

过程筭路蓝缕，结果水到渠成

——有色行业2026年中期投资策略

西部证券研发中心

2026年6月22日

分析师 | 刘博 S0800523090001 邮箱地址: liubo@research.xbmail.com.cn

分析师 | 李柔璇 S0800524100003 邮箱地址: lirouxuan@research.xbmail.com.cn





核心结论

一、基本金属

- ✓ **铜**：产业逻辑支撑价格强势，宏观因素虽有扰动但不改上涨趋势；资本开支低迷+矿难频发+资源民族主义，供给和量增趋紧。
- ✓ **铝**：内外价差扩大+铝材出口激增+国内去库，右侧信号已出现；几内亚铝土矿政策扰动，导致铝供给端不确定性进一步增强。

二、贵金属

- ✓ **黄金**：缺乏宏观叙事使得ETF流出，但最困难阶段大概率已经过去；在短期下跌中寻找价值，中长期坚定看好金价长牛趋势。
- ✓ **白银**：金融属性决定银价趋势，中长期来看有望跟随黄金价格上行。

三、能源金属

- ✓ **碳酸锂**：需求仍在持续增长，供给端中国产能和项目集中释放；需求端5、6月锂电池排产略超预期，5月份库存继续去化，我们认为这一轮碳酸锂的行情远远没有结束。

- **四、战略金属、金属和新材料**：基本面平稳，稀土旺季来临，有望迎来价格上涨趋势；在AI赋能和各国均追求产业链自主的大环境下，战略金属和小金属有望迎来一轮估值重构的机遇。

- **风险提示**：全球经济复苏不及预期、地缘政治风险、政策风险、企业经营不确定性、原材料价格上升等。

行业评级	超配
前次评级	超配
评级变动	维持

近一年行业走势



相对表现	1个月	3个月	12个月
有色金属	-14.76	-15.18	71.89
沪深300	-1.44	4.04	23.59

目 录

CONTENTS

01

工业金属：铜价易涨难跌，铝右侧信号已出现

02

贵金属：缺乏宏观叙事，但是最困难阶段已过

03

能源金属：电池排产略超预期，库存继续去化

04

战略金属：短期Q3旺季来临，有望迎上涨趋势

05

金属和新材料：AI赋能，高端合金产业迎新机遇



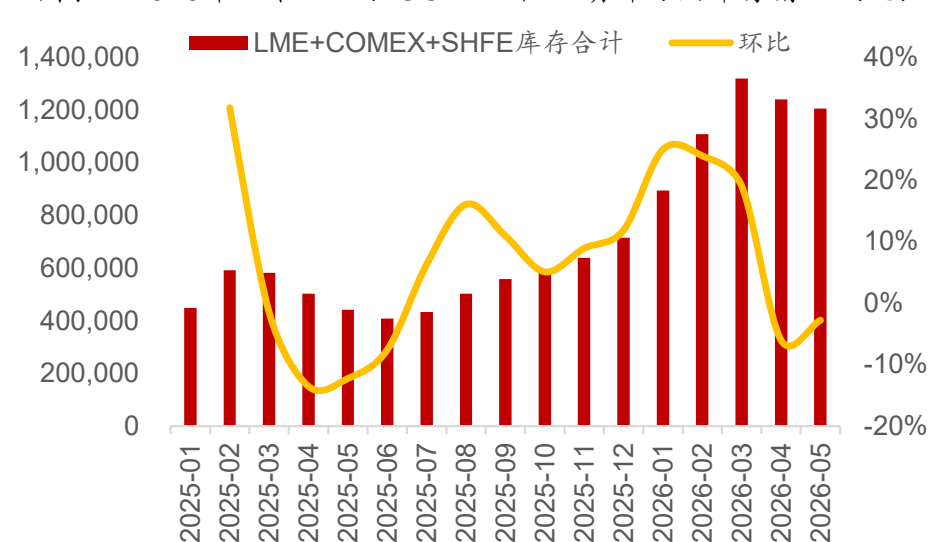
工业金属：铜——产业逻辑支撑价格强势，宏观因素虽有扰动但不改上涨趋势

- **价格表现**：2025年，LME铜价从8781.50美元/吨上涨至12496.50美元/吨，涨幅为42.30%（同期沪铜涨幅为33.11%），基本上保持全年上涨趋势；2026年1月1日至今，LME铜价从12460.50美元/吨上涨至13517.00美元/吨，涨幅为8.48%（同期沪铜涨幅为5.55%），维持上涨趋势。
- ✓ **价格下跌往往是宏观事件导致，且较快修复**：铜价两次明显下跌，一次是2025年3月的关税战，一次是2026年3月的美伊冲突，均是宏观事件，且之后价格均较快修复。
- ✓ **价格上涨往往是供给冲击或者需求拉动**：2025年Q4和2026年Q1铜价快速上涨，一次是因为矿难+关税担忧；一次是因为硫酸价格上涨成本拉动。
- **总体来看**：产业逻辑支撑铜价中枢上移，目前仍处上涨趋势中，宏观因素扰动但不改铜价上涨趋势，且冲击之后往往较快修复。

