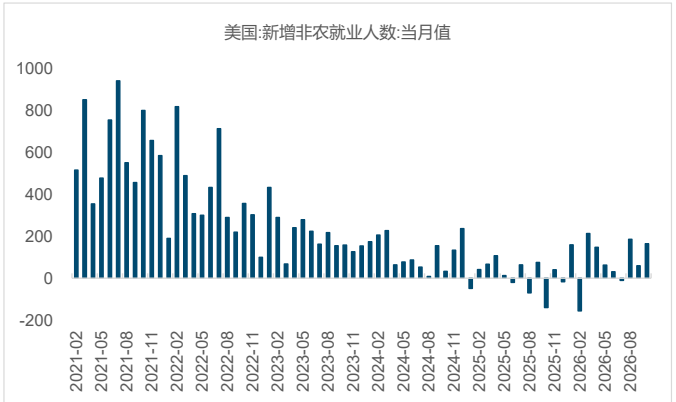
连续加息的前提是就业市场相对稳定，观测连续加息和 AI 投资放缓后是否有压力。AI 带来的中产结构性压力依旧，总量或也难以承受连续加息。非农信息技术和金融活动就业相对承压，平均时薪增速依旧在低位。由于失业偏滞后数据，基于供给收缩下的"均衡"就业市场，若 AI 投资拉动趋缓，能否承受持续加息的冲击，尚需要时间验证。此外，当前美国就业市场当前虽然相对稳定，但活力不足——裁员和招聘双双处于低位。26 年 1-9 月美国离职率（自愿+裁员）为 3.1%，低于疫情前 2019 年的 3.5%；26 年 1-9 月美国招聘率为 3.4%，低于疫情前 2019 年的 3.9%。劳动力市场活力下降，而活力对生产率、实际工资至关重要，劳动力市场的真实健康度，或弱于失业率指标。

图表38：美国失业率走低至 4.1%，是鹰派的前提



来源：ifind，国金证券研究所

图表39：新增非农相较 22 年连续加息，处于弱均衡

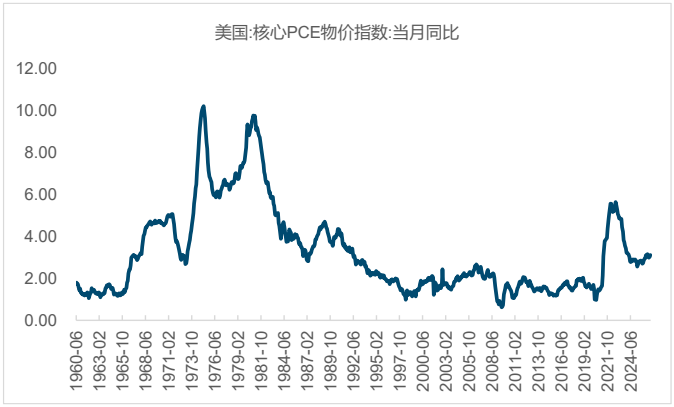


来源：ifind，国金证券研究所

连续加息主要基于高通胀，核心观测后续美伊走势和油价变化，27 年压力有望缓解。26 年 9 月，核心 PCE 同比上涨 3.1%，远高于美联储 2%的通胀目标。美联储理事 Waller 在演讲中表示，9 月核心 PCE 服务分项里，超过 70% 的子项同比涨幅超过 3%，通胀的扩散值得警惕，且核心商品、剔除住房的市场化核心服务这两个分项也在走高。由于房

贷利率偏高，我们认为住房通胀相对可控，后续 AI 投资放缓，通胀压力也会减小，最重要的结构性因素依旧是油价。若民主党 27 年控制国会之后，美伊冲突缓解，油价回落，我们认为通胀压力将会回落。油价是在 26 年 3 月打仗之后大幅走高，后续高基数下压力也应该会减小。

图表40：26 年 9 月核心 PCE 3.1%，远高于 2%目标



来源：ifind，国金证券研究所

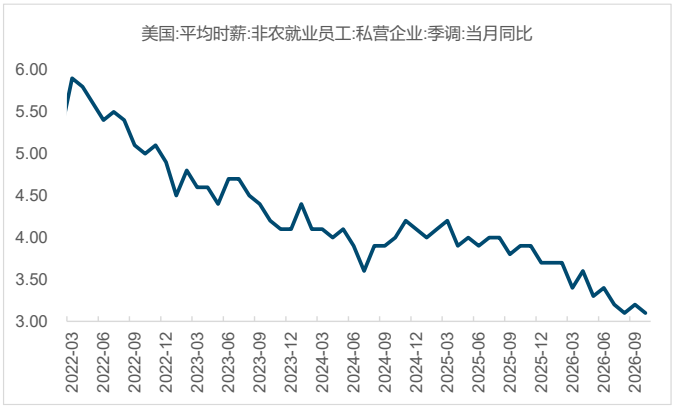
图表41：近期油价回落至 90 美元出头



来源：ifind，国金证券研究所

美国经济周期或往下，强美元和高利率的压制将趋缓。2026Q3 美国实际 GDP 环比折年率达到 3.4%，美国当前经济强劲主要是消费韧性和 AI 投资驱动。1）消费端消费者信心已处于历史低位，消费韧性较强主要是居民端一直在消费自身储蓄，背后是 AI 投资与股市繁荣使得 K 型上沿居民的预期较好，从而拉动消费。若后续 AI 投资放缓，股市承压，美国消费或将承压。2）27 年民主党执掌两院，高基数下 AI 对美国经济拉动或将放缓。可以期待 27 年底重新回到降息周期，27 年下半年随着经济走弱，降息预期或开始发酵。

图表42：美国工资增速处于低位，二次通胀风险低



来源：ifind，国金证券研究所

图表43：消费韧性来自于储蓄的消耗，或随预期下修而变化

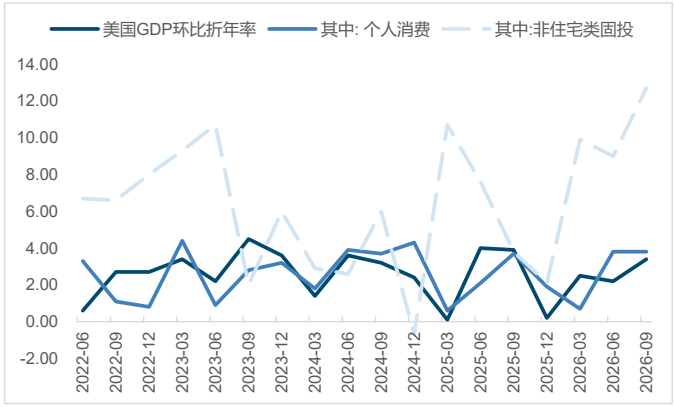


来源：ifind，国金证券研究所

图表44：美国消费者信心处于低位



图表45：美国当前经济强劲主要是消费韧性和 AI 投资驱动



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

结构性驱动：美国高财政赤字率下，央行持续购金提供强支撑

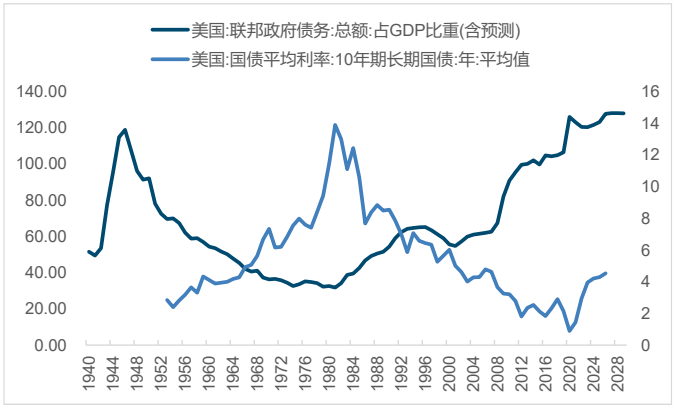
结构性牛市的驱动因素是市场预计以美元为基础的信用体系走弱，全球央行购金行为是具体体现，这是 22 年以来黄金需求的最大支撑。黄金是美国财政与信用矛盾在资产价格上的映射。美国的高债务与持续赤字构成黄金的长期支撑，联储可以通过利率调节经济与通胀，却难以从根本上修复财政失衡。唯有 AI 应用爆发，带来美国经济强劲增长，才会破坏黄金长逻辑。

图表46：美国财政赤字率维持在 6%以上的历史高位



来源：ifind，国金证券研究所

图表47：美国进入历史罕见的高债务与高利率组合



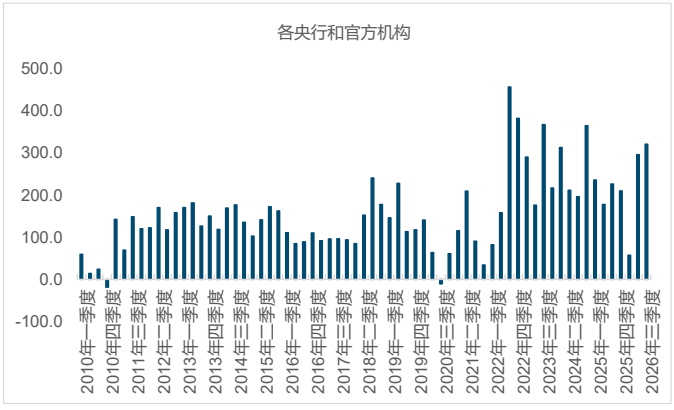
来源：ifind，国金证券研究所

展望 27 年，美国两党对财政开支的侧重点不同，或各退一步相互妥协，预计美国财政赤字率将维持在 6%以上的高位，这是历史上美国应对危机的赤字率水平。地缘不确定、对美国赤字率和美元的担忧，将在 27 年继续驱动全球央行购金。26Q3 全球央行购金活动仍高度集中，主要由中国和波兰贡献。当前中国黄金储备占比不到 9%，远低于俄罗斯的 41%和欧美的近 80%，未来有望持续贡献增量；亚洲黄金 ETF 也更相信美元信用弱化的叙事。

除美国外，法国等发达国家债务风险也在发酵。26 年来欧洲的长期国债收益率持续飙升，除了加息外也反应财政压力下期限溢价的抬升。上世纪 80 年代以来延续数十年的债券利率下行趋势正在逆转，而各国政府尚未充分准备好，应对高负债与高利率叠加带来的持续付息压力。若各国政客在经济承压时进行财政刺激和货币防水，黄金的结构性驱动将会更强，货币属性发酵后，对手盘足够大，且在全球金融资产配置当中依旧占比较低。

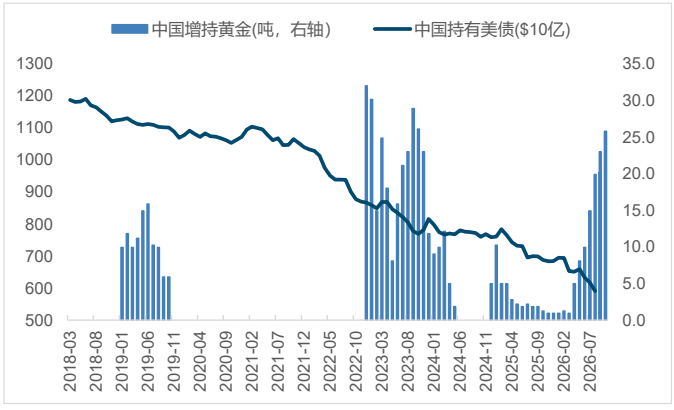
小结：看好 27 年金价波动向上，从 3500 美元/盎司的价格逐渐筑底回升，若 27 年下半年回到降息预期，结构性催化发酵，27 年底有望回到 4800 美元/盎司以上。国内黄金公司在 26Q3 产量承压，后续有望演绎量价齐升。黄金熊市的情景——全球经济欣欣向荣，大国关系其乐融融。目前看两个条件满足都较为困难，则黄金牛市的叙事逻辑难以逆转。

图表48：26Q3 央行购金，创近 3 年同期新高



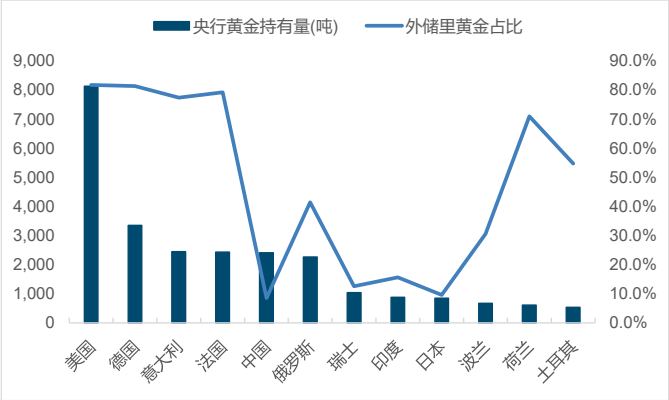
来源：WGC，国金证券研究所

图表49：中国央行购金环比加速



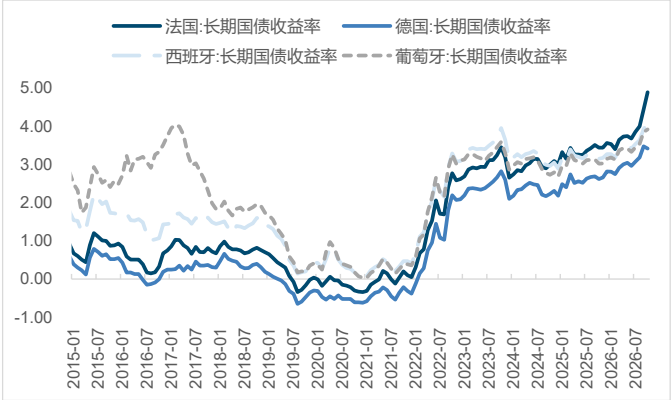
来源：ifind，国金证券研究所

图表50：中国央行黄金储备依旧较低



来源：WGC，国金证券研究所

图表51：欧洲特别是法国长端国债收益率在26年大幅走高

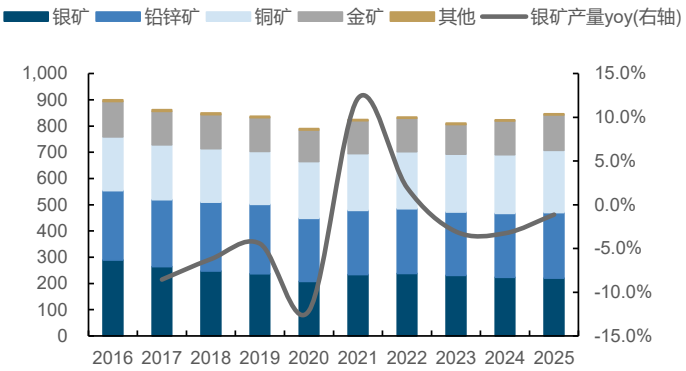


来源：ifind，国金证券研究所

2.2 银：供需缺口延续，看好银价后续弹性

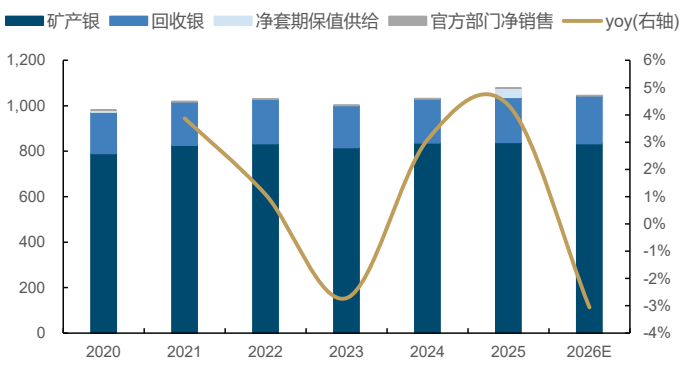
矿产银供给小幅收缩，白银供给预计回落。白银产出以伴生矿为主，供给对银价上涨的短期响应有限；高银价刺激回收银供给增长，对矿端供给形成补充。据世界白银协会，2026年全球银供给预计同比-3%；其中全球矿产银产量预计同比-0.5%，回收银供给预计同比+6%，总供给下降主要受净套保供给减少影响。

图表52：白银以伴生矿为主要产出形式（百万盎司）



来源：世界白银协会，国金证券研究所

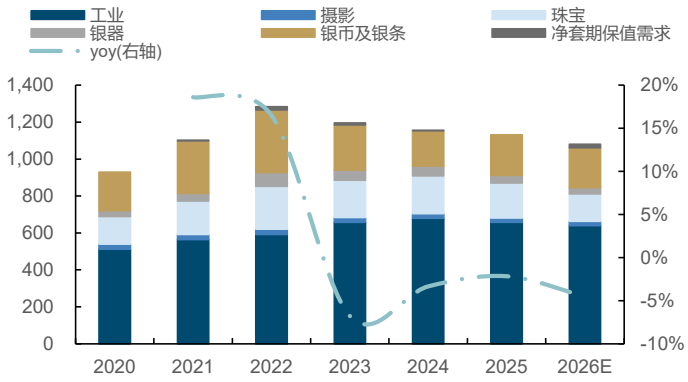
图表53：2026年银供给预计小幅收缩（百万盎司）



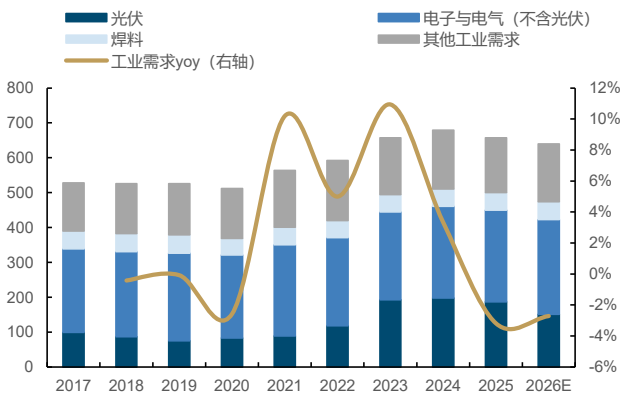
来源：世界白银协会，国金证券研究所

非光伏工业需求增长，珠宝需求回落拖累总需求。据世界白银协会，2026年全球白银总需求预计同比-5%，其中珠宝用银需求预计同比-22%，是总需求回落的主要拖累。工业需求方面，高银价推动光伏降银、替银工艺加快应用，光伏用银承压；AI数据中心建设、汽车电动化及电网升级有望带动相关用银需求，部分对冲光伏降幅。2026年非光伏工业用银量预计同比+4.5%，整体工业用银量预计同比-3%。

图表54：2026年珠宝需求预计回落拖累总需求



图表55：数据中心、新能源汽车等电子需求有望贡献增量



来源：世界白银协会，国金证券研究所

来源：世界白银协会，国金证券研究所

白银供需缺口延续。据世界白银协会预测，2026 年全球白银供给约为 1045 百万盎司，同比-3%；需求约为 1081 百万盎司，同比-5%，供需缺口为 35 百万盎司，较 2025 年的 54 百万盎司有所收窄。