图表：2024年以来LME铜价和美元指数的走势（美元/吨）



图表：2025年以来LME、COMEX和上期所的铜库存情况（吨）

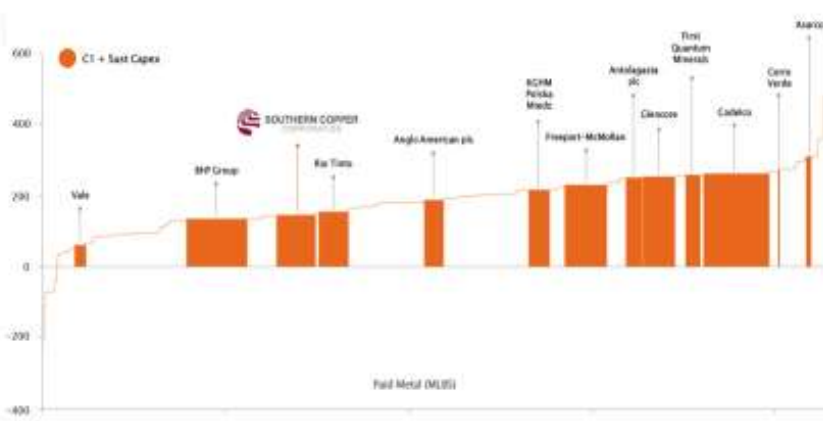




工业金属：铜——产业逻辑支撑价格强势，宏观因素虽有扰动但不改上涨趋势

- ▶ **回顾过去：**我们认为铜价主要由四大逻辑驱动：供给扰动、能源转型与AI产业叙事、降息预期以及美国铜关税预期，而当前四者出现了一定分歧。一方面油价抬升加剧通胀，降息预期有所变化，叠加全球铜高库存，铜价上行有所承压。而另一方面供给端迎来低增量、硫酸短缺、物流受阻三重压制，海外矿山复产不及预期，铜矿增量稀缺，加之6月底美国关税政策落地在即，内外价差拉大带动货源赴美，强力托底铜价，短期内形成了上有顶，下有底的格局。
- ▶ **价格展望：**当前伦铜已站稳13000美元/吨以上、沪铜稳居10万元/吨上方，处在历史高位区间和铜矿激励价格上方；往后来看，我们预期仍以震荡为主、铜价易涨难跌，LME铜短期中性小区间预计在1.2-1.4万美元/吨震荡，极端情况我们假设在1.0-1.6万美元/吨区间震荡，如果要持续往上突破前高，仍需终端需求及宏观环境有进一步明显边际改善。不过在供给高脆弱性、以及AI及能源转型的产业背景下，下行空间也非常有限，如果在宏观冲击下短期快速下行，我们认为更多是上车机会。

图：全球铜矿C1+可维持性成本曲线图



注：全球铜矿C1现金成本90分位线约7000美元/吨，C3完全成本在C1基础上增加了折旧摊销、勘探开发、总部管理费用及财务费用

图：不同铜价与IRR下的单吨NPV矩阵（成本8500）

	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%
8000	-22771	-22699	-22637	-22584	-22537	-22496	-22459
9000	-15876	-16443	-16934	-17361	-17734	-18062	-18351
10000	-8982	-10187	-11230	-12138	-12931	-13628	-14243
11000	-2088	-3931	-5527	-6915	-8129	-9194	-10134
12000	4807	2325	177	-1692	-3326	-4761	-6026
13000	11701	8581	5880	3531	1477	-327	-1918
14000	18595	14837	11584	8754	6279	4107	2190
15000	25489	21093	17288	13976	11082	8540	6299

注：项目期：10年；初始投资：22000美元/吨；经营成本：8500美元/吨；税率：15%

图：不同铜价与IRR下的单吨NPV矩阵（成本7000）

	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%
8000	-12429	-13315	-14082	-14749	-15333	-15845	-16297
9000	-5535	-7059	-8379	-9527	-10530	-11411	-12189
10000	1359	-803	-2675	-4304	-5727	-6978	-8080
11000	8254	5453	3029	919	-925	-2544	-3972
12000	15148	11709	8732	6142	3878	1890	136
13000	22042	17965	14436	11365	8681	6324	4244
14000	28936	24221	20139	16588	13483	10757	8353
15000	35831	30477	25843	21811	18286	15191	12461

注：项目期：10年；初始投资：22000美元/吨；经营成本：7000美元/吨；税率：15%



工业金属：铜——资本开支低迷+矿难频发+资源民族主义，供给和量增趋紧

- 矿难事故频发拖累行业产量增长：我们统计全球前十大铜矿公司的产量指引，假设产量指引全部如期完成，则2024-2027年铜产量CAGR为0.88%；实际上，2025年和2026年矿难事故频发、供给端扰动层出不穷，我们认为未来实际铜矿行业产量CAGR可能在1%上下。
- 海外铜企资本开支连续多年位于低位：铜矿企业从资本开支到资源产出，大概需要3-5年，2016-2021年全球主要铜企的资本开支多年维持低位，对铜供给形成长期约束。
- 资源民族主义和ESG的要求也限制行业产量：在资源民族主义持续抬头、ESG 要求显著提升，资源开发所面临的复杂度不断提升的背景下，铜矿资源开发难度也在不断增加，单吨铜资本开支出现了明显提升，资本开支周期也将对铜供给形成长期约束。

图表：2024-2027年世界主流铜矿的产量预测值（万吨）

	2024年产量	占比	2027年产量指引	CAGR
必和必拓	195.8	6.4%	177.0	-3.31%
智利铜业	144.1	6.2%	149.7	1.28%
自由港	191.1	5.6%	186.0	-0.90%
南方铜业	97.4	4.2%	91.1	-2.20%
嘉能可	95.2	4.0%	84.0	-4.09%
紫金矿业	106.8	3.7%	134.7	8.04%
力拓	62.4	2.8%	72.0	4.89%
洛阳钼业	65.0	2.4%	92.0	12.28%
英美资源	77.3	2.4%	78.0	0.30%
波兰铜业	54.1	2.3%	53.8	-0.19%
合计	1089.2	40.0%	1118.3	0.88%

图表：2025-2026年发生的一些大型矿难事件

公司	2025年下调产量	原因
自由港	10万吨	PT-FI冶炼厂事故造成阴极铜停产
英美资源	5万吨	Los Bronces一座选矿厂转入停产维护状态
艾芬豪	4.4-9.3万吨	卡莫阿-卡库拉铜矿遭遇地震不可抗力而暂停
公司	2026年下调产量	原因
艾芬豪	9万吨	卡莫阿-卡库拉铜矿井巷开拓优先级提升、地震积水复产慢、短期集中地下工程
英美资源	6万吨	智利Collahuasi矿山品位下滑、产能爬坡慢、秘鲁Quellaveco品位下降
嘉能可	9万吨	智利Collahuasi矿山事故、品位低、供水不足
泰克资源	8万吨	尾矿坝加高工程延长停产、Highland Valley品位下降+维护增加
自由港	骤降约35%	印尼格拉斯伯格矿区泥石流损毁铁路/溜槽/电力，长期复产受限