图表56：白银供需平衡表

百万盎司	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	yoy
				供给				
矿产银	790	826	834	816	837	839	834	-1%
回收银	182	192	195	185	194	198	210	6%
净套期保值供给	8	0	0	0	0	40	0	
官方部门净销售	1	2	2	2	1	2	1	-35%
总供给	**981**	**1,019**	**1,030**	**1,002**	**1,033**	**1,078**	**1,045**	**-3%**
				需求				
工业	512	564	592	657	679	657	640	-3%
摄影	27	28	28	27	25	24	23	-7%
珠宝	150	181	233	202	205	189	148	-22%
银器	31	41	74	55	53	42	35	-17%
银币及银条净需求	209	285	339	244	191	219	215	-2%
净套期保值需求	0	4	18	11	3	0	20	
总需求	**929**	**1,102**	**1,284**	**1,197**	**1,157**	**1,132**	**1,081**	**-5%**
供需平衡	**52**	**-84**	**-254**	**-195**	**-124**	**-54**	**-35**	**-35%**

来源：世界白银协会，国金证券研究所

2025 年以来白银较黄金更大的弹性主导金银比波动。2025 年上半年，避险资金率先流入黄金，4 月金银比一度上升至 105 倍。黄金走强为白银提供支撑；四季度白银投资需求升温叠加伦敦现货供应偏紧，推动银价涨幅超过金价，金银比于 2026 年 1 月 27 日降至 45.4 倍。随后金银价格均震荡回落，由于白银跌幅更大，金银比再度回升。截至 2026 年 11 月 20 日，金银比已回升至 84.3 倍，高于世界白银协会估计的约 60 倍长期均衡水平。

图表57：金银比与制造业 PMI 历史上呈负相关



图表58：本轮行情中白银弹性主导金银比波动

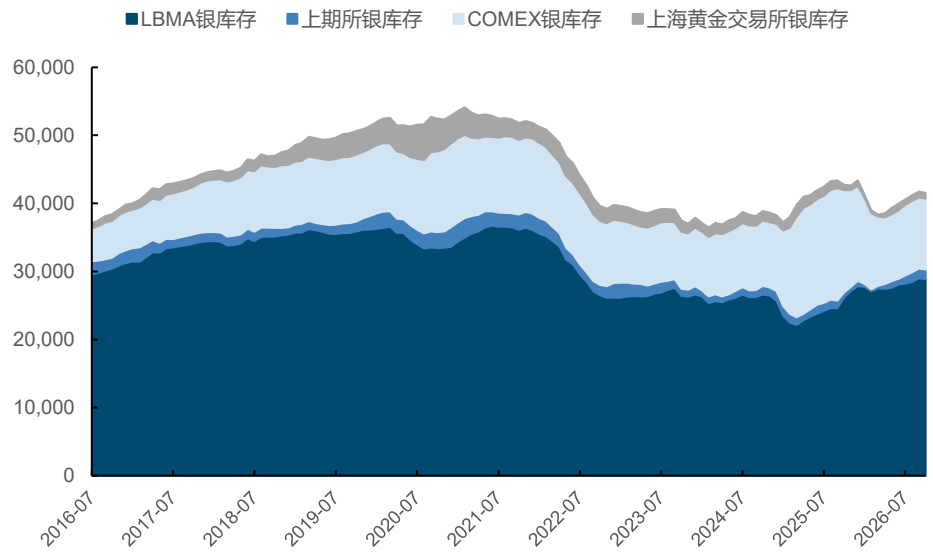


来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

可观测白银库存自低位回升，挤仓行情风险缓和。2025 年，美国关税不确定性推动白银流入 COMEX 仓库，叠加产业及银条、银币需求回升，伦敦市场可供拆借的现货趋紧。2025 年 10 月极端逼仓行情发生，白银 1 月期租借利率由约 1%升至 30%以上，空头被迫平仓进一步加剧伦敦现货紧张，银价随之走高。随着实物白银回流伦敦，租借利率于 10 月下旬回落。截至 2026 年 10 月，主要市场可观测白银库存较低位回升，LBMA 白银库存约 2.89 万吨，较 2025 年 3 月最低点+30.6%，库存回补后现货供应压力显著缓解。

图表59：可观测白银库存自低位回升（吨）



来源：iFind，国金证券研究所

投资需求看，白银交易所产品 iShares Silver Trust（SLV）的实物白银持仓自 2026 年 7 月低位回升，截至 2026 年 11 月 20 日，SLV 实物白银持仓量为 1.56 万吨，较低点回升 5.1%，显示部分资金已开始重新增配白银。展望后市，黄金若走强则有望为银价提供支撑，同时白银较高的价格弹性有望推动金银比向历史中枢回落，银价有望取得更大涨幅。

图表60：SLV 实物白银持仓回升，部分投资资金回流



来源：iFind，国金证券研究所

三、能源金属

3.1 锂：供给周期&需求周期的碰撞，价格大幅上涨

供给周期&需求周期的碰撞，价格大幅上涨。1）2025H1 前期扩产项目进入释放期，资源与冶炼供应增加，下游增长尚不足以吸收增量。高库存延长供给调整过程，锂价在需求增长背景下仍承压。2）进入 2025H2 江西矿山合规及权证问题收紧边际供应预期，采购与备库增加。随后锂辉石增产部分对冲云母减量，供应紧张预期缓解，价格先修复后反复。3）2026H1 随着需求端预期兑现，以及矿端出口及权证审批扰动抬升原料保障风险，动力和储能排产同步增长。短期供应调整存在时滞，采购与备货放大阶段性紧张，推动价格上行。4）2026H2 市场开始担心锂电库存及需求延续性问题，并且随着供给端增量项目逐渐进入放量期，锂价承压下行。

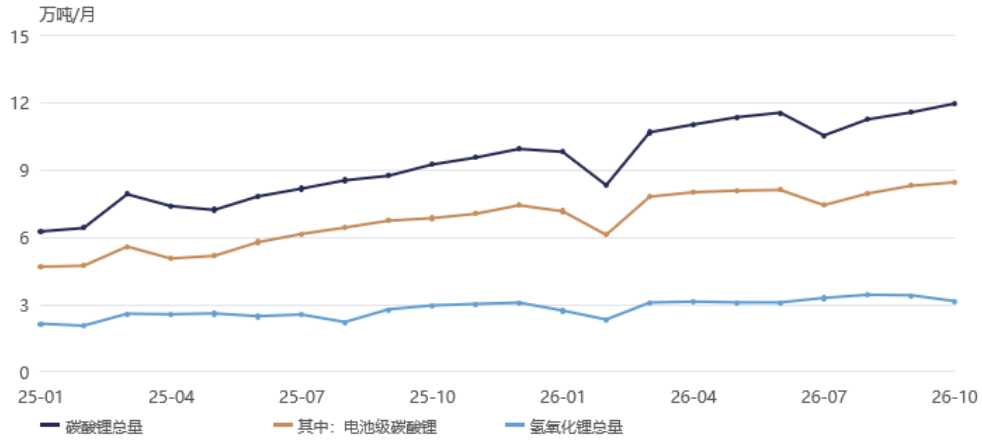
图表61：下游需求爆发，价格反转



来源：SMM，国金证券研究所

供给端如期释放，产量同比增长近 40%。2025 年国内碳酸锂产量 97.04 万吨。2026 年 1 一 10 月产量 107.86 万吨，同比增长 39.0%，已超过上年全年。月产量由 2 月 8.31 万吨回升至 10 月 11.94 万吨，春节检修结束、原料到港恢复及部分产线复产推动供应增加。锂辉石路线是主要增量来源，前十个月产量同比增长 42.3%。进口到港增加改善原料保障，前期检修锂盐厂重新投产，推动国内冶炼产出增加。盐湖和回收提锂同步增产，进一步弥补云母矿减产造成的缺口。同期电池级碳酸锂产量 77.24 万吨，同比增长 35.4%;氢氧化锂产量 30.38 万吨，同比增长 23.6%。

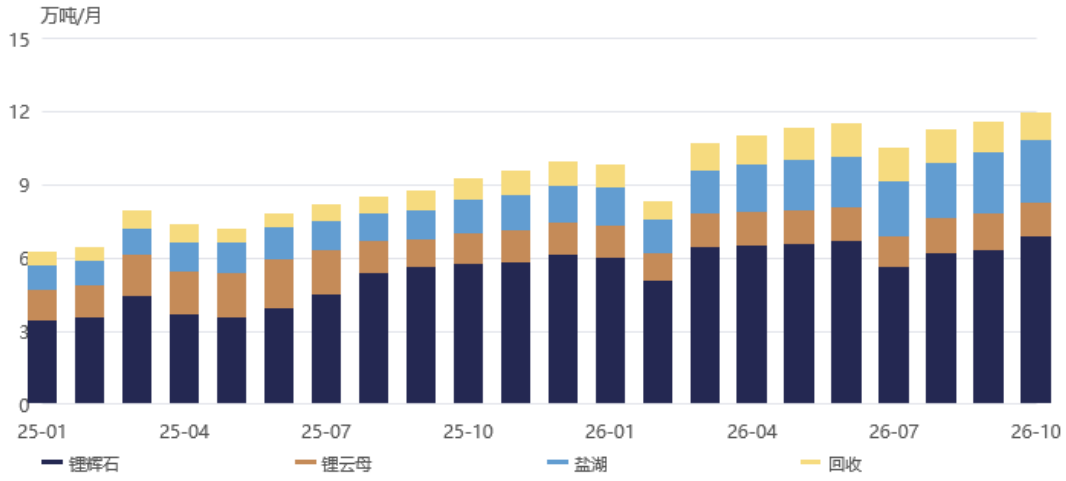
图表62：国内锂盐产量同增 40%



来源：SMM，国金证券研究所

各类资源逐步兑现产能增量。2026 年 1 一 10 月，锂辉石路线碳酸锂产量 62.10 万吨，同比增长 42.3%，贡献主要供应增量。进口到港增加及国内检修产能重启，改善锂盐厂原料供应和生产连续性。同期盐湖、回收路线产量分别为 20.28 万吨、11.84 万吨，同比增长 72.6%、73.3%;锂云母产量 13.64 万吨，同比下降 11.3%。盐湖产量持续增加及回收供应扩张，使国内锂盐供应对云母矿的依赖有所下降。

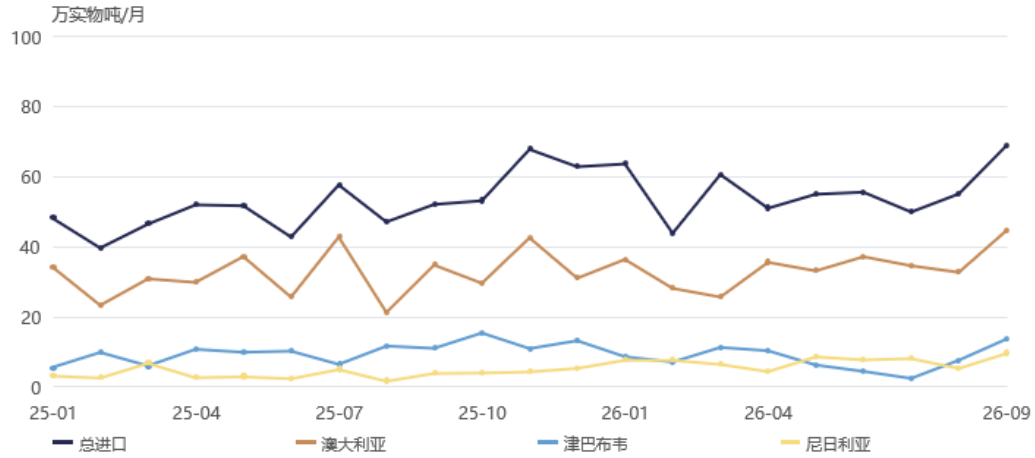
图表63：国内碳酸锂产量主要由辉石贡献



来源：SMM，国金证券研究所

海外矿端供给平稳增长。2025 年中国锂精矿进口 621 万实物吨。2026 年 1 一 9 月进口 503 万实物吨，同比增长 15.1%；9 月进口 69 万吨，环比增长 25.1%。海外原料到港增加，为国内锂辉石提锂增产提供原料。澳大利亚仍为主要来源，前三季度进口 307 万吨，占比 61.1%。当地矿山复产及产线运行改善增加后续发运能力，Ngungaju 重启、Bald Hill 爬坡和 Greenbushes CGP3 恢复运行均为供应增长提供支撑。非洲供应对原料结构的影响扩大。前三季度自津巴布韦、尼日利亚进口分别为 70.07 万吨、65.32 万吨，合计占比 26.9%。

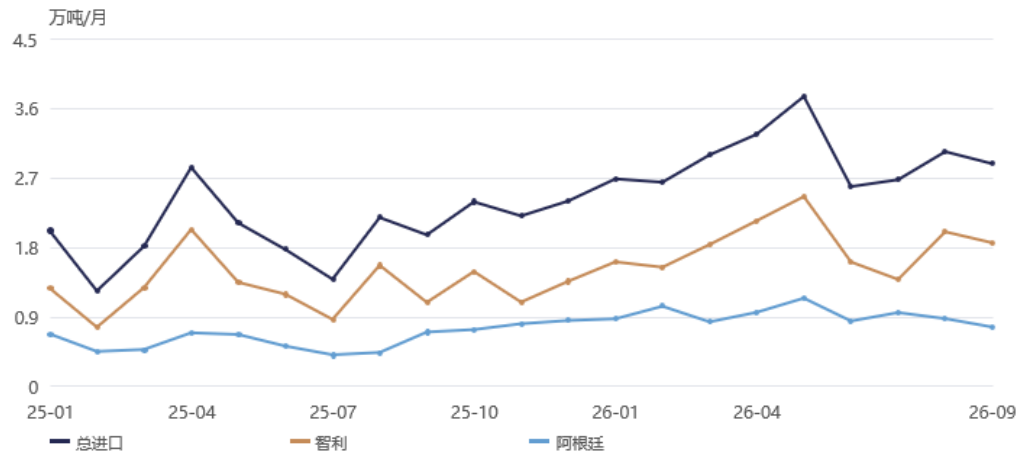
图表64：国内锂精矿进口量稳步增长



来源：SMM，国金证券研究所

南美盐湖出货量高增，释放部分历史库存。2025 年中国碳酸锂进口 24.30 万吨。2026 年 1 一 9 月进口 26.53 万吨，同比增长 53.3%，已超过上年全年。进口增速高于精矿实物量增速，海外直接供给锂盐对国内市场的补充作用增强。前三季度自智利、阿根廷进口分别为 16.39 万吨、8.26 万吨，占比分别为 61.8%、31.1%。Fenix1B 和 Sal de Vida 于二季度首产，Centenario 持续爬坡，南美新产能逐步释放，为区域供应增长提供支撑。

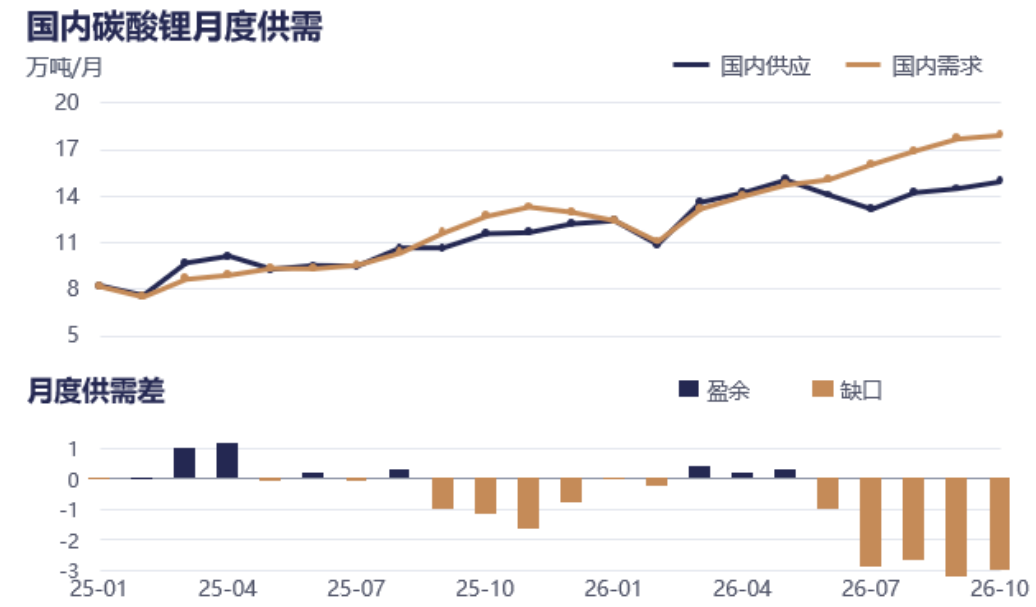
图表65：国内锂盐进口量高增



来源：SMM，国金证券研究所

由过剩转入大幅短缺，2026 年 1-10 月已有 12 万吨缺口。2025 年锂资源整体偏平衡，根据 SMM 数据，上半年累库约 2.3 万吨 LCE，下半年随着江西矿权管理等因素，转为 4.4 万吨 LCE 缺口。进入 2026 年短缺是常态，缺口集中在下半年。7—10 月合计缺口 11.8 万吨 LCE。

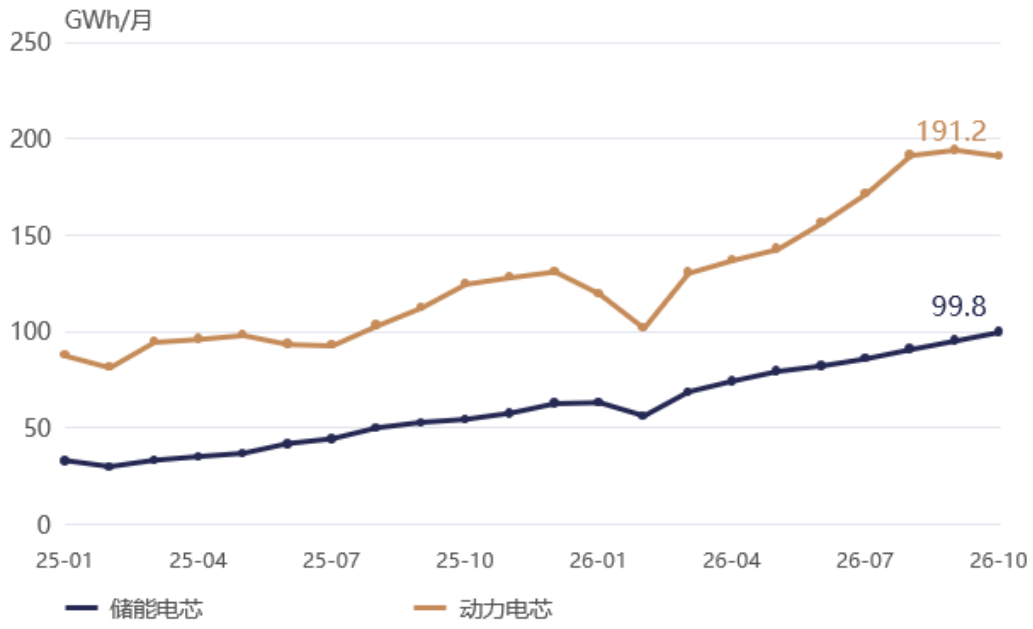
图表66：碳酸锂 2026 年缺口扩大



来源：SMM，国金证券研究所

需求兑现高增长预期。2026 年 1-10 月储能电芯产量 795GWh，同比增长 94%。海外订单与交付需求扩张支撑排产，储能已成为电芯需求的重要增量来源。2026 年 1-10 月动力电芯产量 1538GWh，同比增长 56%。整车出口和单车带电量提升支撑需求，国内终端零售仍偏弱，产量增长更多体现内外需及车型结构的共同作用。

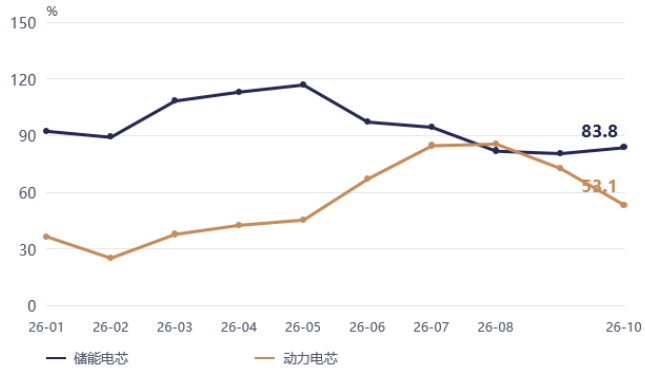
图表67：储能与动力电芯产量同步增长



来源：SMM，国金证券研究所

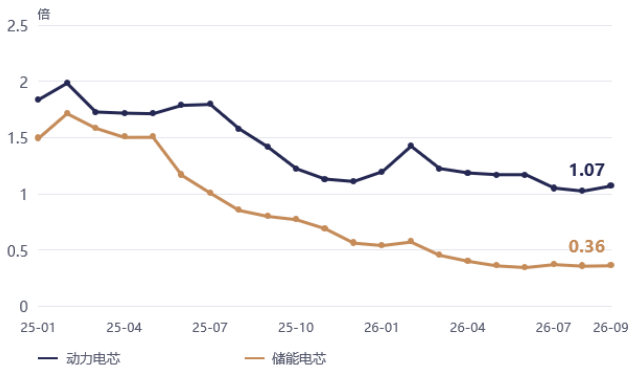
2027 年电芯环节有望保持增长态势。2026 年储能电芯生产与海外订单保持高速增长，2027 年有望在高基数上延续增长。国内容量补偿明确部分收入，现货及辅助服务机制完善增加运营收益来源，项目清单与建设推进有望进一步扩大系统采购和电芯交付需求。预计国内新能源汽车销量将由下降转为温和回升。2026 年税收优惠退坡及前期消费透支压制终端需求，2027 年同一税制下的同比冲击减弱，低基数也有利于增速改善。

图表68：2026 年储能电芯保持高增



来源：SMM，国金证券研究所

图表69：产业链整体整线去库状态



来源：SMM，国金证券研究所计算

四、稀土及小金属

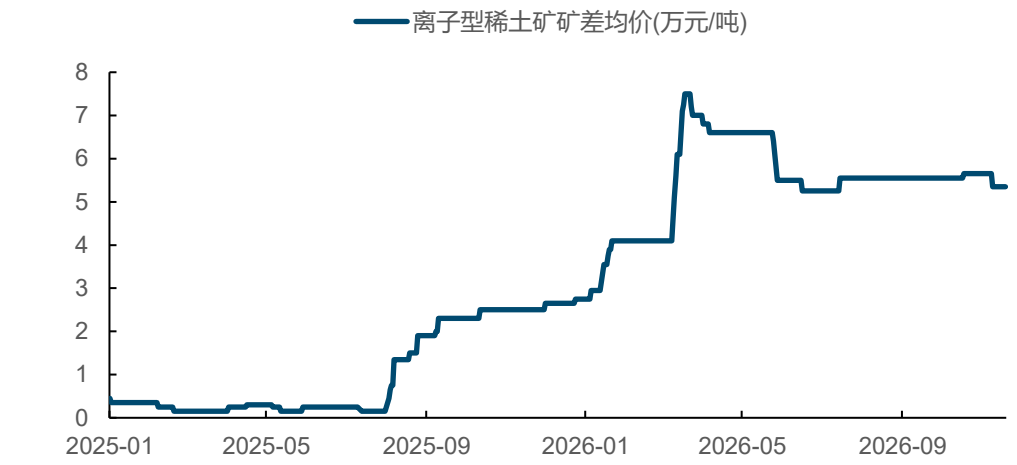
4.1 稀土：供改主线进一步强化

（1）矿端、回收、冶炼多环节整合推进

矿端资产整合推进，废料回收监管收紧。2026 年 11 月，中国稀土披露拟发行股份购买中国稀土集团持有的中稀凉山 51%股权，标的公司拥有牦牛坪稀土矿，该矿为国内第二大轻稀土矿。废料回收方面，2026 年 7 月《可回收利用稀土二次资源分类与综合利用技术规范》正式实施，推动稀土二次资源分类及综合利用规范化。随着矿端资源整合及回收环节规范化推进，稀土供给端管控有望进一步加强。

冶炼环节整合亦在推进，分离资产向头部集团集中。2026 年 10 月，盛和资源披露拟将旗下四家稀土冶炼分离企业各 51%的股权转让给中国稀土集团旗下中稀发展。据百川盈孚，截至 11 月 20 日，离子型稀土矿矿差均价为 5.35 万元/吨，自 2026 年初以来加工费持续维持高位。冶炼环节出清持续推进，行业格局逐步优化。

图表70：离子矿加工费维持高位



来源：百川盈孚，国金证券研究所

（2）出口管制延续，战略地位持续提升

稀土相关出口管制延续，对日管控升级。2026 年以来，我国禁止两用物项向日本特定军事用户及用途出口，并于 2 月和 6 月分别将 20 家日本实体列入出口管制管控名单、另将 20 家列入关注名单。11 月，商务部、海关总署公告继续暂停实施部分出口管制措施至 2027 年 1 月 10 日，涉及部分稀土设备、原辅料及相关技术等。稀土作为关键战略资源的地位持续提升。

图表71：稀土相关出口管制延续，对日两用物项管控加强

时间	公告名称	内容
2026/1/6	商务部公告 2026 年第 1 号	禁止所有两用物项对日本军事用户、军事用途，以及一切有助于提升日本军事实力的其他最终用户、用途出口。
2026/2/24	商务部公告 2026 年第 11 号、第 12 号	将 20 家日本实体列入管控名单，禁止向其出口两用物项；另将 20 家日本实体列入关注名单，对相关出口实施更严格的最终用户和用途审查。
2026/6/29	商务部公告 2026 年第 27 号、第 28 号	将 20 家日本实体列入管控名单，禁止向其出口两用物项；另将 20 家日本实体列入关注名单，对相关出口实施更严格审查。
2026/11/9	商务部、海关总署公告 2026 年第 58 号	自 2026 年 11 月 11 日至 2027 年 1 月 10 日，继续暂停实施 2025 年第 55-58 号及第 61、62 号公告，其中涉及部分稀土设备和原辅料、中重稀土、境外稀土物项及稀土相关技术的管制。

来源：商务部，海关总署，国金证券研究所

重稀土管制延续，内外价差进一步走扩。重稀土海外价格上涨持续兑现，截至 2026 年 11 月 20 日，海外氧化镝、氧化铽价格分别上涨至 3500/5500 美元/公斤，较内盘溢价率分别为 1451%/479%。

图表72：氧化镝海外价格强于内盘



图表73：氧化铽海外价格强于内盘



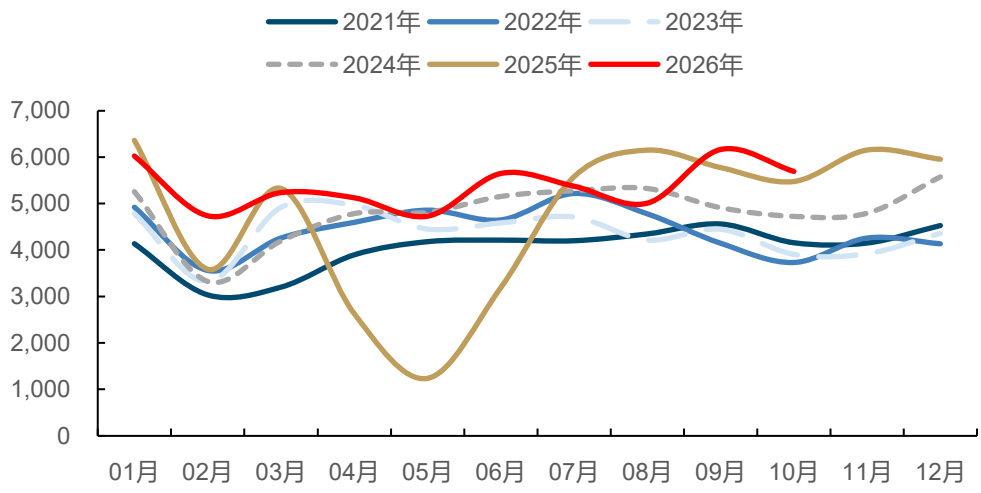
来源：百川盈孚，国金证券研究所

来源：百川盈孚，国金证券研究所

（3）磁材出口景气延续

稀土磁材出口景气延续。2026 年 1-10 月我国磁材出口同比+18.7%；10 月单月同比+4.0%。据 SMM 预计，在中欧"绿色通道"便利对欧出口许可审批、海外备货及东南亚需求拉动下，四季度磁材月均出口量有望环增。同时，由于部分出口管制措施暂停实施至 2027 年 1 月，磁材有望再迎阶段性抢出口行情。

图表 74：我国磁材出口量维持高位（吨）



来源：iFind，国金证券研究所

（4）稀土价格继续看多

稀土出口管制持续升级，国内矿端与冶炼分离环节整合、冶炼端供改均持续推进，叠加磁材出口景气延续，镨钕价格有望延续偏强运行，继续看好稀土板块后市表现。

图表 75：氧化镨钕价格有望偏强运行（万元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 76：重稀土价格有望上行（万元/吨）

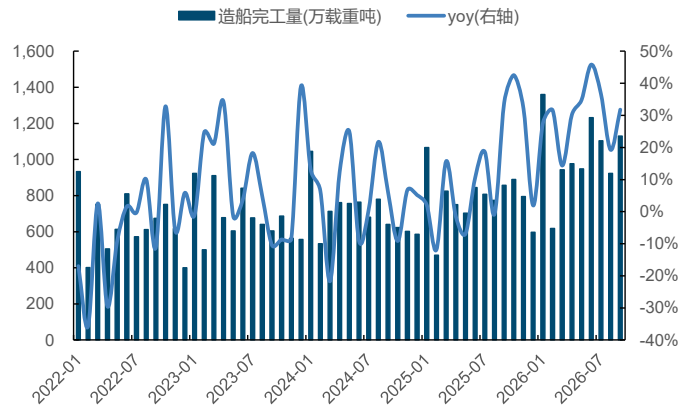


来源：Wind，国金证券研究所

4.2 钼：能化、制造景气延续，钼价有望新高

高端制造景气，能化投资回暖。高端制造领域造船景气领跑，2026 年 1-9 月全球造船完工量同比+30.1%，9 月单月同比+31.8%；当前全球手持订单量仍处高位，为后续排产和交付提供支撑，造船景气有望延续。能化领域，2026 年 1-10 月，我国石油和天然气开采业固定资产投资完成额累计同比+7.7%；2026 年 3 月以来油价维持高位，对油气投资的拉动逐步显现，有望进一步带动含钼钢材需求。

图表77：全球造船完工量持续景气



来源：iFind，国金证券研究所

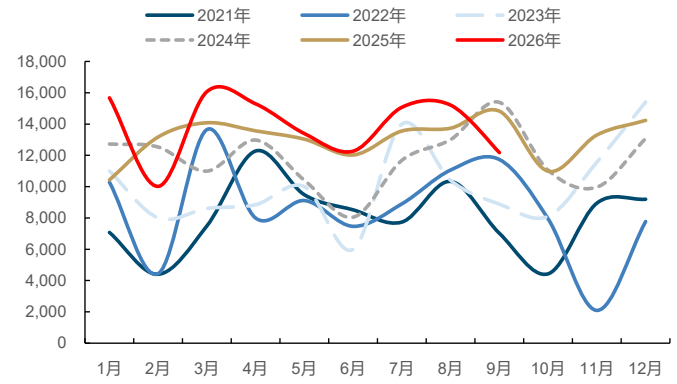
图表78：我国油气资本开支显著回暖



来源：iFind，国金证券研究所

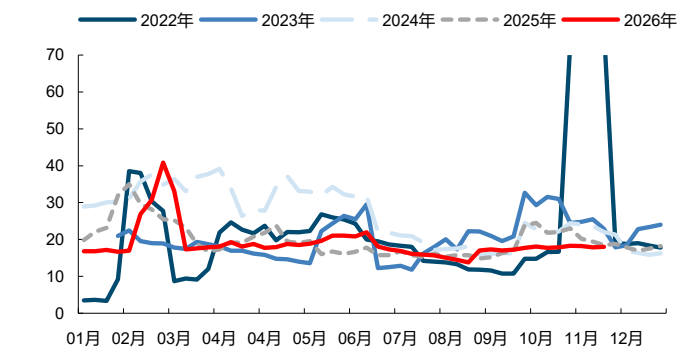
能化、高端制造需求带动国内钼铁钢招量持续景气，2026 年国内钢招量累计同比+5.7%；需求增长带动行业进一步去库，库存天数维持历年同期较低水平。

图表79：2026 年以来国内钢招量持续景气（吨）



来源：铁合金在线，国金证券研究所

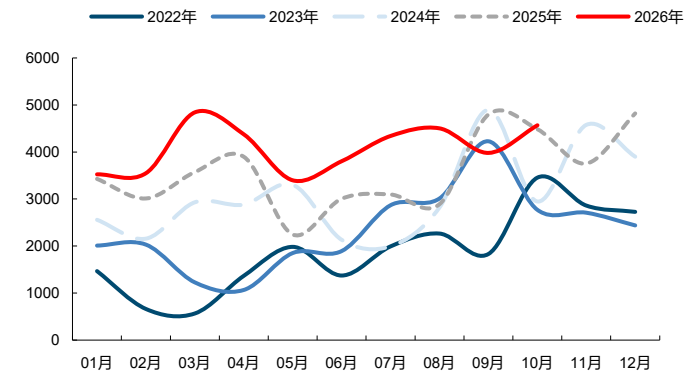
图表80：国内钼库存天数处于较低水平



来源：铁合金在线，百川盈孚，国金证券研究所

钼进口维持高位，2026 年 1-10 月我国测算钼进口量 4.09 万金属吨，同比+18.8%，结合国内钢招量持续景气，我们认为进口高增主要受国内需求景气拉动。展望后市，钼价或有望在需求景气延续下持续新高。

图表81：2026 年以来我国钼进口持续景气（金属吨）



来源：iFind，国金证券研究所

图表82：钼价有望新高



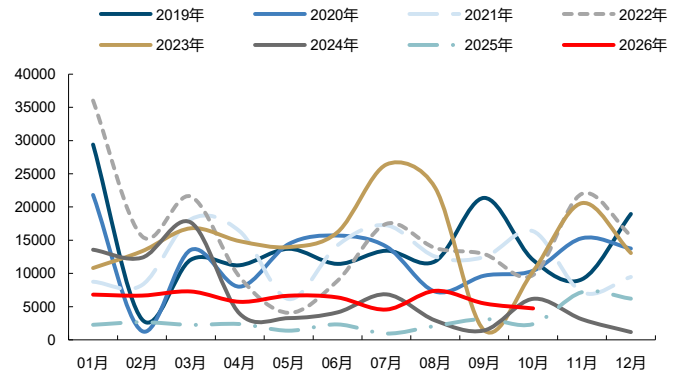
来源：iFind，国金证券研究所

4.3 锡：基本面坚挺，宏观改善后或迎布局机会

（1）供给扰动频发，缅甸复产仍不及预期

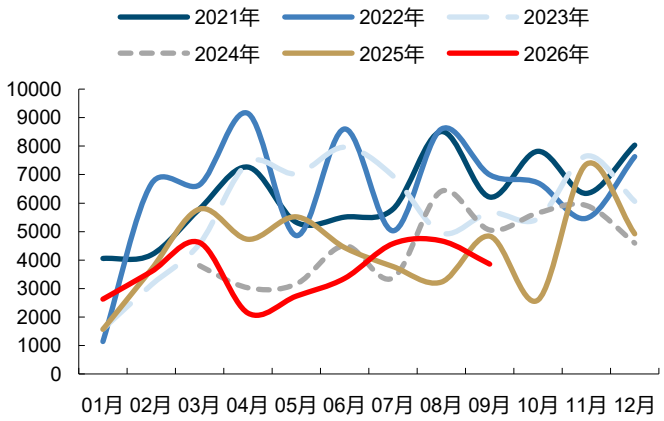
缅甸复产进度持续不及预期，印尼政策约束产量弹性。2026 年 1-10 月，我国自缅甸进口锡矿量同比回升，仍低于 2021 年至 2023 年佤邦禁采前的水平。据 SMM，雨季结束后，佤邦曼相锡矿复产继续推进，但整体进度仍偏慢，预计到 2027 年下半年方能全面复产。印尼方面，2026 年起锡矿 RKAB 恢复年度审批，叠加非法采矿整顿和配额约束，锡矿增产弹性有限。2026 年 1-9 月，印尼精炼锡出口量同比下降 14.4%，其中 9 月单月同比下降 20.3%。

图表83：我国对缅甸锡矿进口量当月值（实物吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表84：印尼精炼锡出口量（吨）

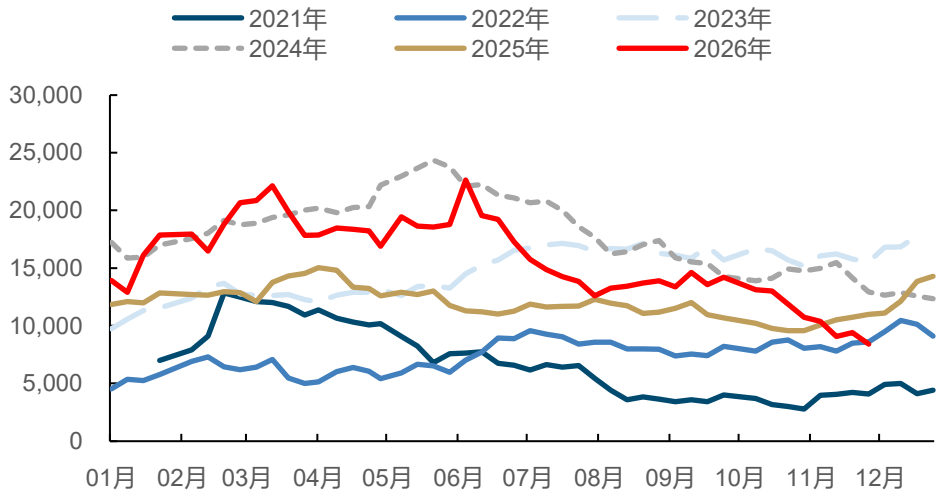


来源：iFind，国金证券研究所

（2）全球库存极低，宏观缓和或推动锡价修复

2026 年中以来，LME 锡库存持续去化，叠加 9 月底云锡冶炼检修，全球锡锭显性库存降至历史低位。截至 2026 年 11 月 20 日，全球库存（LME+国内社会库存）已较 2026 年 6 月初回落约 63%。

图表85：锡全球库存（LME+国内社会库存）已下降至 23 年以来最低水平（吨）



来源：SMM，iFind，国金证券研究所

2026 年四季度，受宏观预期波动及流动性趋紧影响，锡价出现阶段性回调。我们认为，缅甸锡矿复产进度偏慢，印尼精锡供应恢复有限，叠加全球显性库存处于历史低位，锡价基本面支撑仍强；若未来宏观流动性回补，锡价有望重回升势。