需求拉动：考虑AI，2026-2028年铜的需求增速分别为2.1%、3.3%、3.7%

图表：2026-2028年全球铜的需求测算

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
光伏需求测算								
全球光伏新增装机量 (GW)	170	240	400	597	698	650	688	743
同比增速	33.9%	41.2%	66.7%	49.3%	16.9%	-6.9%	5.8%	8.0%
每GW 装机需要消耗铜量 (吨)	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000
全球光伏用铜量(万吨)	68	96	160	239	279	260	275	297
同比增速	2.0%	41.2%	66.7%	49.3%	16.9%	-6.9%	5.8%	8.0%
风电需求测算								
陆上风电 (GW)	72.5	68.8	97	109	155.3	160.0	159.9	167.1
每GW 装机耗铜(吨)	4700	4700	4700	4700	4700	4700	4700	4700
海上风电 (GW)	21.1	8.8	18	8	9.3	18.0	26.6	26.2
每GW 装机耗铜(吨)	12650	12650	12650	12650	12650	12650	12650	12650
全球风电用铜量(万吨)	61	43	68	61	85	98	109	112
同比增速	21.0%	-28.5%	57.4%	-10.3%	38.2%	15.6%	11.1%	2.6%
新能源汽车用铜量测算								
全球汽车总需求量 (万辆)	8021	8502	9355	9250	9638	9928	10225	10532
传统汽车销量 (万辆)	7398	7484	8013	7550	7585	7588	7558	7491
全球新能源汽车销量 (万辆)	622	1018	1342	1700	2053	2340	2668	3041
全球新能源汽车用铜量(万吨)	45	73	95	117	143	164	188	216
同比增速	116.3%	63.2%	30.0%	23.4%	22.8%	14.6%	14.7%	14.7%
全球新能源需求用铜量合计 (万吨)	173	212	323	417	507	522	572	625
同比增速	26.0%	22.4%	52.2%	29.1%	21.7%	2.9%	9.6%	9.2%
AI+新能源用铜量小计 (万吨)	193	236	356	465	583	642	738	849
同比增速		22.2%	51.1%	30.6%	25.3%	10.2%	15.0%	15.0%
全球传统需求用铜量合计 (万吨)	2333	2350	2308	2277	2237	2237	2237	2237
同比增速		0.7%	-1.8%	-1.3%	-1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	2526	2586	2664	2742	2820	2879	2975	3086
同比增速		2.4%	3.0%	2.9%	2.8%	2.1%	3.3%	3.7%



供需平衡表：2026-2028供需短缺日益严重，产业逻辑坚实、铜价易涨难跌

图表：2026-2028年全球铜的供需平衡表测算

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
供给测算								
铜精矿:全球:产量(万吨)	2115	2190	2227	2283	2310	2279	2363	2435
增速	1.9%	3.5%	1.7%	2.5%	1.2%	-1.4%	3.7%	3.0%
38 家主流铜矿企业	1573	1603	1697	1767	1749	1762	1846	1918
其他铜矿	542	587	530	517	561	561	561	561
原生精炼铜:全球:产量(万吨)	2075	2113	2202	2295	2354	2279	2363	2435
精铜/铜精矿	98%	96%	99%	101%	102%	100%	100%	100%
增速	-0.1%	1.8%	4.2%	4.2%	2.5%	-3.2%	3.7%	3.0%
再生精炼铜:全球:产量(万吨)	415	415	449	464	512	548	565	582
增速	8.0%	0.1%	8.1%	3.3%	10.5%	7.0%	3.0%	3.0%
精铜(原生+再生):全球:产量(万吨)	2490	2528	2651	2759	2866	2827	2927	3016
增速	1.1%	1.5%	4.9%	4.1%	3.9%	-1.4%	3.6%	3.0%
需求测算								
ICSG:精铜:全球:消费量(万吨)	2526	2586	2664	2742	2820	2879	2975	3086
yoy		2.4%	3.0%	2.9%	2.8%	2.1%	3.3%	3.7%
全球新能源用铜量(万吨)	173	212	323	417	507	522	572	625
yoy		22.4%	52.2%	29.1%	21.7%	2.9%	9.6%	9.2%
全球AI需求用铜量合计(万吨)	20	24	33	48	76	120	166	224
yoy		20.0%	41.3%	44.9%	56.9%	58.6%	38.5%	34.9%
AI+新能源用铜量小计(万吨)	193	236	356	465	583	642	738	849
yoy		22.2%	51.1%	30.6%	25.3%	10.2%	15.0%	15.0%
传统需求用铜量合计(万吨)	2333	2350	2308	2277	2237	2237	2237	2237
yoy		0.7%	-1.8%	-1.3%	-1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
用铜量需求合计(万吨)	2526	2586	2664	2742	2820	2879	2975	3086
增速		2.4%	3.0%	2.9%	2.8%	2.1%	3.3%	3.7%
铜的供需平衡(万吨)	-36	-58	-13	17	46	-52	-48	-69