图表86：宏观流动性若改善，锡价仍有上行空间（万元/吨）

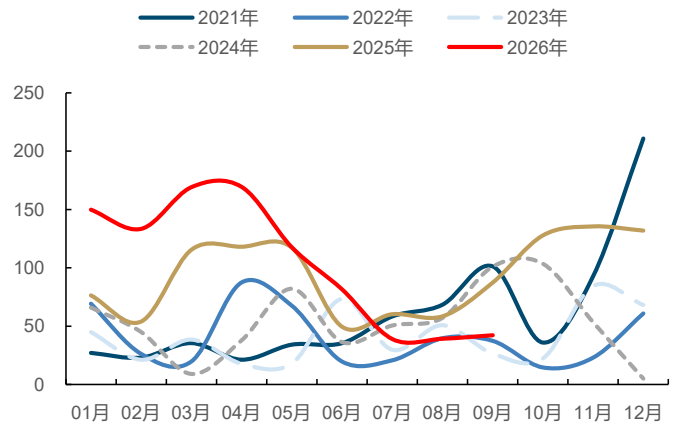


来源：Wind，国金证券研究所

4.4 钨：国产替代或迎良机，资源蓄势待涨

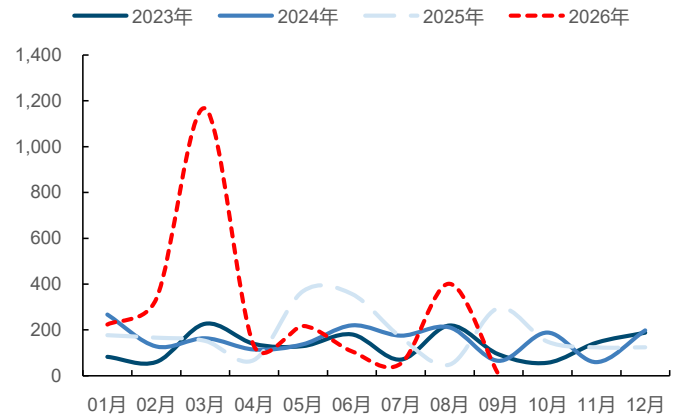
美国废钨出口限制落地，国内钨材产业链及钨价有望受益。2026 年初，我国加强对日两用物项出口管制，钨粉、碳化钨等产品对日出口减少。日本一度加大废钨采购以补充钨原料，2026Q1 日本钨原料进口同比+84%，其中重要来源国之一为美国。8 月 27 日起，美国对废钨实施为期一年的出口限制，限制落地后 9 月美国废钨出口环比-98.6%，海外战略备库进一步升级。后续日本钨原料或进一步紧缺，利好国内钨材产业链及钨价。

图表87：日本进口废钨补充钨原料渠道受阻（吨）



来源：iFind，国金证券研究所

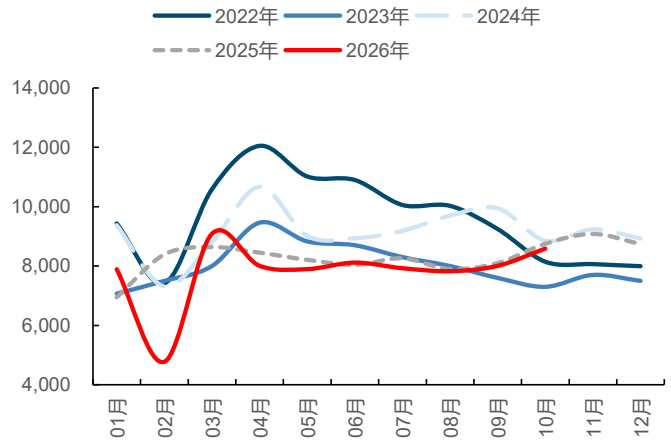
图表88：限制落地后 9 月美国废钨出口接近归零（吨）



来源：iFind，美国人口普查局，国金证券研究所

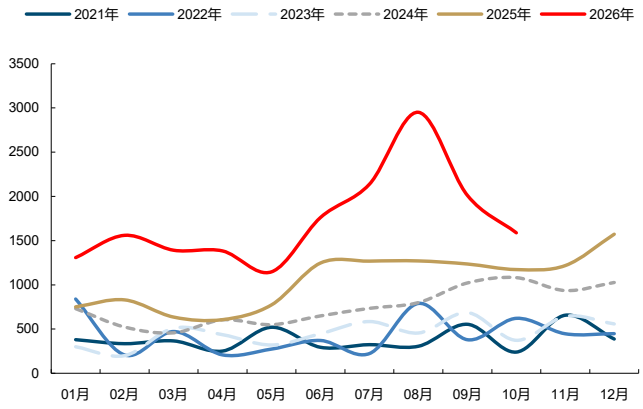
国内钨产量持续承压，进口矿源有所回落。据百川盈孚，2026 年 1-10 月国内样本企业钨精矿产量 7.82 万吨，同比-4.3%；钨矿开采总量控制指标收紧下，国内原生钨供给延续收缩态势。进口方面，2026 年 1-10 月我国钨测算进口量为 1.72 万金属吨，同比+76.1%，钨精矿进口增量主要来自哈萨克斯坦、缅甸等国；累计钨净进口量为 0.85 万金属吨。由于 9-10 月国内钨市场偏弱运行，进口矿贸商盈利承压，钨进口有所放缓；后续进口矿对国内供给端冲击有望减弱。

图表89：2026 年国内钨精矿产量同比回落（吨）



来源：百川盈孚，国金证券研究所

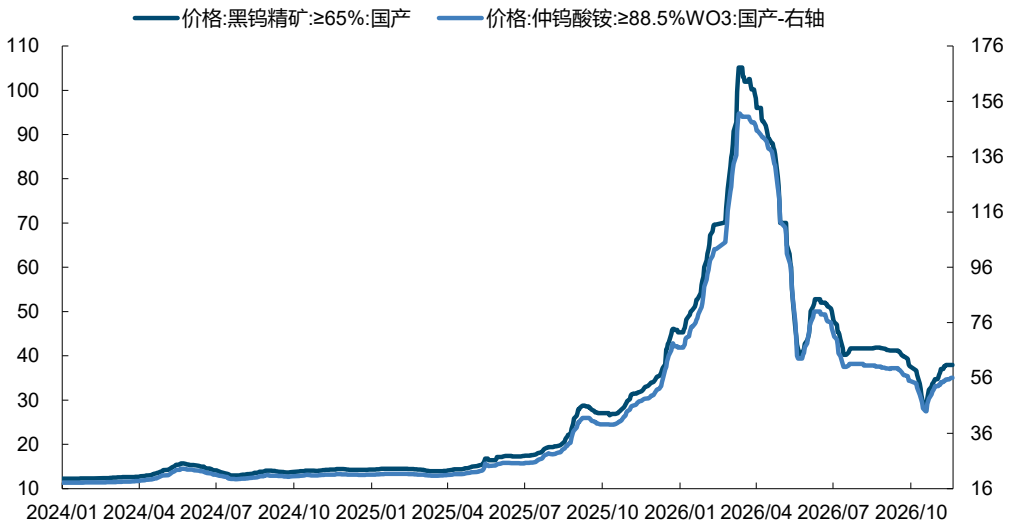
图表90：我国钨进口量（金属吨）



来源：iFind，国金证券研究所

展望后续，国内钨矿供给受指标约束，海外新增项目有限，全球钨供给增量总体受限；需求端，PCB 钻针、六氟化钨等新兴应用有望持续放量，带动供需缺口进一步扩大，支撑钨价中枢回升。

图表91：钨精矿与仲钨酸铵价格（万元/吨）

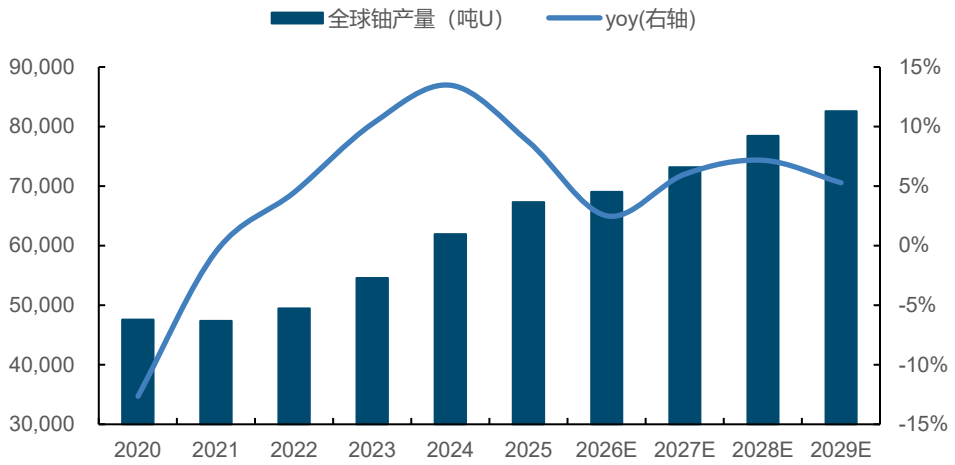


来源：Wind，国金证券研究所

4.5 铀：全球核能扩张，中长期景气可期

矿山产量持续恢复，哈原工旗下矿山贡献主要增量。据 DISR，2025 年全球天然铀产量约为 7.94 万吨 U308（折 6.73 万吨铀），同比+8.7%；2026 年全球产量预计将达 8.14 万吨 U308（折 6.90 万吨铀），同比+2.5%。主要企业中，哈原工受益于产量计划提升，预计 2026 年旗下矿山产量为 2.75-2.90 万吨金属铀（按矿山 100%产量口径计算），同比+6.4%-12.2%；2026 年 Cameco 的 Key Lake 冶炼厂计划检修时间延长，预计 2026 年权益产量为 1950-2050 万磅 U308，同比下降 2.4%-7.1%。

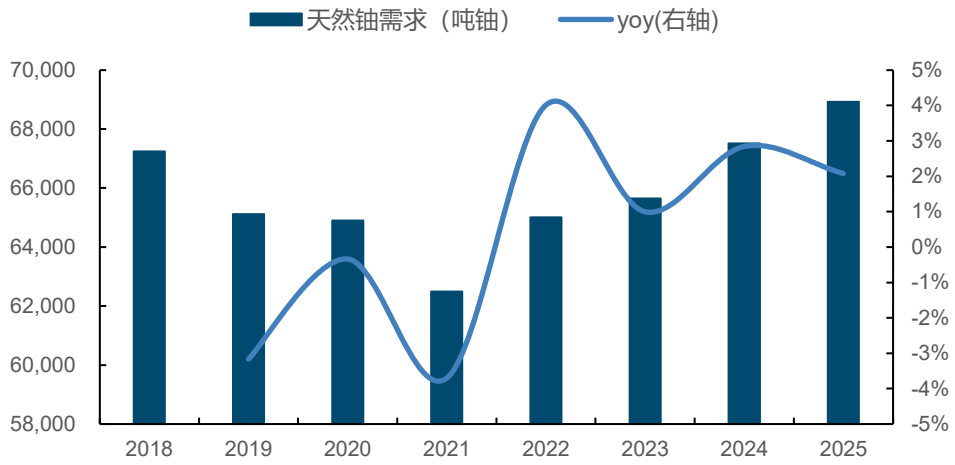
图表92：全球铀产量预计平稳增长



来源：IAEA，NEA，DISR，国金证券研究所

全球核电建设提速，铀需求稳步增长。据 WNA，2025 年全球天然铀需求为 6.89 万吨铀，同比+2.1%。2026 年以来，全球核电发展持续获得政策支持。6 月，美国能源部宣布为部署 10 台 AP1000 机组提供 175 亿美元有条件贷款承诺，对应总装机容量约 11GW；7 月，我国核准 4 个核电项目、共 8 台机组；9 月，美国与韩国宣布核电合作框架，拟通过最高 1,200 亿美元投资支持美国建设 8 台大型核电机组。随着各国核电项目推进，首次装料及后续换料有望持续带动天然铀需求增长。

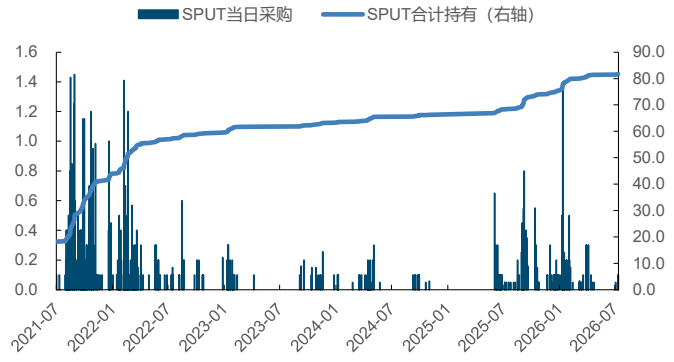
图表93：装机带动下全球天然铀需求稳步增长



来源：WNA，国金证券研究所

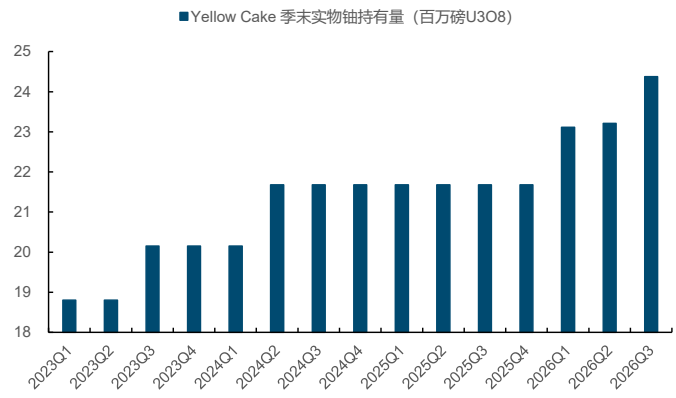
实物基金持续增持，金融需求逐步释放。截至 2026 年 11 月 20 日，SPUT 持有实物铀 8170 万磅 U308，年内增持约 691 万磅，较 2025 年末+9.2%。Yellow Cake 在 2026 年前三季度均增加实物铀持仓，截至 26Q3 末持有 2437 万磅 U308，较 2025 年末+12.4%。实物投资机构持续增持，反映市场对天然铀长期需求及价格前景的看好。

图表94：2026 年 SPUT 持续采购天然铀（百万磅 U308）



来源：Sprott，国金证券研究所

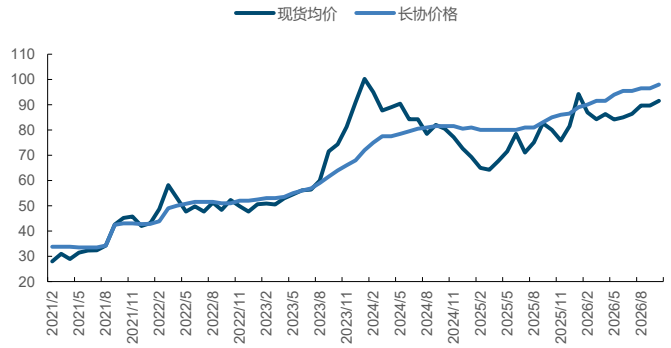
图表95：2026 年前三季度 Yellow Cake 均增持天然铀



来源：Yellow Cake 季度报告，国金证券研究所

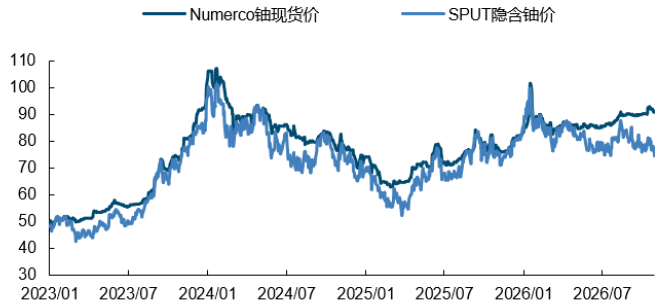
长协价格稳步上行，中长期供给安全担忧有望支撑铀价。据 Cameco，截至 2026 年 10 月末，天然铀长期价格指标为 98 美元/磅 U308，较同期现货价高 7.0%。展望后续，全球核电建设推进有望带动中长期铀需求增长，矿山供给释放节奏偏后，铀稀缺性与供给安全溢价有望强化，铀价有望获得支撑。

图表96：铀长协价格稳步上行（美元/磅 U308）



来源：Cameco，国金证券研究所

图表97：铀现货价格及 SPUT 隐含价格（美元/磅 U308）

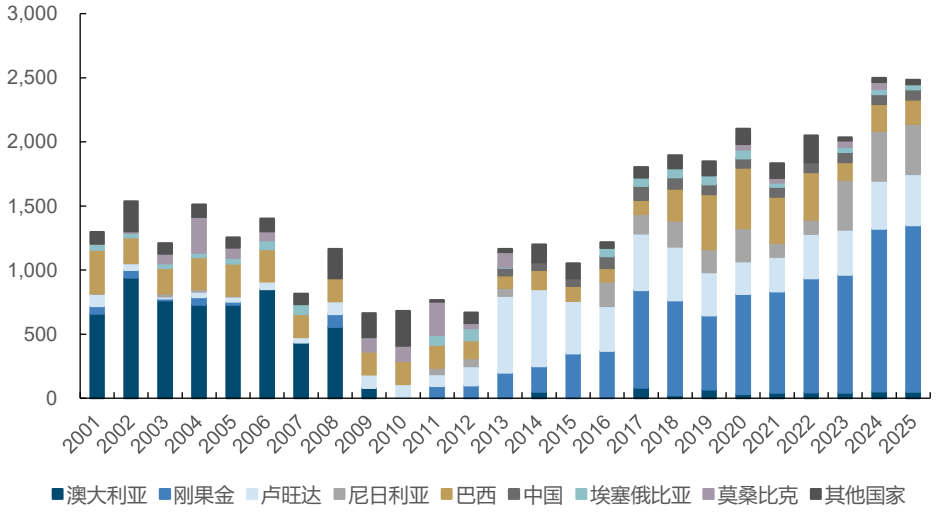


来源：Numerco，国金证券研究所

4.6 钽：供给扰动与 AI 需求共振

非洲供给扰动频发，地缘、安全生产风险持续抬升。据 USGS，2025 年全球钽矿产量约 2500 金属吨，与 2024 年持平；其中，刚果金/卢旺达/尼日利亚产量分别达 1300/400/390 金属吨，合计贡献全球 84%的钽供给。2026 年一季度，刚果金 Rubaya 矿区两次塌方对当地手工采矿活动产生明显冲击，该矿区单体产量约占全球钽供应的 15%。钽供给向非洲地区集中的背景下，地缘冲突、安全生产及供应链合规风险或持续制约钽供给稳定性。

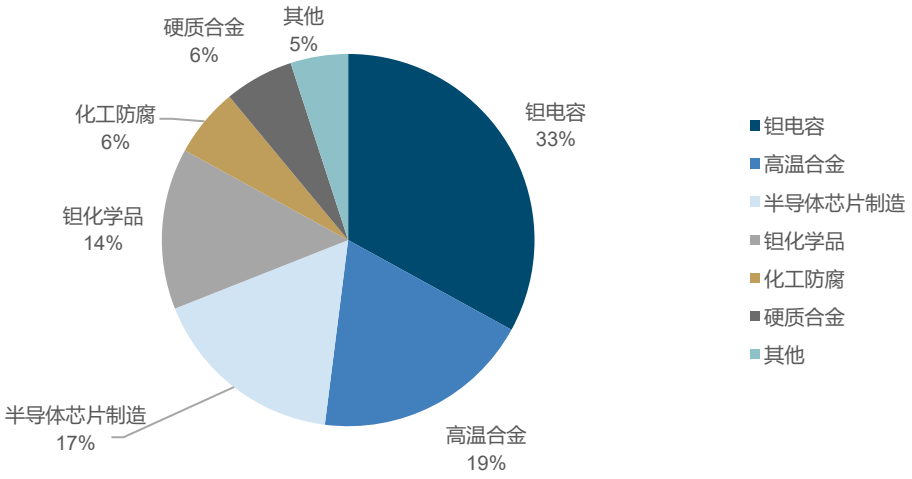
图表98：近年全球钽供给主要来自于非洲国家（金属吨）



来源：USGS，国金证券研究所

需求 AI 敞口大。据东方钽业，2020-2024 年全球钽消费量 CAGR 达 14.0%，2024 年全球钽消费达 2500 吨；钽下游需求中钽电容/高温合金/半导体芯片制造/钽化学品占比为 33%/19%/17%/14%。

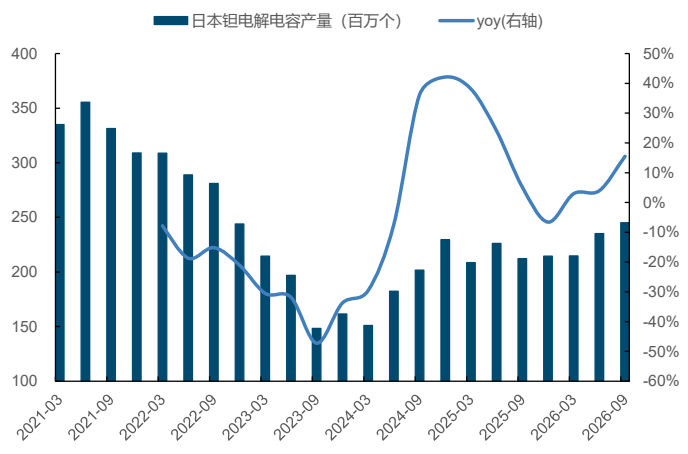
图表99：全球钽下游消费结构（2024 年）



来源：东方钽业 2025 年定增募集说明书，国金证券研究所

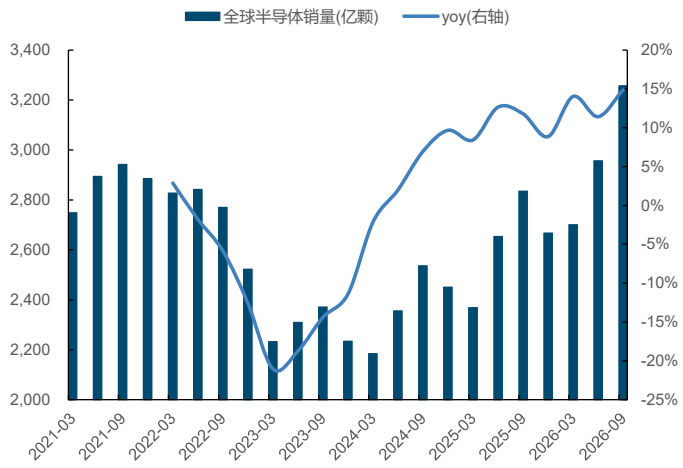
AI 需求带动下游景气，钽电容、钽靶材需求向好。AI 基础设施建设带动钽电容需求增长，以日本产量为例，2026 年前三季度日本钽电解电容产量为 6.95 亿只，同比+7.4%；其中三季度产量同比+15.5%，钽电容需求景气回升。钽靶材主要应用于半导体芯片制造环节，受益先进制程渗透率上行。2026 年前三季度全球半导体销量同比+13.5%，其中三季度同比+14.9%，行业景气延续。

图表100：日本钽电解电容产量加速回升



来源：iFind，国金证券研究所

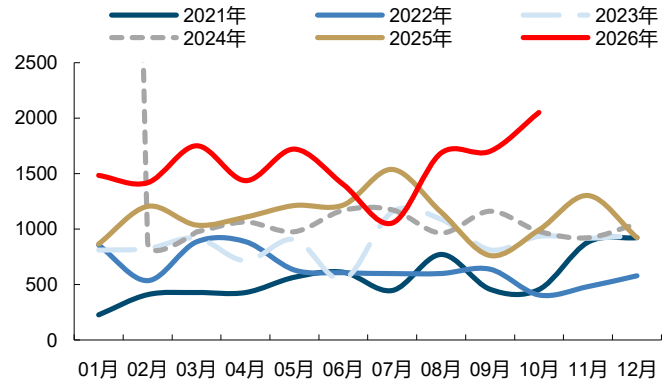
图表101：全球半导体需求持续景气



来源：Wind，国金证券研究所

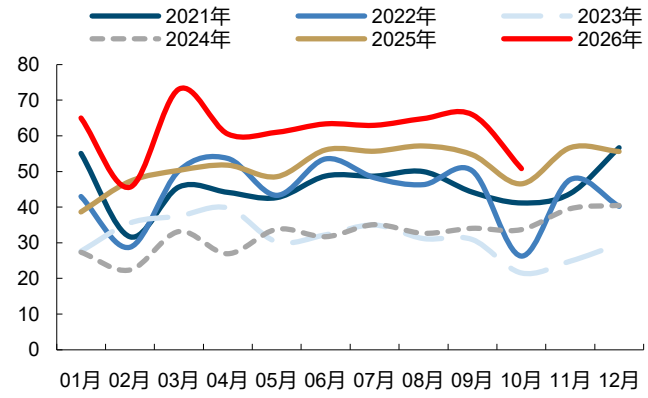
进出口高增印证需求景气。2026 年 1-10 月我国其他铌、钽、钒矿砂及其精矿进口同比+41.8%，10 月进口同比+106.8%，增速边际上行；2026 年 1-10 月我国片式钽电容器出口同比+21.0%。

图表102：我国铌、钽、钒矿砂及其精矿进口量（吨）



来源：iFind，国金证券研究所

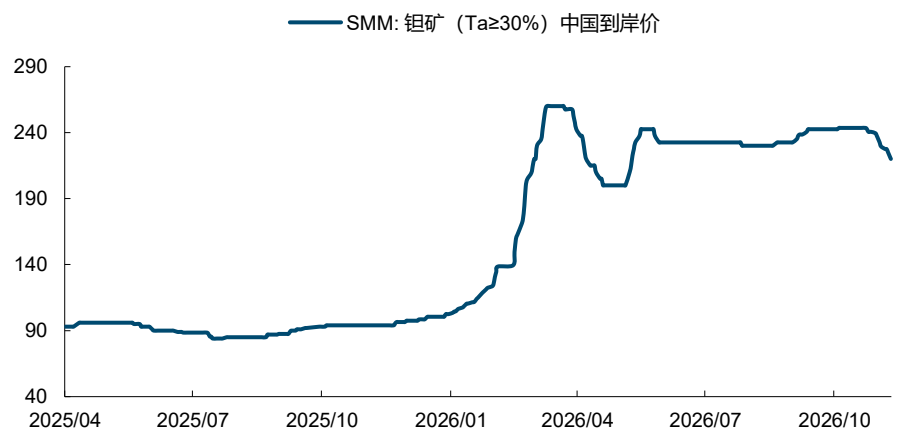
图表103：片式钽电容出口持续高位



来源：iFind，国金证券研究所

供给扰动叠加 AI 需求增长，钽价中枢有望上移。2026 年一季度，受非洲矿区供应扰动及下游需求增长带动，钽价快速上行；而后矿价维持高位震荡。全球钽资源供给集中度高、供给扰动频发，而 AI 服务器、先进半导体制造发展有望持续拉动钽电容、钽靶材等领域需求增长。钽有望由供给驱动转向供需共振，推动钽价中枢进一步上移。

图表104：钽矿价格维持高位震荡（美元/磅）

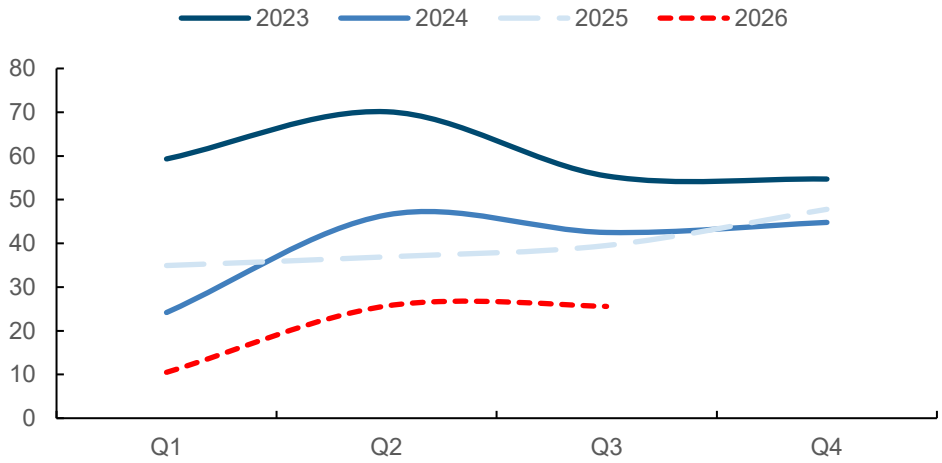


来源：SMM，国金证券研究所

4.7 锆：复合氧化锆迎国产替代机遇

锆英砂供给受限，主要生产商价格上行。2026 年以来，海外部分矿山停产，锆英砂供给增量有限。Iluka 的 Cataby 矿山仍处停产状态，2026 年前三季度公司锆英砂产量 6.18 万吨，同比-44.5%；Balranald 项目继续爬坡，短期新增产量难以完全弥补 Cataby 减量。供给约束对海外锆英砂价格形成支撑，Iluka 预计 2026Q4 销售价格升至 1825 美元/吨，环比 2026Q3 提升 8.3%；Tronox 三季度锆产品平均售价环比上涨 9%，并预计四季度价格继续环比上涨中个位数。

图表105：Iluka 锆英砂产量仍维持低位（千吨）

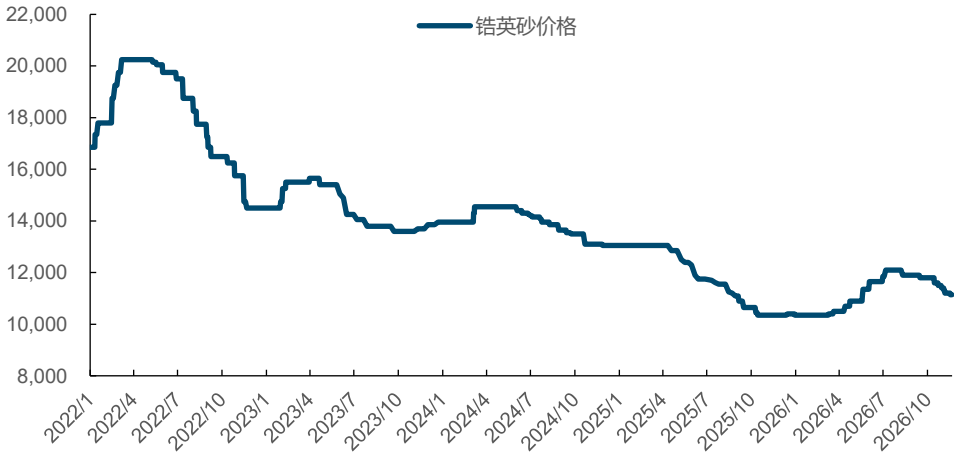


来源：Iluka 季度报告，国金证券研究所

玻璃窑炉冷修加速，有望带动锆需求。据隆众资讯，截至 2026 年 11 月 3 日，年内国内浮法玻璃产线冷修、停产合计 37 条，涉及日熔量约 2.52 万吨/日。玻璃窑炉冷修有望带动相关含锆耐火材料需求。

减产周期开启，锆英砂价格中枢有望上行。海外主要生产商减产，锆英砂价格底部支撑显现。展望后续，若主要供应商继续保持生产纪律、供给约束延续，传统领域需求逐步回暖，叠加新兴应用贡献增量，锆英砂价格有望进一步回升。

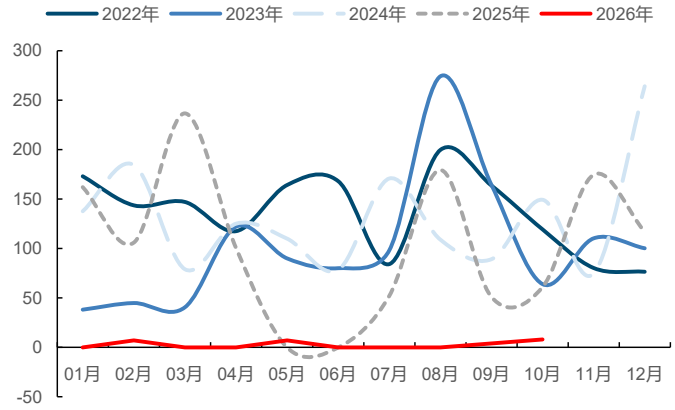
图表106：锆英砂价格企稳，底部支撑显现（元/吨）



来源：百川盈孚，国金证券研究所

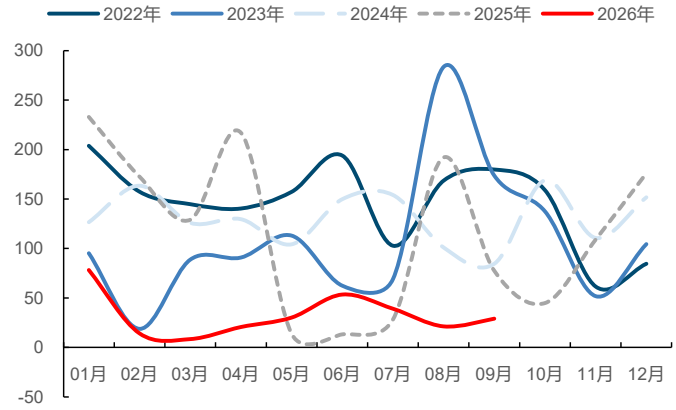
稀土出口管制趋严，日本复合氧化锆供给承压。氧化钇是钇稳定氧化锆（YSZ）所需关键稳定剂。2025 年以来我国持续强化稀土出口管制，2026 年初进一步加强对日两用物项管制，对海外复合氧化锆生产形成制约。据海关总署，2026 年 1-10 月我国对日本氧化钇出口同比-97%；1-9 月日本氧化钇进口量同比-73%。

图表107：2026 年我国对日氧化钇出口接近归零（吨）



来源：海关总署，国金证券研究所

图表108：日本氧化钇进口量明显下滑（吨）



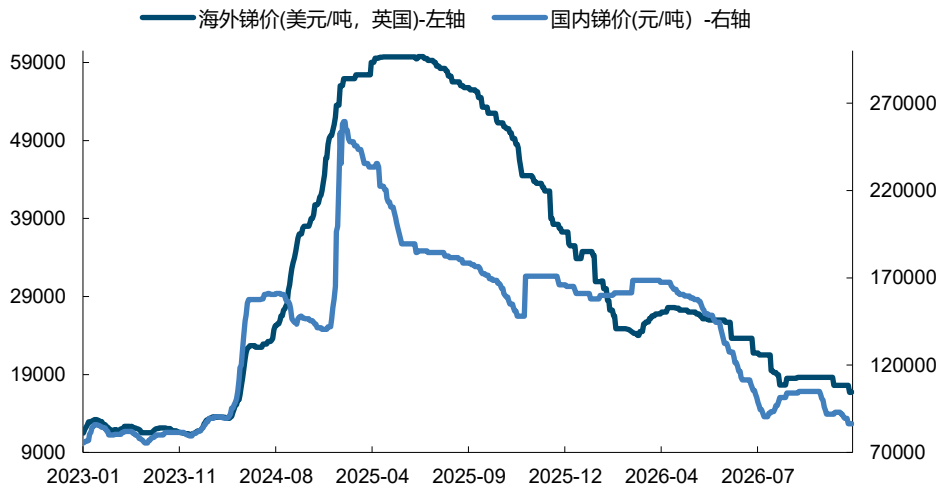
来源：日本财务省，国金证券研究所

需求增长叠加国产替代，复合氧化锆成长空间打开。数据中心、先进制造及齿科等应用领域发展，有望带动复合氧化锆需求持续增长；海外高端氧化锆供应承压，有望为国内企业打开替代空间。展望后市，锆英砂供给受限、原料价格支撑较强，叠加需求增长与国产替代加速，复合氧化锆景气度有望持续提升。

4.8 锑：静待出口转向

2026 年以来国内外锑价表现偏弱。二季度国内锑价受锑矿进口增加、下游需求偏弱拖累而回落，欧洲锑价也在东南亚冶炼产能释放、下游高价采购意愿下降的背景下走低。三季度，锑矿进口回落叠加国内部分矿山停产整顿，国内锑价有所反弹，而后由于节前补库弱于预期，国内锑价再度回落。截至 2026 年 11 月中旬，锑锭海外溢价率约 36%。

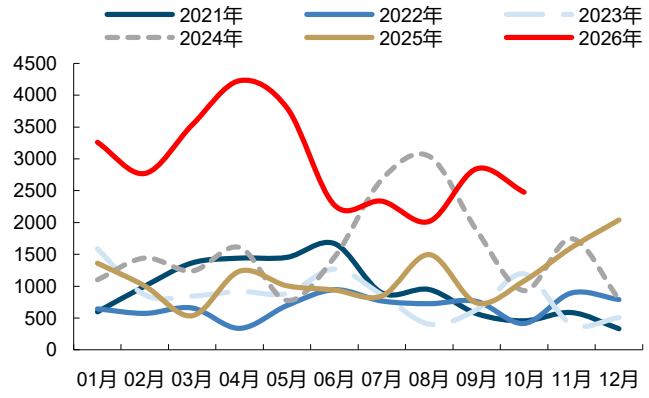
图表109：海内外锑锭价差有所收窄



来源：百川盈孚，国金证券研究所

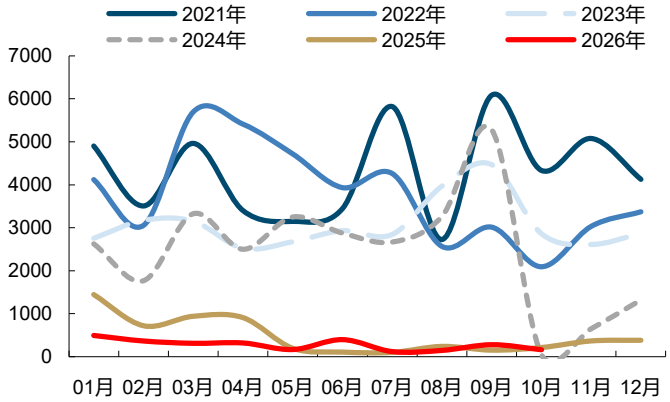
锑品出口较管制前仍有较大差距。进口方面，2026 年 1-10 月国内锑进口测算金属量同比+188.3%，锑原料进口增量主要来自缅甸、泰国。出口方面，2026 年 1-10 月我国锑出口测算金属量 2716 吨，同比-45.5%。若后续出口改善，有望对国内锑价形成支撑。