推荐标的：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、西部矿业等

- **紫金矿业：金铜锂三轮驱动，抗周期属性与成长力双强化。**1) 矿产金：海外并购矿山逐步释放产能，叠加后续并购落地，产量增长确定性高，2028年目标130-140吨，25-28年CAGR13%~16%；2) 矿产铜：高基数下稳健增长，全球产能扩张路径清晰，2028年目标150-160万吨，CAGR11%~14%；3) 碳酸锂：从0到1规模化突破，正进入产能释放期，25年碳酸锂产量2.55万吨，26年计划12万吨（同比+370%），28年目标27-32万吨，三年复合增速超120%。
- **洛阳钼业：铜+黄金”双核布局，并购扩张与产能升级双轮驱动。**2025年公司提出“多品种、多国家、多阶段”并购战略，聚焦“铜+黄金”两极布局并取得重大突破。黄金方面，2025年6月公司完成了奥丁矿业收购，12月又宣布以10.15亿美元并购巴西3个黄金资产（在产），并明确2026年6-8吨产量目标，待未来奥丁矿业投产后，叠加巴西金矿，公司黄金年产量近20吨。铜方面，2026年公司铜金属产量指引76-82万吨，有望提前兑现80万吨产铜目标；同时公司也正推进刚果（金）KFM二期、规划TFM三期项目，并向2028年百万吨铜产能迈进。黄金布局拓展盈利赛道，铜产能扩张强化龙头优势，预计将为公司长期盈利增长提供强劲动力。
- **金诚信：矿服业务修复兑现，资源放量延续高增。**1) 矿服业务：受项目调整、停工等因素影响，2025年公司矿服业务毛利承压。但在2026年一季度矿服营收、毛利同比双双增长，经营显著回暖。同时公司也正持续推进大客户、大项目战略，新签合同体量可观，海外布局根基稳固，长期增长动力充足。2) 资源业务：公司第二轮资源项目集中建设正拉开序幕，扩产计划明确。中短期来看，鲁班比铜矿提产改造、L矿西区稳产达产，是近年的工作重点。远期来看，L矿东区、鲁班比铜矿达产和哥伦比亚San Matias项目预计将继续贡献增量，扩产计划明确。
- **西部矿业：玉龙+茶亭新旧项目接力高增，资源厚储开启成长新周期。**2025年旗下铅、锌、钼、金矿产产量均实现同比增长，仅矿产铜短期小幅下滑，其中玉龙铜业贡献九成以上矿产铜产量，是业绩核心支柱，2025年该矿山新增铜资源超131万吨，资源底蕴进一步增厚。此外，公司耗资86.09亿元拿下安徽茶亭大型铜金探矿权，新增铜、金资源储量可观，深部找矿潜力大，将作为“十五五”重点后备项目。产能方面，玉龙铜矿三期预计2026年底完工，届时选矿产能将显著提升。茶亭矿后续开发落地后，将与玉龙铜矿形成产能梯次布局，两大项目接力释放增量，为铜业务长期稳健发展提供坚实保障。

工业金属：铝——内外价差扩大+铝材出口激增+国内去库，右侧信号已出现

- 内外价差扩大：**截至2026年5月29日，沪铝价格为24317元/吨、LME铝价为3674美元/吨，沪伦比值已经跌破6.6，内外价差进一步扩大。LME现货铝价较三个月期货升水飙升至每吨97美元，达到2007年以来最高水平，同时交易所库存大幅下滑，目前正接近历史低位。
- 铝材出口激增：**中国海关总署数据，2026年4月中国出口铝板带箔总计44.23万吨，环比增长16.1%，同比增长10.3%。其中铝板带、片出口32.79万吨，环比增长18.1%，同比增长17.6%；下游对23500-24000元/吨的接受程度较高，国内去库加速在即。
- 国内即将去库：**5月15、22、29日，上期所铝库存分别为50.89、51.58、51.64万吨，环比增速分别为3.29%、1.36%、0.12%，库存累积速度在变慢，结合我们在前文中介绍的4月以来铝材出口激增，国内去库拐点已经到来，铝相关资产进入右侧阶段。

图表：2026年以来铝的内外价差不断扩大



来源：同花顺FinD

图表：2026年以来LME和上海期货交易所的铝的库存情况（吨）



来源：同花顺FinD



工业金属：铝——几内亚铝土矿政策扰动，导致铝供给端不确定性进一步增强

- 几内亚铝土矿政策扰动：2026年5月25日，全球最大铝土矿生产国几内亚宣布，计划于6月正式出台铝土矿出口管制改革方案。
 - ✓ 出口管制并非简单的“一刀切”：其核心条款是将2026年铝土矿出口总量上限定为1.5亿吨，较2025年实际出口量减少约3300万吨，降幅达18%。同时，政府推出“几内亚铝土矿指数”增强定价话语权，并要求50%以上的出口由国有航运公司承运。
 - ✓ 同时，几内亚政府要求外资矿企在当地建设氧化铝厂：目前已有三座新设施处于规划或建设阶段，目标新增五座炼厂、总计720万吨氧化铝产能。长远来看，几内亚计划从“卖矿”走向“卖加工品”。
- 铝供给端的不确定性增强：受到美伊战争的影响，中东地区电解铝年化停产规模已达约300万吨，由于铝冶炼的复产周期远长于石油或多数采矿，2026年全球原铝供给同比收缩约1%已成为大概率事件，铝市正面临“近年来较强的供给端看涨格局”。

图表：2014-2026年中国电解铝的运行产能和产能利用率情况（万吨、%）



工业金属：铝

——一体化更符合产业发展趋势和方向，ROE稳定+红利资产

图表：2023-2025年主要电解铝公司的归母净利润、分红和ROE情况（单位：亿元）

		中国宏桥	神火股份	天山铝业	南山铝业	云铝股份	中国铝业	中孚实业
2023	归母净利润	114.6	59.1	22.1	34.7	39.6	67.2	
	现金分红	59.9	18.0	6.9	14.0	8.0	13.7	
	分红比例	47%	30%	31%	40%	20%	20%	
	股息率	9.9%	4.8%	2.5%	4.1%	1.9%	1.4%	
	ROE	12.4%	29.8%	9.2%	6.0%	15.4%	11.1%	
2024	归母净利润	223.7	43.1	44.5	48.3	44.1	124.0	
	现金分红	151.1	17.9	18.4	19.7	14.2	37.2	
	分红比例	63%	42%	41%	41%	32%	30%	
	股息率	13.7%	4.7%	5.1%	4.3%	3.0%	3.0%	
	ROE	20.8%	19.9%	16.6%	8.6%	15.6%	17.9%	
2025	归母净利润	250.6	40.1	48.2	47.4	60.5	126.7	16.2
	现金分红	163.9	17.9	25.2	49.9	24.2	46.3	7.0
	分红比例	65%	45%	52%	105%	40%	37%	43%
	股息率	5.1%	2.9%	3.9%	8.9%	2.5%	2.5%	2.5%
	ROE	17.1%	16.3%	16.3%	8.2%	18.9%	16.9%	6.5%