图表110：我国锑品进口处于高位（金属吨）



来源：Wind，国金证券研究所

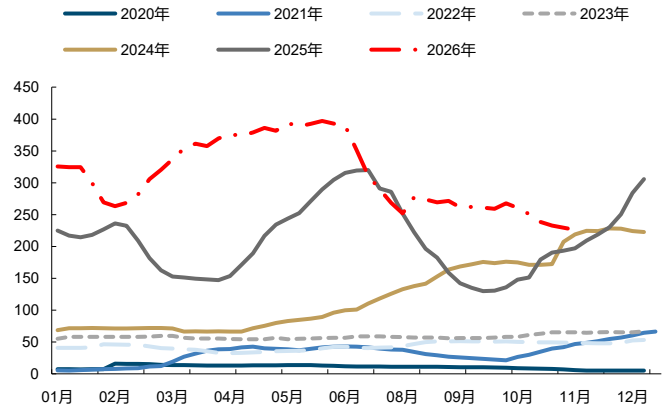
图表111：我国锑品出口仍有较大修复空间（金属吨）



来源：Wind，国金证券研究所

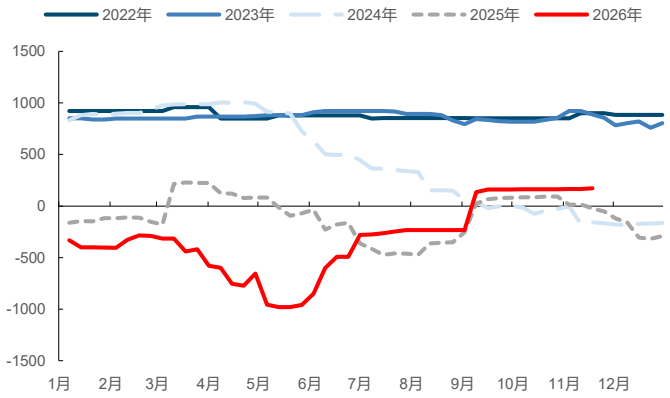
内需改善，静待供需共振带动内外同涨。光伏玻璃方面，国内库存持续去化，盈利阶段性修复。据百川盈孚，国内光伏玻璃厂库较年中高位明显回落；截至 2026 年 11 月，光伏玻璃样本吨利润阶段性转正，产量趋于平稳。若低效产能持续退出、行业库存进一步去化，光伏玻璃供需格局有望改善；随着玻璃产量企稳，光伏用锑需求有望保持稳定。

图表112：国内光伏玻璃工厂库存显著去化（万吨）



来源：百川盈孚，国金证券研究所

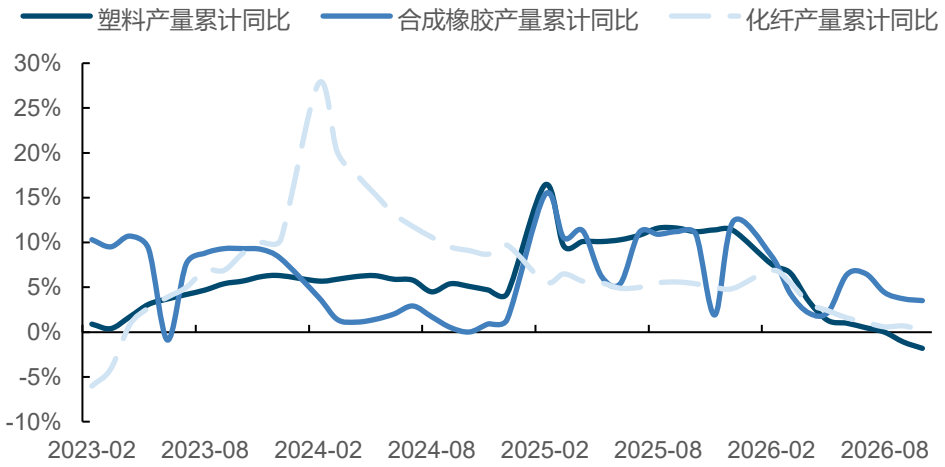
图表113：国内光伏玻璃利润转正（元/吨）



来源：百川盈孚，国金证券研究所

阻燃剂方面，我们选取锑系阻燃剂应用较多的三个下游塑料、合成橡胶和化纤进行分析，各品种产量整体平稳。2026年1-10月，塑料、橡胶和化纤产量累计同比增速分别为-1.8%/+3.5%/+0.2%。考虑锑系阻燃剂替代早已开始、渗透率目前变动不大，目前下游产量增速或表明阻燃剂领域需求整体平稳。

图表114：锑系阻燃剂下游产量平稳



来源：iFind，国金证券研究所

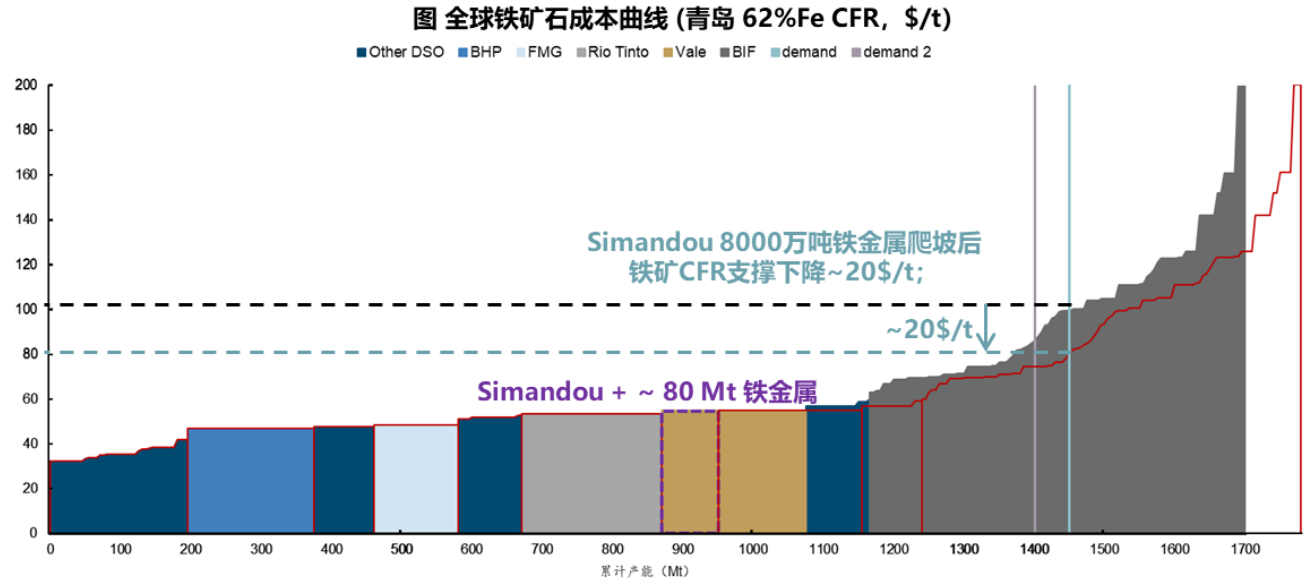
五、黑色金属

5.1 原料：铁矿成本支撑有望下移，焦煤集中补库易推高煤价

铁矿石：西芒杜达产有望压低边际成本，11月中旬港口累库、钢厂去库

在14.5亿吨铁金属当量的需求情景下，西芒杜达产可使62%品位铁矿石的青岛边际到岸成本下降20美元/吨。按成本曲线测算，新增约8,000万吨铁金属当量的低成本矿可替代部分高成本矿，边际到岸成本由99.5降至79.5美元/吨。需求升至15亿吨时，市场仍需较高成本矿供货，同样的新增矿量使边际到岸成本从105降至93.5美元/吨，降幅收窄至11.5美元/吨。

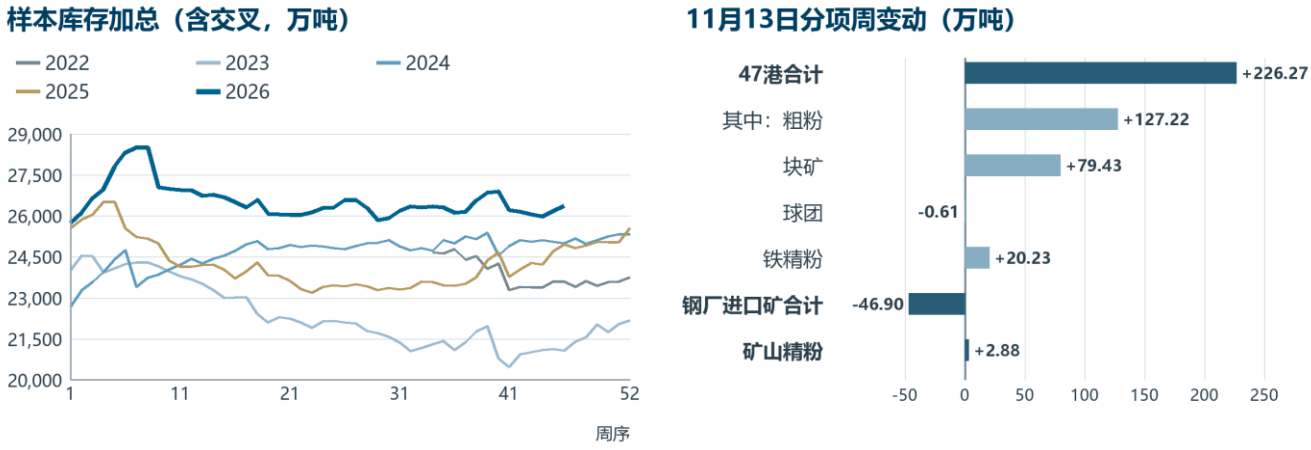
图表115：西芒杜放量前后的全球铁矿石成本曲线



来源：S&P Global、力拓，国金证券研究所测算。

11 月中旬，47 港进口矿库存连续两周上升，247 家钢厂持有的进口矿连续两周减少。10 月 30 日至 11 月 13 日，47 港四类进口矿库存由约 1.73 亿吨增至 1.78 亿吨，同期钢厂持矿由 8,602 万吨降至 8,515 万吨。11 月 13 日当周，港口增加 226 万吨，钢厂持矿减少 47 万吨，样本钢厂日均铁水也已比 9 月下旬减少 5.34 万吨。当周港口增量的九成以上来自粗粉和块矿，两者分别增加 127 万吨和 79 万吨，铁精粉增加 20 万吨，球团略有下降。粗粉库存达到 1.43 亿吨，占 47 港四类矿石库存的八成左右，是存量和周增量最大的品种。

图表116：铁矿样本库存加总（含交叉）及各环节周变动



来源：Mysteel、Wind，国金证券研究所。

西芒杜北段第二条产线已于 11 月 6 日投产，两条产线设计年产能各 3,000 万吨。南段前三季度分别发运 60 万、160 万和 220 万吨，三季度发运量占前三季总量的一半。三季度比上半年多发，低于二季度 100 万吨的环比增量。南段三季度生产运行速率约为 1,000 万吨，运营方计划在四季度推进主破碎机带料调试及自有港首矿作业。按运营方进度，南段 2027 年仍在爬坡，目标为 2028 年下半年达到年化 6,000 万吨。

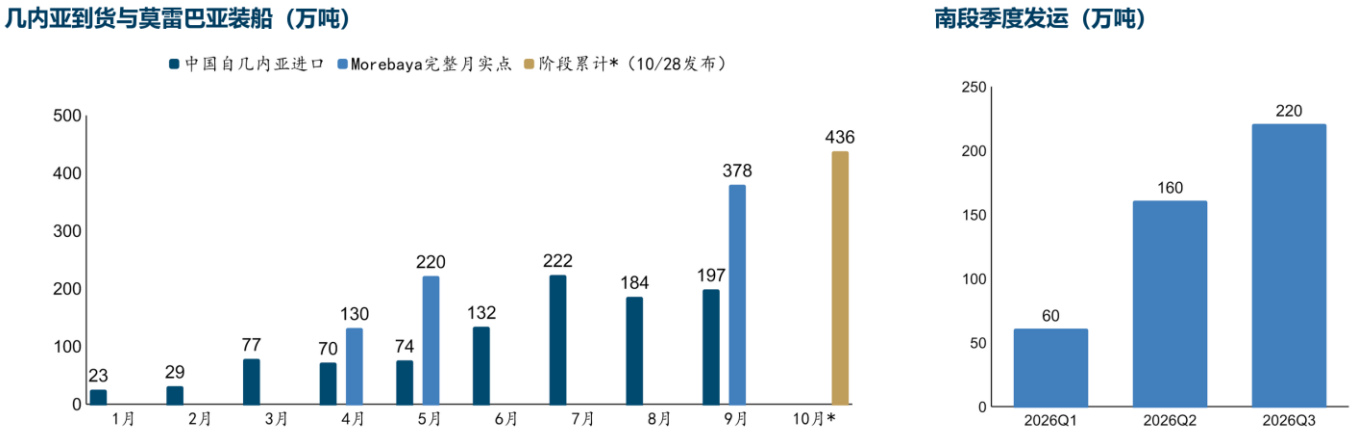
图表117：西芒杜南北两段的发运与达产进度

时段	北段 WCS	南段 SimFer
2026 年三季度	一系列爬坡，二系列推进建设	季内发运 220 万吨，生产运行速率约 1,000 万吨/年
2026 年四季度	11 月 6 日第二条产线投产，两条线各设计 3,000 万吨/年	公司计划推进主破碎机带料调试、自有港首矿作业
后续达产	两线继续爬坡，独立达产年份尚待明确	目标 2028 年下半年达到年化 6,000 万吨

来源：国务院国资委，力拓，国金证券研究所。

中国自几内亚进口的铁矿石连续两个季度增加，由一季度的约 129 万吨升至二季度的 276 万吨、三季度的 603 万吨。三季度各月到货量分别约为 222 万、184 万和 197 万吨，均高于上半年各月水平。莫雷巴亚港 4 月、5 月和 9 月装船量分别为 130 万、220 万和 378 万吨，10 月披露时累计已装船 436 万吨，超过 9 月全月。

图表118：西芒杜港口装运、中国到货与南段季度发运

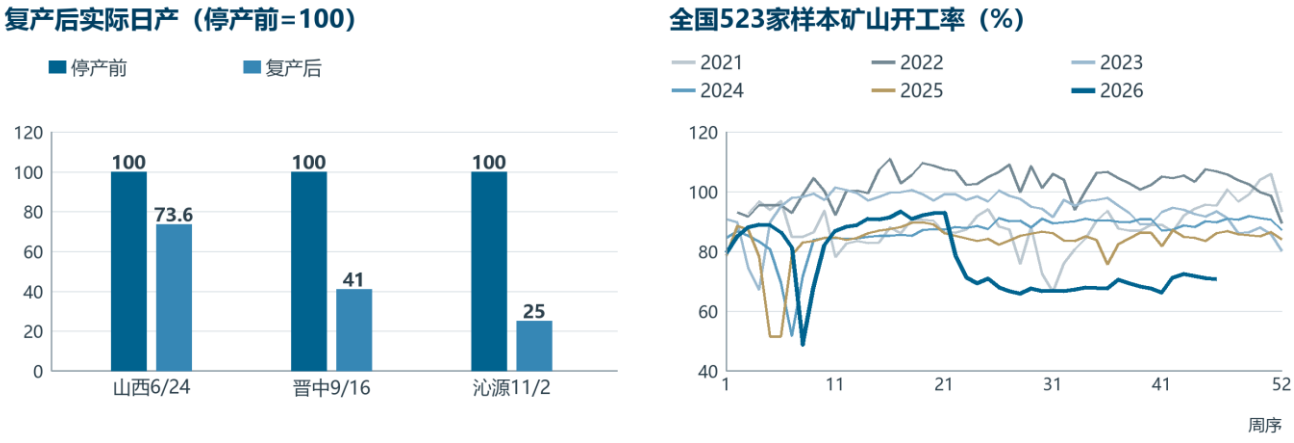


来源：海关总署、Kpler、力拓，国金证券研究所。

焦煤：调研矿井复产后日产仍低于停产前，焦企和钢厂库存下降

调研矿井复产后，日产仍低于停产前水平。6 月山西调研样本的日产恢复至停产前的 73.6%，9 月晋中样本为 41%，11 月初沁源一座煤矿复产次日仅为 25%。沁源 24 座样本矿中，实际出煤矿井由 9 月 16 日的 8 座增至 11 月 2 日的 10 座，11 月 11 日增至 12 座，仍只有样本总数的一半。11 月 2 日至 11 日，山西调研样本中仍停产的矿井由 40 座增至 43 座。全国 523 家样本矿的开工率在四季度回升，11 月 13 日为 70.71%，较 10 月 9 日提高 4.48 个百分点。

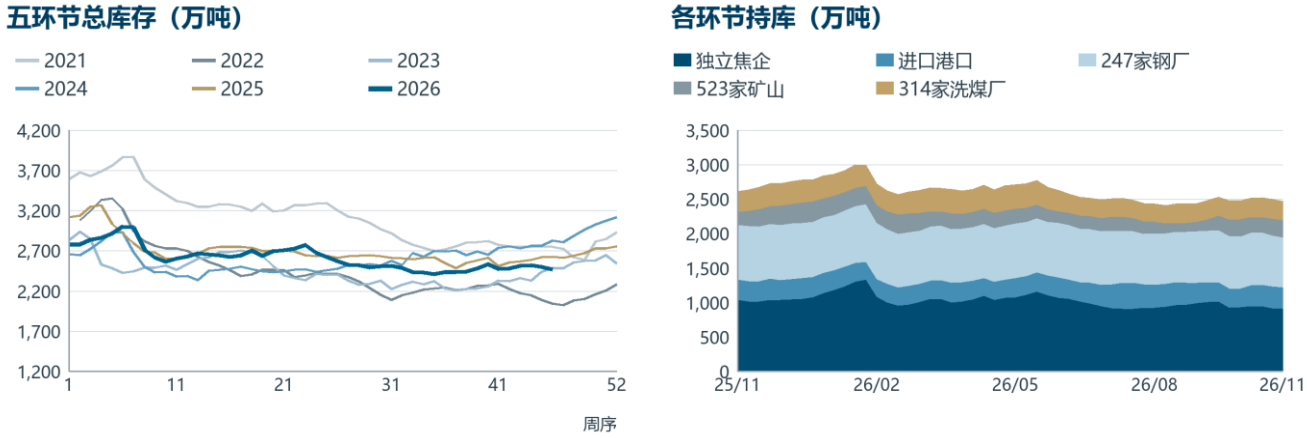
图表119：焦煤复产后的实际日产与全国矿山开工率



来源：Mysteel，国金证券研究所。

11 月上旬，焦企和钢厂合计去库约 72 万吨，超过五环节焦煤显性库存约 53 万吨的降幅。10 月 30 日至 11 月 13 日，独立焦企库存由 942 万吨降至 904 万吨，247 家钢厂由 761 万吨降至 728 万吨，样本矿山由 222 万吨增至 250 万吨。11 月 13 日当周，五环节库存合计 2,471 万吨，较前周减少 30.52 万吨。其中焦企、钢厂和洗煤厂分别减少 13.18 万、15.96 万和 7.27 万吨，矿山增加 7.26 万吨。若下游集中补库而复产矿井日产仍低，矿端库存消化后，焦煤价格将面临上行压力。