推荐标的：中国宏桥、云铝股份、华峰铝业、神火股份等

- **中国宏桥：连续回购重视股东回报，派息意愿+派息能力+铝价看涨。** 1) 行业β：电解铝环节产能受限、景气度较高，长期来看稀缺性一直存在；2) 公司α：一体化稳定盈利、自备电降成本，顺应产业发展趋势搬迁云南；我们预计2026-2028年公司EPS分别为3.24、3.50、3.78元，PE分别为6、6、5倍，维持“买入”评级。风险提示：全球经济复苏情况、政策风险、项目进展、原材料价格扰动等。
- **云铝股份：量增确定性强（弹性）+报表质量改善（分红）+绿电资源优势。** 1) 行业β：电解铝环节产能受限、景气度较高，长期来看稀缺性一直存在；2) 公司α：业绩既有增长、更有质量，分红比例逐年提升重视股东回报；我们预计2026-2028年公司EPS分别为3.54、3.79、4.06元，PE分别为7、6、6倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求和在建项目不达预期、原材料扰动、竞争格局恶化等。
- **华峰铝业：高端（定制）化、国际化，上游布局原材料、下游绑定Tier 1。** 1) 历史表现：我们选取铝加工行业具有代表性的几家龙头公司作为比较（华峰铝业、银邦股份、明泰铝业、鼎胜新材、常铝股份），从营业收入、归母净利润、毛利率、净利率、ROE、单吨毛利等多项指标来看，2017-2023年，无论是成长性，还是盈利性，华峰铝业表现均较为优秀。2) 汇兑损益+资产减值损失拖累业绩表现，展望未来，新能源汽车产业高景气，赋能公司核心业务发展；多领域应用拓宽，打开铝热传输材料成长空间；我们预测公司2026-2028年EPS分别为1.47、1.79、2.17元，对应PE分别为11、9、7倍，维持“买入”评级。风险提示：汽车销量和电动化率不达预期、原材料和汇率扰动、竞争恶化等。
- **神火股份：电解铝价格上涨+氧化铝价格下跌，公司业绩显著超出市场预期。** 1) 行业β：电解铝环节产能受限、景气度较高，长期来看稀缺性一直存在；2) 公司α：2026年公司电解铝资产表现超预期，同时煤炭资产计提减值后轻装上阵，积极寻找优质煤炭资源与电解铝产能指标，我们预计2026-2028公司EPS分别为3.76、4.04、4.62元，PE分别为6、6、5倍，维持“买入”评级。风险提示：煤、铝的需求不达预期、供给端扰动；原材料价格大幅波动等。

目 录

CONTENTS

01

工业金属：铜价易涨难跌，铝右侧信号已出现

02

贵金属：缺乏宏观叙事，但是最困难阶段已过

03

能源金属：电池排产略超预期，库存继续去化

04

战略金属：短期Q3旺季来临，有望迎上涨趋势

05

金属和新材料：AI赋能，高端合金产业迎新机遇



贵金属：黄金——缺乏宏观叙事使得ETF流出，但最困难阶段大概率已经过去

- **2003-2022年，基于美联储货币政策波动的传统定价框架对金价涨跌拥有极高解释力**，该框架以美国10年期通胀保值债券（TIPS）代表的实际利率预期、全球黄金ETF持仓规模为两大核心定价锚。这一时期，全球黄金ETF规模的变动基本可以完全解释金价的波动，央行购金对金价的影响几乎可以忽略不计。**2022年12月俄乌冲突爆发后，全球掀起了史无前例的央行购金潮，黄金的传统定价框架基本失效**。同期全球黄金ETF规模对金价的解释力大幅减弱，而全球央行购金行为的解释力则显著提升，成为决定金价走势的绝对核心变量。
- **目前全球央行并没有系统性地出售黄金**。今年以来，受地缘局势不确定性影响，曾被视作“黄金大买家”的部分央行，一度采取了“战术性抛售”操作。如今这一局面得以扭转。世界黄金协会6月3日发布的报告显示，各国央行于4月恢复增持黄金，净购金约17吨，波兰央行仍是最大买家；而作为3月最大卖家的土耳其央行，则在4月基本停止抛售。3月，全球央行合计公开净售金近30吨，以土耳其和俄罗斯央行为主的售金活动抵消了其他央行的购金量。

图表：2013年以来黄金价格和实际利率的走势情况



图表：2025年以来黄金ETF持仓量和黄金价格的变化情况





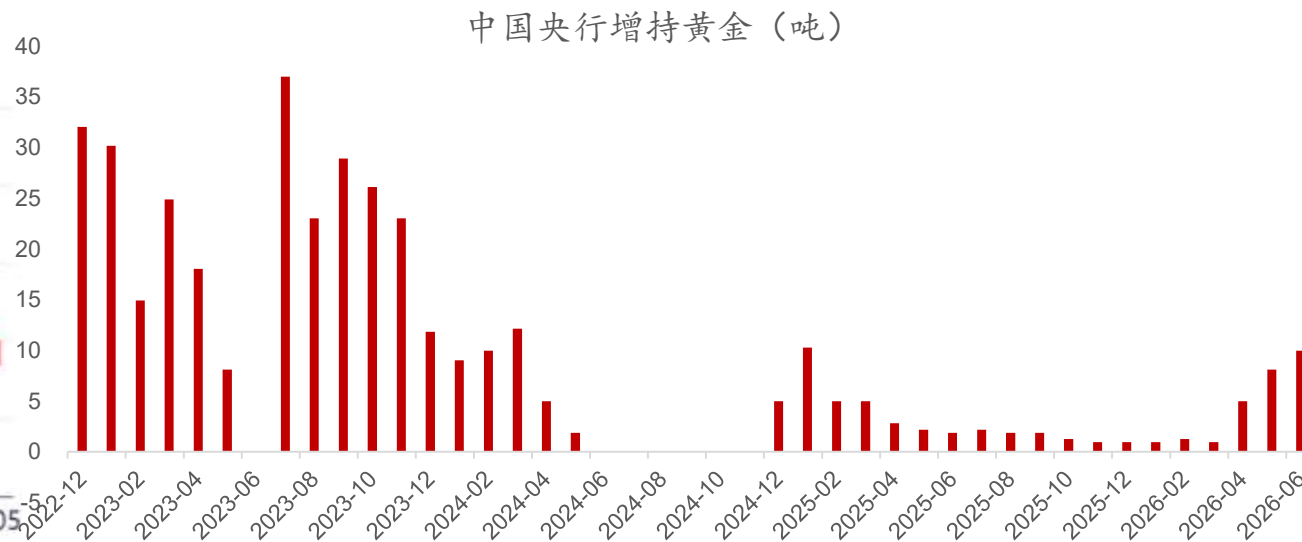
贵金属：黄金——缺乏宏观叙事使得ETF流出，但最困难阶段大概率已经过去

- 5月19号以来，在油价下跌+利率回落的背景下，黄金价格表现仍然不佳。从资金面来看，过去3个月金价下跌，最重要的卖出力量来自ETF的趋势流出。2026年3月和5月，全球黄金ETF分别累计净卖出82.92万吨和16.13万吨。事实上，2025年黄金大涨的最重要因素就是ETF的天量流入——全年流入806.58吨，最重要推手的离场使得金价缺少了趋势上行的动能。
- ETF资金转向净流出的核心原因是今年以来黄金缺乏宏观叙事驱动。2025年黄金最大幅度的两波上涨分别是4月和9-10月。前者的重要原因是综合性财税改革法案（“大而美”法案）通过引发美债可持续担忧，后者是重要原因除了8月底的Jacksonhole会议传递出清晰的鸽派信号外，还有特朗普要开除联储理事Lisa Cook（8月26号）再度引发的独立性担忧。而2026年黄金的宏大叙事（美国政府债务的可持续担忧、美联储独立性、特朗普政策不确定性）缺少实质驱动事件。财政方面缺乏综合性财税改革法案这种巨额支出、联储新主席沃什尚未就货币政策立场发表过评论、以及特朗普削弱美联储独立性的言论和行为等。

图表：2025年以来黄金ETF的持仓量情况（吨）



图表：2022年以来中国央行增持黄金的情况（吨）

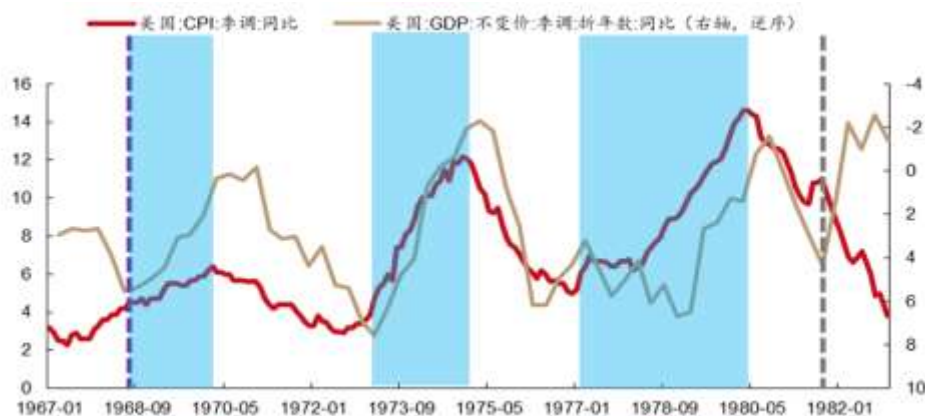




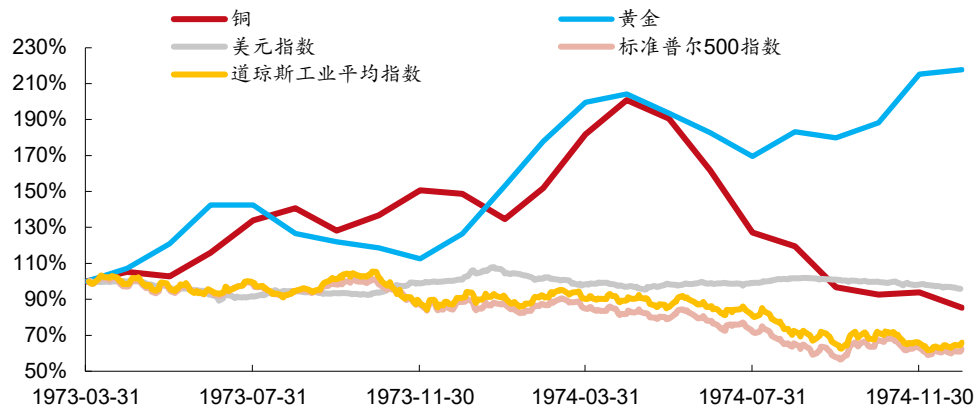
贵金属：黄金——复盘20世纪70-80年代滞涨期间，金价均有不俗表现

➤ 复盘来看，美国20世纪70-80年代以来一共经历了三次滞胀，除1968-1970年外（布雷顿森林体系尚未解体），黄金价格均具有明显的涨幅，整个滞胀期间（1968.6.30-1981.9.30），黄金价格涨幅最高超过了1600%。“滞胀”若真的发生,我们预计黄金在整个大类资产中的配置优先级也居前。