图表120：焦煤五环节总库存与各环节持库变化



来源：Mysteel、Wind，国金证券研究所。

焦煤隐性库存估算值在 8 月见底，9 月仅回补此前去库量的 8%。以精煤等价净供给扣除焦炭耗煤和五环节显性库存增量，2025 年 12 月至 2026 年 8 月累计去库约 1,814 万吨，9 月回补约 146 万吨。按焦企、港口和钢厂三环节的可比口径，2025 年 12 月至 2026 年 9 月累计去库 1,841 万吨，约为 2019 年 1 月至 2021 年 7 月最大去库幅度 3,236 万吨的 57%。

图表121：焦煤隐性库存累计变化与 2023—2025 年区间



来源：Mysteel、海关总署、国家统计局，国金证券研究所测算。五环节口径，2023 年 1 月为基期。

图表122：焦煤隐性库存累计变化的历史对照



来源：Mysteel、海关总署、国家统计局，国金证券研究所测算。三环节口径，2019 年 1 月为基期。

5.2 供给：钢厂亏损减产，常规新建项目须减量置换

9 月修正后粗钢供给回升，11 月中旬铁水减产后钢厂仍亏损

2026 年 9 月统计粗钢产量环比减少约 103 万吨，按成材端修正后的粗钢供给却增加约 32 万吨。8 月至 9 月，统计产量由 7,461 万吨降至 7,359 万吨，按成材统计与样本差额折算的压报修正由 3,085 万吨增至 3,520 万吨，两项合计由 1.05 亿吨升至 1.09 亿吨。铁源粗钢由 9,668 万吨增至 9,977 万吨，贡献约九成的供给增量，废钢源粗钢由 879 万吨增至 902 万吨。新增钢源主要进入成材环节，加工成材量由 1.005 亿吨升至 1.040 亿吨，钢坯净出口由 185 万吨降至 157 万吨。9 月比 8 月少一个生产日，按当月天数折算，修正后的日均粗钢供给由约 340 万吨升至 363 万吨，增幅约 7%。

图表123：月度粗钢物质流：统计产量、模型修正与供给去向

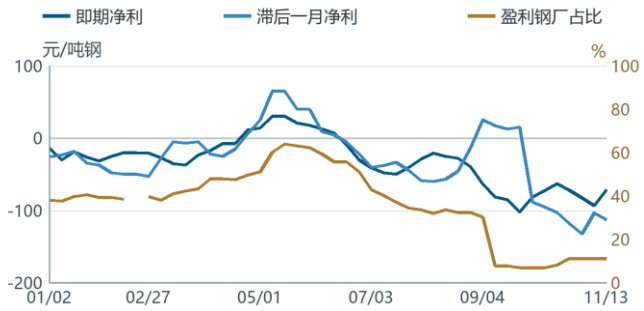
月份	统计粗钢	压报修正	铁源粗钢	废钢源粗钢	修正总供给	钢坯净出口	加工成材	显性变化
2025-01	8,408.08	2,761.61	10,410.12	759.58	11,169.69	61.44	10,775.01	51.10
2025-02	8,227.19	2,467.19	9,880.39	814.00	10,694.38	78.01	10,297.88	641.67
2025-03	9,284.10	3,065.38	11,227.47	1,122.01	12,349.48	90.11	11,891.59	-13.86
2025-04	8,601.90	2,770.85	10,332.32	1,040.44	11,372.75	72.86	10,960.90	-111.66
2025-05	8,654.50	3,073.10	10,549.00	1,178.60	11,727.60	134.42	11,245.38	-185.91
2025-06	8,318.40	3,503.58	10,612.42	1,209.56	11,821.98	102.35	11,368.04	-53.66
2025-07	7,965.80	3,115.91	9,982.77	1,098.94	11,081.71	155.34	10,598.58	-57.85
2025-08	7,736.90	3,593.58	10,185.49	1,144.99	11,330.48	172.50	10,823.24	58.59
2025-09	7,349.00	4,216.89	10,443.48	1,122.41	11,565.89	147.18	11,076.16	108.64
2025-10	7,199.70	3,703.86	9,846.61	1,056.95	10,903.56	114.38	10,465.51	26.77
2025-11	6,987.10	3,803.76	9,756.05	1,034.81	10,790.86	144.91	10,326.57	-118.40
2025-12	6,817.70	3,732.08	9,502.73	1,047.06	10,549.78	126.67	10,110.42	-84.59
2026-01	7,867.87	3,088.19	9,889.59	1,066.47	10,956.06	81.94	10,547.90	-71.59
2026-02	7,517.18	2,675.21	9,553.82	638.57	10,192.39	76.15	9,812.75	429.08
2026-03	8,704.40	3,199.21	10,848.86	1,054.75	11,903.61	144.23	11,406.60	315.90
2026-04	8,362.90	2,834.47	10,165.77	1,031.60	11,197.37	150.24	10,715.72	-106.24
2026-05	8,435.50	2,749.72	10,146.60	1,038.62	11,185.22	177.38	10,677.60	-173.72
2026-06	8,366.70	3,502.46	10,742.49	1,126.66	11,869.16	274.13	11,247.17	7.65
2026-07	7,693.40	2,953.88	9,701.41	945.88	10,647.28	250.64	10,084.75	3.67
2026-08	7,461.40	3,084.78	9,667.55	878.63	10,546.18	185.21	10,050.14	29.99
2026-09	7,358.60	3,519.72	9,976.51	901.81	10,878.32	157.41	10,399.28	-80.94

来源：Mysteel、国家统计局、黑色产业链数据库，国金证券研究所测算。单位为万吨。

9 月 25 日至 11 月 13 日，247 家钢厂日均铁水由 235.66 万吨降至 230.32 万吨，11 月中旬行业仍处亏损。这段时间日均铁水减少 5.34 万吨，11 月 13 日比上年同期低 6.56 万吨。同期样本盈利钢厂占比由 6.93%回升至 11.26%，仍只有约一成钢厂盈利。

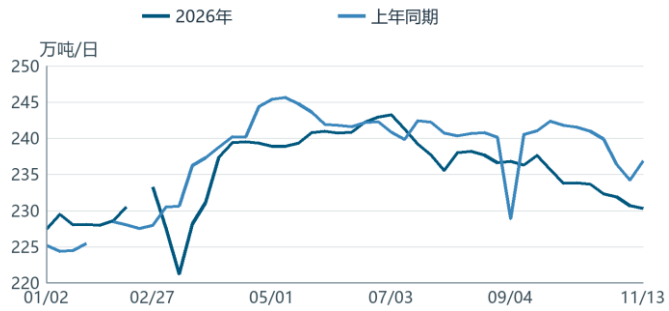
按矿石、喷吹煤、焦炭和废钢的当周价格测算，11 月 13 日行业吨钢亏损 71 元。四项原料改用上个自然月的周均价，其余条件相同，吨钢亏损扩大至 113 元，比即期口径多亏约 42 元。

图表124：钢铁行业吨钢净利与盈利钢厂占比



来源：Mysteel、国金证券研究所测算。

图表125：247 家钢厂日均铁水产量



来源：Mysteel，国金证券研究所。

常规项目每新增 100 万吨钢铁产能，须退出至少 150 万吨

首批钢铁规范企业名单与修订后的产能置换办法于 2026 年 4 月至 5 月先后公布。9 月，生态环境部印发 2026 年度钢铁行业碳配额方案，2025 年度配额须在 2026 年底前清缴。四季度公布的 2027 年度纳管名单覆盖 229 家钢铁行业重点排放单位。2027 年起配额分配逐步对标先进水平，吨钢排放强度较高的钢厂更容易出现配额缺口。

图表126：钢铁供给治理时间轴：分级、置换与碳履约

时间	约束环节	政策节点及落实进展
2026年4—5月	分级与置换	首批规范名单公布，新版产能置换办法印发施行。
7月31日前	碳排放核查	2025年度排放核查及结果告知的规定期限已过。
9月	配额办法	2026年度钢铁配额方案发布；上年度配额分配期限为9月底。
10月21日	碳排放双控	工信部公布2026—2030年工业领域碳排放双控实施方案。
10月底—11月初	纳管名录	全国汇总公布，2027年度覆盖229家钢铁重点排放单位。
12月31日前	清缴与数据	清缴2025年度配额，并制定2027年度数据质量控制方案。
2027年度起	深化阶段	配额分配逐步对标先进水平，建立配额总量逐步收紧机制。

来源：工信部，生态环境部，国金证券研究所。

在 314 个基地、337 条运行状态记录中，未匹配首批规范名单的产能仅有 21%能对应到全流程超低排放公示。按名义产能加权，引领型和规范组的全流程公示覆盖率分别约为 85%和 92%。

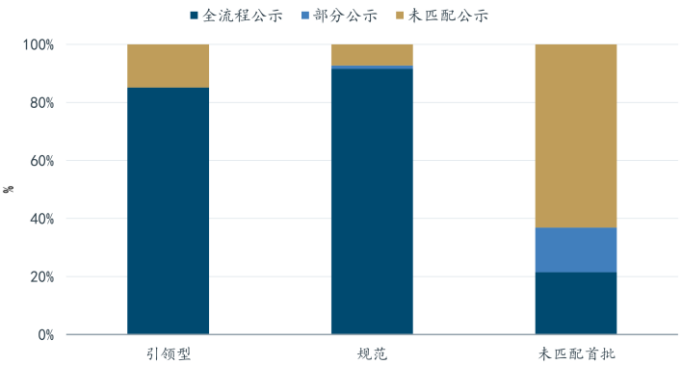
50 吨及以上电弧炉的吨钢综合能耗基准为 72 千克标准煤，标杆为 61 千克，相差 11 千克。按电力当量折合约 90 千瓦时/吨，在测算电价下对应约 54 元/吨的等效电费差。

图表127：50 吨及以上电弧炉的能效基准与标杆

指标	标杆水平	基准水平	基准减标杆
综合能耗（千克标准煤/吨）	61	72	11
等效电耗（千瓦时/吨）	496.3	585.8	89.5
等效电费（元/吨）	297.8	351.5	53.7

来源：国家发展改革委，国金证券研究所测算。

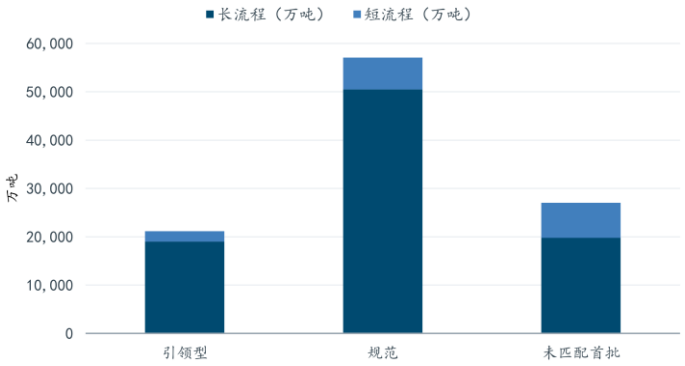
图表128：按首批名单匹配结果分组的超低排放公示覆盖率



来源：GEM、工信部、中钢协、Mysteel，国金证券研究所匹配。按名义产能加权，公示截至 2026 年 4 月 27 日。

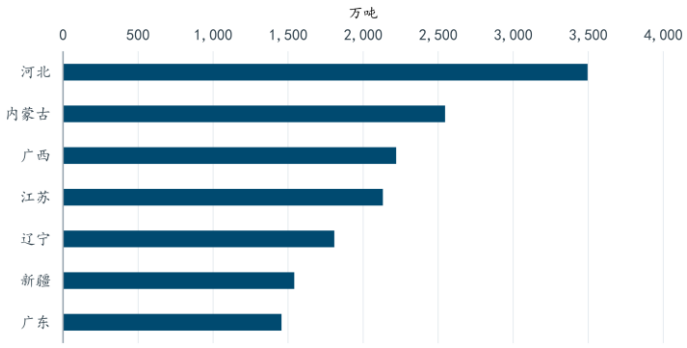
未匹配到首批规范名单的样本产能约 2.70 亿吨，其中电炉占 27%，合计 7,250 万吨，超过已匹配规范组的电炉产能（约 6,583 万吨）。其余约 1.98 亿吨为转炉产能。按省区看，河北、内蒙古和广西分别约有 3,496 万、2,546 万和 2,221 万吨产能未匹配首批名单，三地合计约 8,263 万吨，占未匹配组的三成左右。排名第四至第七的江苏、辽宁、新疆和广东合计约 6,936 万吨。

图表129：不同首批名单匹配组的转炉及电炉产能



来源：GEM、工信部，国金证券研究所匹配。

图表130：未匹配首批名单的样本粗钢产能较多的省区



来源：GEM、工信部，国金证券研究所匹配。

未匹配首批规范名单的 7,250 万吨电炉产能中，6,575 万吨也未匹配到全流程超低排放公示，仅 675 万吨能匹配到全流程公示。在已匹配首批名单的电炉中，约 8,372 万吨也匹配到全流程公示，约 395 万吨仅有部分公示或未匹配。转炉设备中，未匹配首批名单、且仅有部分环保公示或未匹配公示的产能约 1.46 亿吨，绝对规模高于同组电炉。

图表131：首批名单匹配与超低排放公示覆盖下的转炉、电炉产能

首批规范名单	超低排放状态	长流程（万吨）	短流程（万吨）	合计（万吨）
已匹配首批	全流程公示	61,916.8	8,372.2	70,289
已匹配首批	部分或未匹配公示	7,542.6	394.9	7,937.5
未匹配首批	全流程公示	5,128.5	675	5,803.5
未匹配首批	部分或未匹配公示	14,633	6,575	21,208

来源：GEM、工信部、中钢协、Mysteel，国金证券研究所匹配。单位为万吨。

常规项目每新增 100 万吨钢铁产能，至少需退出 150 万吨合规产能，名义产能净减少至少 50 万吨。符合条件的实质性兼并重组项目按至少 1.25：1 置换，同样新增100万吨，最低退出量降至 125 万吨。转炉改电炉项目可等量置换，但配套高炉须同步退出，退出的炼铁产能不得再次用于置换，炼钢能力不变时铁水生产能力也将减少。非重点区域产能不得转入重点区域，不同重点区域之间也禁止转移。跨集团置换设两年过渡期，之后须通过实质性兼并重组实施。

图表132：2026 年钢铁产能置换的比例与适用条件

项目情形	退出:建设	适用条件
一般炼铁、炼钢项目	至少 1.5:1	退出产能对应合法合规设备。
实质性兼并重组	至少 1.25:1	2024 年 8 月 23 日后实施，使用被重组方合规产能。
转炉改电炉、电炉改电炉	可等量	转炉改电炉须同时退出配套高炉，且其炼铁产能不再用于置换。
氢冶金等低碳炼铁	可等量或减量	退出现有高炉；相对基准减排≥60%可等量，实施后三年内减排≥30%可按至少 1.25:1。
跨集团整合	两年过渡	实施之日起两年内可跨集团置换，之后须实质性兼并重组。
重点区域产能流动	限制转入	同一重点区域可跨省转移；非重点区域向重点区域及不同重点区域之间禁止转移。

来源：工信部，国金证券研究所整理。

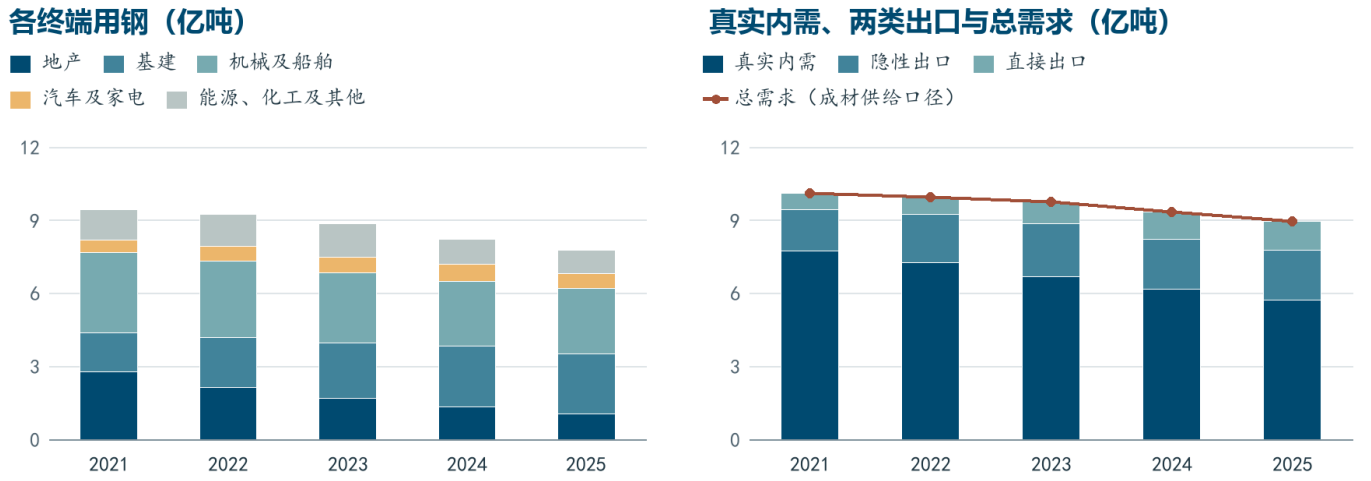
旧设备先停产、新设备后投产时，衔接期会出现额外的在产能力缺口。若退出设备原本负荷较低，同样规模的名义产能退出，对当期产量的影响较小。

5.3 需求：地产用钢收缩，基建和制造业出口提供支撑

基建用钢已超过地产，汽车和机械出口折钢量增长

2021—2025 年，基建用钢增量抵消了约一半的地产用钢减量。地产用钢由 2.76 亿吨降至 1.03 亿吨，基建用钢由 1.59 亿吨增至 2.46 亿吨，2023 年起基建用钢超过地产。到 2025 年，地产和基建合计用钢仍比 2021 年少约 0.86 亿吨。同期汽车和家电合计多用钢约 0.09 亿吨，机械和船舶合计少用钢约 0.61 亿吨。按最终去向拆分，同期境内终端用钢从 7.74 亿吨降至 5.71 亿吨，直接出口和制成品出口所含钢材合计增加约 0.89 亿吨。出口增量抵消了境内终端用钢减量的四成以上。