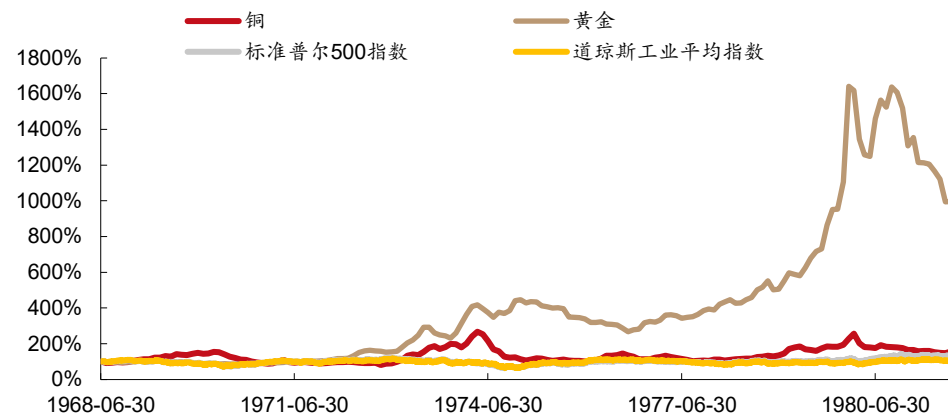
图：1968-1981年美国滞胀时期 CPI 与 GDP 反向关系明显（%）



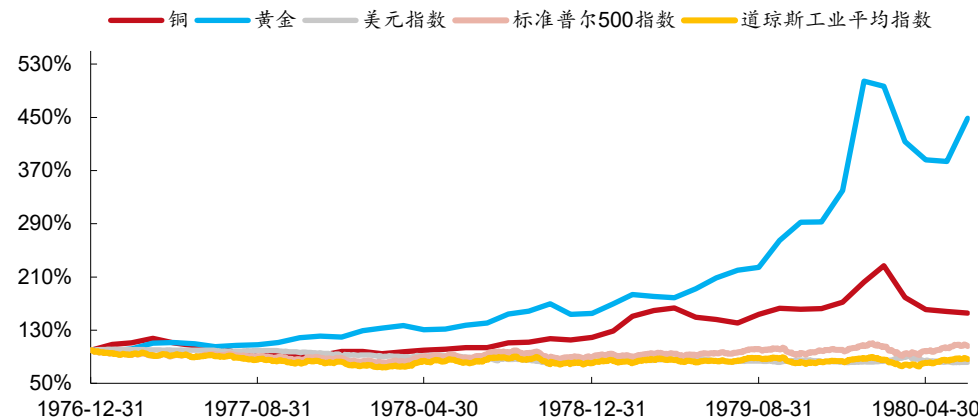
图：第二阶段（1973.3.31-1974.12.31）不同大类资产涨跌幅



图：滞胀周期中黄金在大类资产中涨幅明显居前



图：第三阶段（1976.12.31-1980.6.30）不同大类资产涨跌幅

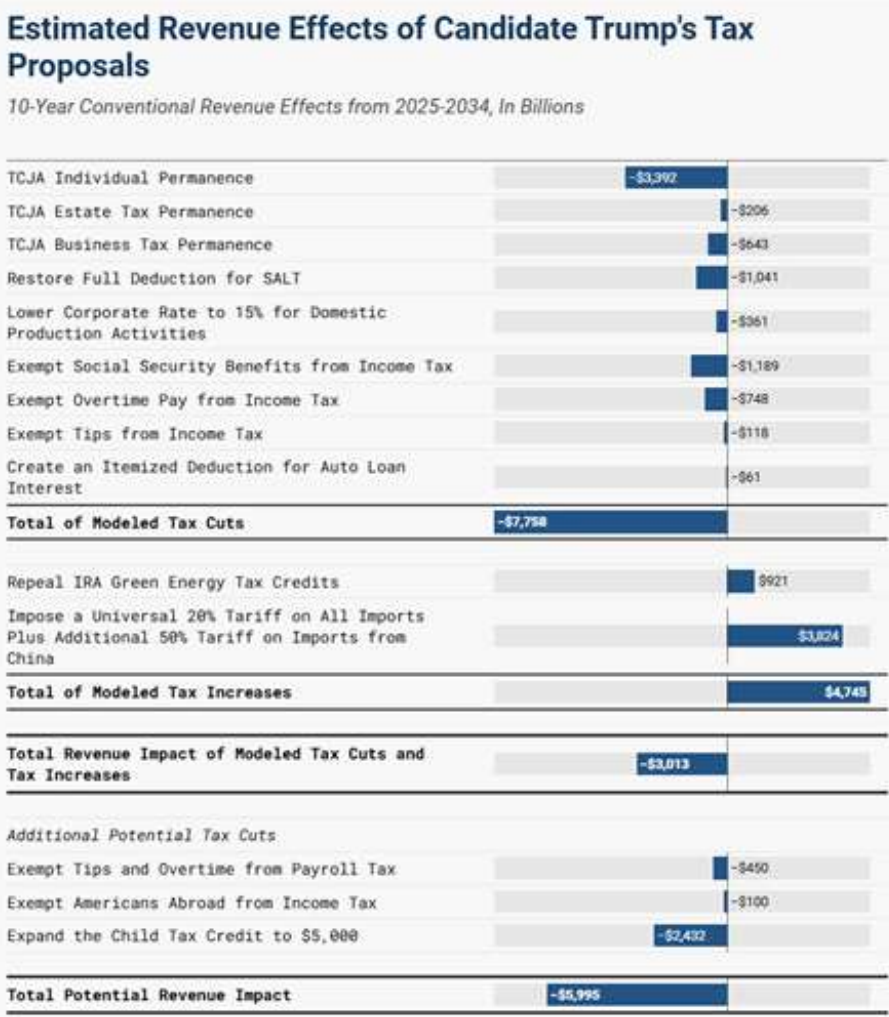




贵金属：黄金——在短期下跌中寻找价值，中长期坚定看好金价长牛趋势

- ▶ 短期来看，美伊战争、沃什的降息缩表以及放松监管举措均有利于短期美元的抬升，或将短期对黄金等价格形成一定冲击。
- ▶ 但中长期来看，牙买加体系宣布“黄金非货币化”之后，我们认为目前黄金同时具有货币属性、金融属性和商品属性，其中货币属性为黄金本质属性，近年来影响权重大幅提升，其对应交易方主要为各国央行。随着逆全球化时代到来，地缘政治博弈加剧，出于“安全”和“独立”等需求，多国央行纷纷增加黄金储备，去美元化趋势正加速，黄金正开启新一轮上涨周期。央行购金预计也将是中长期发展趋势，而不仅仅是短期变化。据世界黄金协会的调查显示，约有20家央行计划在未来一年内增加黄金储备。
- ▶ 此外，我们预计黄金价格中枢也将继续提升。从货币政策来看，黄金价格中长期来看一直围绕着美国M2决定的金价中枢波动，伴随着央行购金持续，且从财政政策来看，黄金价格与美国财政赤字往往具有良好的同步性，根据 Tax Foundation 的研究，特朗普所主张的政策预计也将明显提升财政赤字。因此展望未来，在债务问题、通胀风险、大国博弈没有得到根本性解决的前提下，黄金对冲“百年未有之大变局”的作用仍然存在，它仍然是未来3年对冲特朗普“stupidity”、美国股债汇三杀或AI“泡沫”崩溃的最好对冲工具，我们仍预计黄金价格中枢或将继续提升。