图表133：2021—2025年钢材需求总量、终端结构与流向

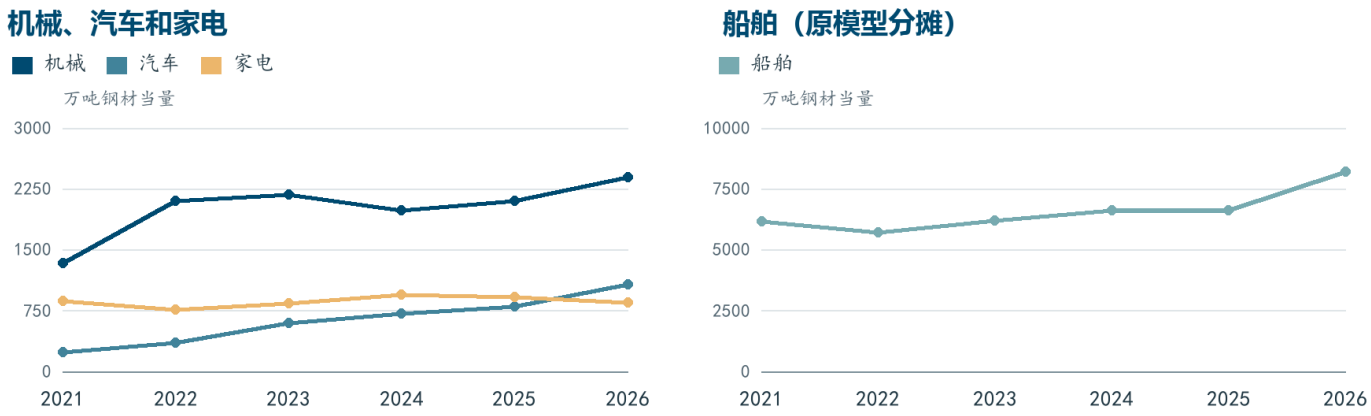


注：境内各终端包含制成品出口；需求去向和终端用钢均取自同一版数据库，按自然年汇总。

来源：黑色产业链数据库（2026年4月26日归档），国金证券研究所测算。

2026年前三季度，汽车出口折钢量同比增加约271万吨，与机械的286万吨接近。汽车出口折钢量由上年同期的801万吨增至1,072万吨，增幅34%。机械由2,104万吨增至2,390万吨，增幅14%。五年前同期，汽车出口折钢量约242万吨，远低于家电的866万吨。到2026年前三季度，汽车已超过家电的848万吨。按出口艘数占比分摊，模型高估了船舶出口的用钢量，2025年分摊值约8,905万吨，超过Mysteel估计的同期全国造船用钢量1,650万吨。

图表134：机械、船舶、汽车和家电隐性出口拆分（模型分摊）



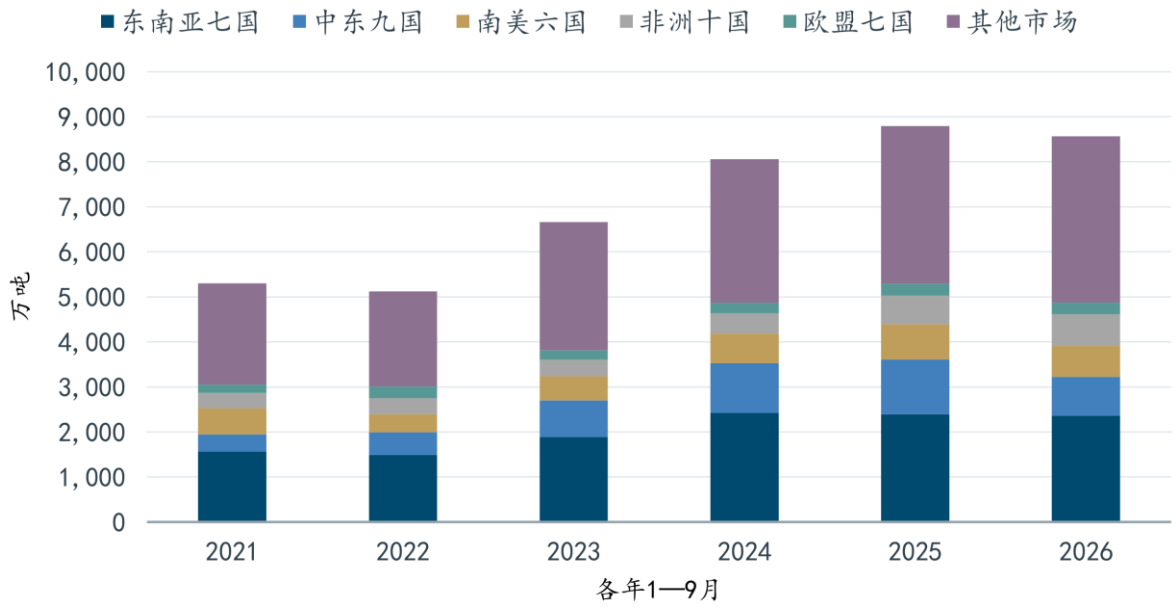
各年均取1—9月，两图纵轴刻度不同。船舶分摊量受需求因子和按艘数计算的出口比例影响。

2025年全年模型船舶出口分摊约8905万吨，高于全国造船用钢估算1650万吨，不能据其计算实际行业贡献。

来源：本期黑色产业链数据库、Mysteel，国金证券研究所测算。各年1—9月。

近五年，中国对东南亚七国的钢材出口增量居所列地区首位，但2026年前三季度出口总量回落，减量主要来自中东。2021年至2026年各取前三季度比较，中国对东南亚七国的钢材出口从1,560万吨增至2,363万吨，增加803万吨，占中国钢材出口的份额却由29.4%降至27.6%。同期对中东九国、非洲十国的出口分别增加481万吨和357万吨，五组样本以外的市场合计增加1,449万吨。2026年前三季度，中国对东南亚七国的钢材出口同比减少26万吨，对中东九国的出口则由1,221万吨降至863万吨，降幅29%。同期非洲十国增加65万吨，五组样本以外的市场合计增加195万吨，抵消了部分中东订单的流失。各地增减相抵后，钢材出口总量较上年同期少约230万吨，中东单一组别减少的出口量已超过全国净减量。

图表135：中国对东南亚七国的钢材出口增量居所列地区首位



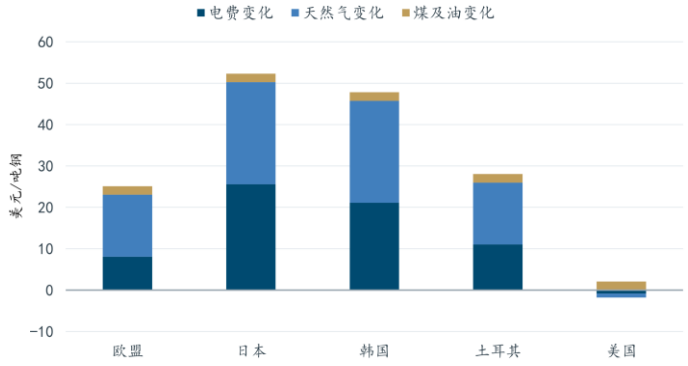
来源：海关总署，Wind，Mysteel，国金证券研究所整理。各年 1—9 月。

世界钢协预计 2027 年中国钢材需求再降 1%，出口走弱有望倒逼减产

在 2026 年 2—3 月的能源价格情景下，日本和韩国废钢电炉的吨钢能源成本增幅均高于欧盟。废钢电炉每吨钢用电约 639 千瓦时，电价每上涨 10 美元/兆瓦时，吨钢电费就增加约 6.4 美元。日本、韩国的吨钢电费分别增加约 26 美元和 21 美元，两地天然气成本均增加约 25 美元，计入煤及油后，吨钢能源成本合计增加约 52 美元和 48 美元。欧盟的电费只增加约 8 美元，成本增加更多来自天然气，吨钢能源成本合计上升约 25 美元。美国电费和天然气成本均下降，基本抵消了煤和油的成本增量。

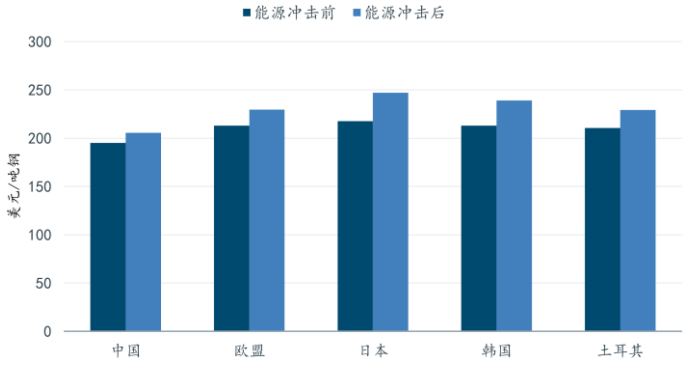
在同一情景下，中国高炉—转炉路线相对日本和欧盟的能源成本优势扩大。中国吨钢直接能源成本从 195 美元增至 206 美元，欧盟从 213 美元增至 229 美元，日本从 218 美元增至 247 美元。中国与欧盟的吨钢能源成本差距由约 18 美元扩大至约 24 美元，与日本的差距由约 23 美元扩大至约 41 美元。

图表136：海外废钢电炉吨钢直接能源成本增量拆分



来源：世界钢铁协会、美国能源信息署，国金证券研究所测算。单位为美元/吨钢。

图表137：高炉—转炉同工艺的直接能源成本对照



来源：世界钢铁协会、美国能源信息署、生意社，国金证券研究所测算。单位为美元/吨钢。

若 2027 年钢材进出口量维持 2026 年水平，国内钢厂所需成品钢交货量将减少约 780 万吨。世界钢协 10 月短期展望预计，中国成品钢表观需求将从 2025 年的 7.96 亿吨降至 2026 年的 7.80 亿吨，2027 年再降至 7.72 亿吨，降幅由 2%收窄至 1%。2027 年中国以外地区的钢材需求预计增长 4.0%。按 2026 年出口约 1.17 亿吨、进口约 547 万吨的基准情景，钢材净出口约 1.11 亿吨，对应 2026 年和 2027 年国内钢厂所需成品钢交货量 8.97 亿吨和 8.84 亿吨。2026 年所需交货量比 2025 年减少约 1,756 万吨，其中 1,590 万吨来自境内表观需求下降，166 万吨来自钢材直接净出口减少。

图表138：2027年国内钢厂所需成品钢交付量按基准情景减少780万吨

百万吨	2025	2026E	2027E	2027 增减
中国成品钢表观使用量	796.0	780.1	772.3	-7.8
钢材直接出口	119.0	116.8	116.8	0.0
钢材直接进口	6.1	5.5	5.5	0.0
国内成品钢所需交货量	909.0	891.4	883.6	-7.8

来源：世界钢铁协会、海关总署，国金证券研究所测算。

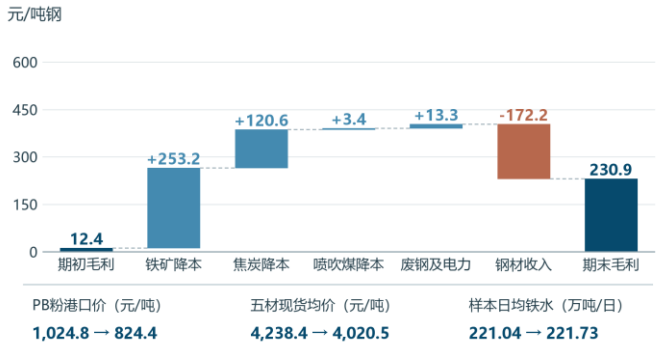
出口转弱时，钢厂随订单收缩安排检修，有助于缓解国内库存和钢价压力。若铁水产量维持高位，原拟出口的钢材转回国内，钢厂降价销售会让出部分原料降本。

5.4 投资建议与估值：盈利转正且水平相同时，起始吨钢市值越低，潜在回报越高

2024年1月至3月，原料降本超过钢材销售收入降幅，长流程即期吨钢毛利增加约218元。按月内周五均值，青岛港PB粉由1,025元/吨降至824元/吨，折成每吨钢，铁矿成本节约253元。焦炭、喷吹煤、废钢和电力另节约137元，钢材销售收入减少172元，钢厂最终留下约56%的投入成本降幅，吨钢毛利由12元增至231元。

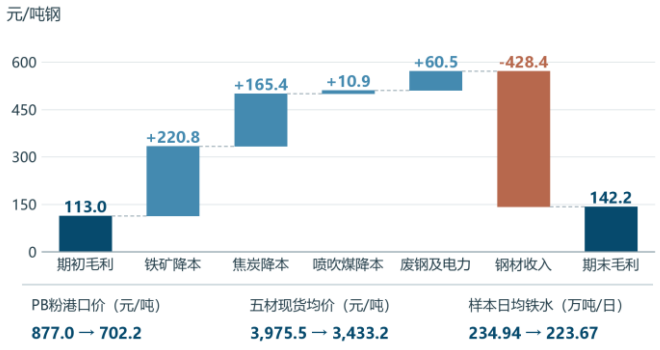
5月至9月，降本总额比1月至3月更大，钢厂留下的毛利增量反而更少。吨钢铁矿成本下降221元，其他投入合计节约237元，钢材销售收入却减少428元，钢厂只留下约6%的成本降幅，吨钢毛利由113元增至142元。同期247家钢厂日均铁水从234.94万吨降至223.67万吨，减产期间仍有大部分降本随钢材售价下降转给了下游。2026年9月下旬至11月中旬，铁水再次回落，截至11月13日，按即期和上月原料成本测算，行业吨钢净利均为负。

图表139：2024年1月至3月长流程钢厂即期吨钢毛利变化



来源：Mysteel，国金证券研究所测算。

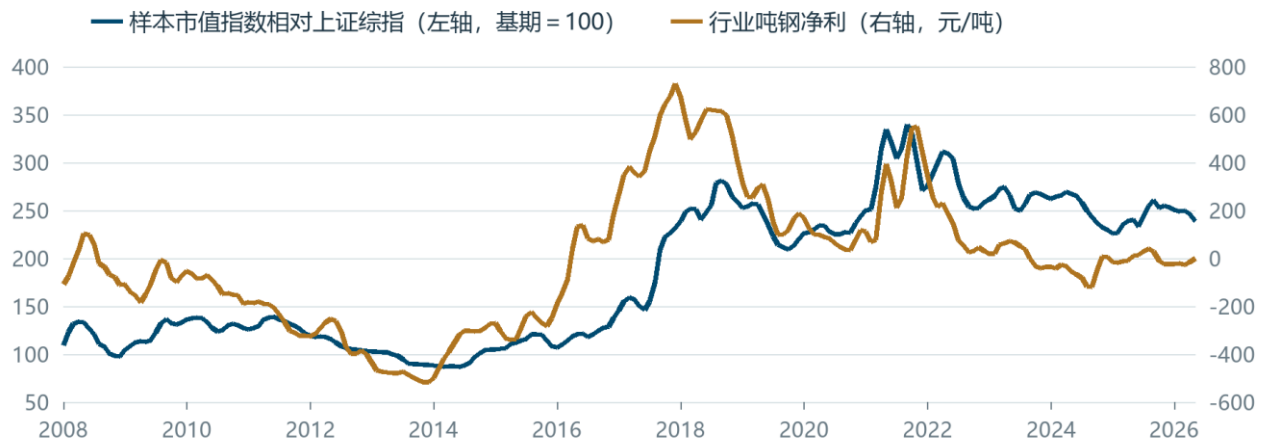
图表140：2024年5月至9月长流程钢厂即期吨钢毛利变化



来源：Mysteel，国金证券研究所测算。

按各月末的12周均值比较，钢铁样本相对市值2008年在2009年比吨钢净利早4个月见底，在2013—2014年晚4个月见底。2008年12月至2009年4月，相对市值指数从97.6升至113.1，同期吨钢亏损由111元扩大至183元。至6月，吨钢亏损收窄至110元，指数仅再升1点。2013年11月至次年3月，吨钢亏损由518元收窄至419元，相对市值指数仍从88.5降至86.4。到2014年6月，吨钢亏损已收窄至321元，指数为86.6。同年12月吨钢仍亏损273元，指数已回升至104.9。

图表141：钢铁样本相对市值指数与行业吨钢净利的历史拐点

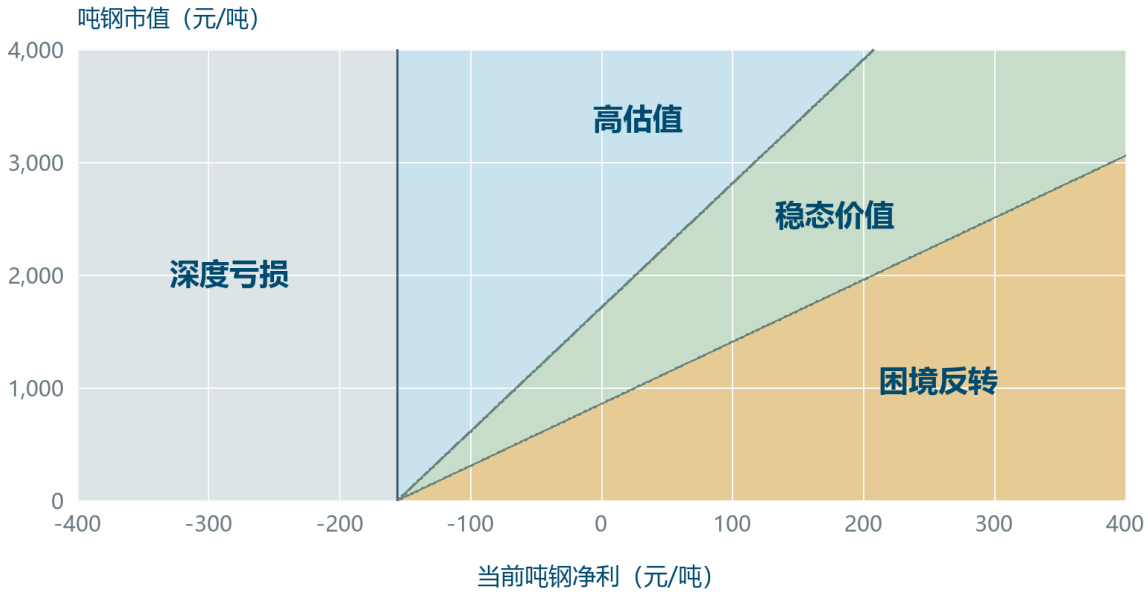


来源：市场行情数据、Mysteel，国金证券研究所测算。2007 年 10 月 19 日=100，按月末取 12 周均值。

在矿价下跌情景下，起始吨钢亏损超过 155 元的钢厂到 2028 年仍难转盈。假设钢价不变、铁矿石降价 30 美元/吨，按汇率 7.2 元/美元和每吨粗钢耗矿 1.37 吨折算，若降价全部兑现，每吨粗钢可节约约 296 元铁矿采购成本。至 2028 年若兑现其中 70%，并有 75%的毛利改善转化为净利，行业吨钢毛利、净利分别改善约 207 元和 155 元。

行业转盈后，终局吨钢净利相同的情景下，起始吨钢市值越低，潜在回报越高。在终局产量较基期增长 10%、稳态市盈率为 10 倍的假设下，当前行业市值低于情景终值的一半时，潜在回报超过 100%，高于情景终值时，潜在回报为负。

图表142：钢铁行业投资策略坐标系：吨钢盈利与吨钢市值



来源：世界钢铁协会，国金证券研究所测算。

风险提示

终端需求不及预期风险。若全球制造业、地产需求持续走弱，或新能源、储能、AI 及核电投资低于预期，金属消费增长可能放缓，压制相关品种价格及企业盈利。

供给释放超预期及供给改革不及预期风险。若矿山复产、海外扩产及回收供应增长快于预期，或稀土整合、钢铁减产执行不足，供需格局改善或受阻，削弱相关品种价格及盈利支撑。

海外货币政策及汇率波动风险。若美国通胀及高利率持续时间超预期、美元走强，贵金属及工业金属价格可能承压；人民币汇率大幅波动亦可能影响企业采购成本及汇兑损益。

贸易政策与地缘局势变化风险。若关税、出口管制及资源国政策出现超预期调整，或地缘冲突扰动运输与能源供应，可能影响企业出口订单、原料保障及生产成本，拖累盈利。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究