图：美国税务基金会对特朗普税收政策影响美国收入/赤字的测算

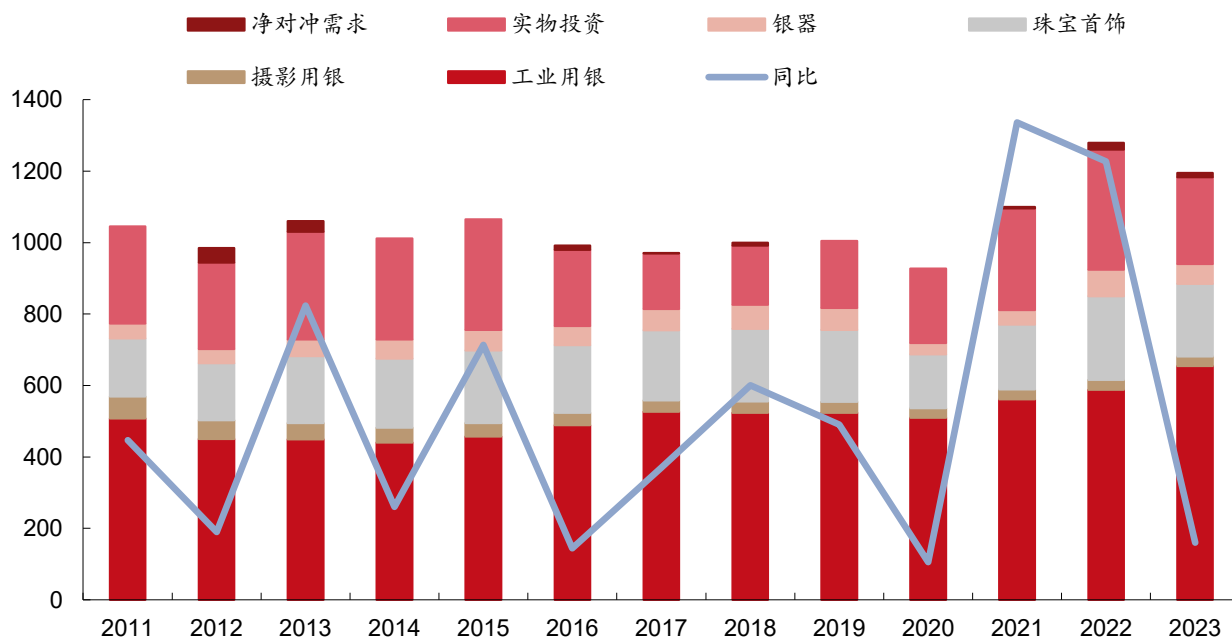




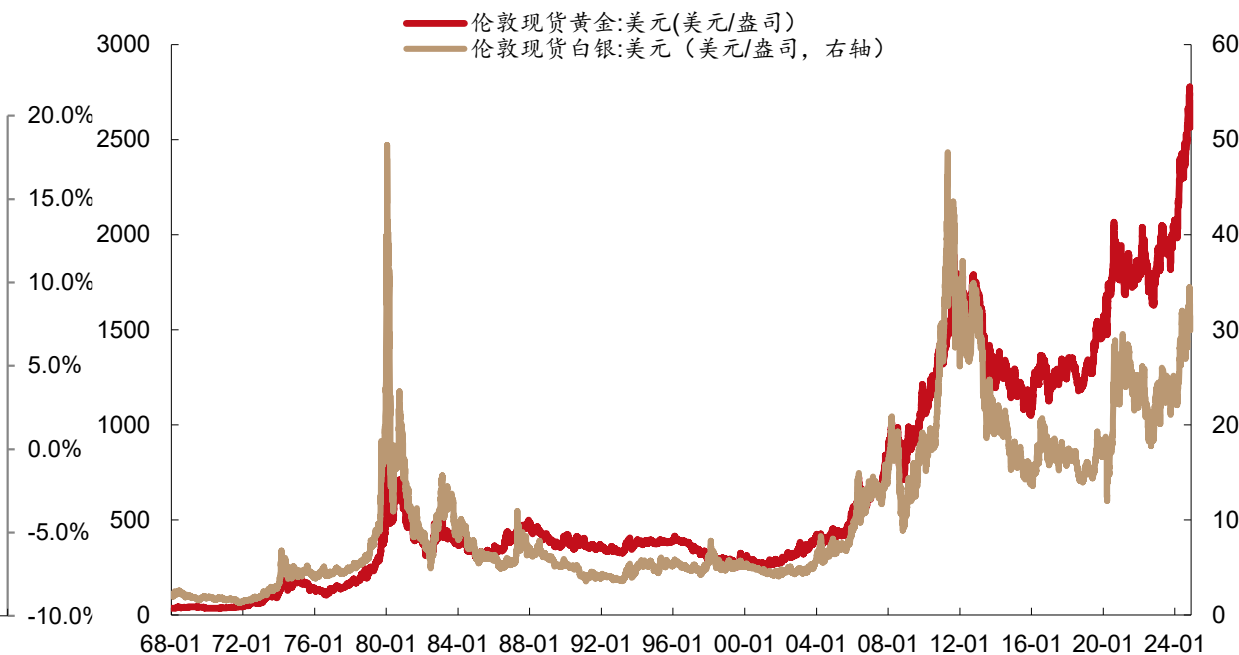
贵金属：白银——金融属性决定银价趋势，中长期来看有望跟随黄金价格上行

➤ 从需求结构来看，白银需求主要分为工业制造、珠宝首饰银器、实物投资三个部分，其中工业需求占总需求约 55%，实物投资性需求（银币银条等）占比约为 20%，珠宝首饰银器类需求约占 22%。因此白银兼具金融属性和工业金属的特性。其中，由于投资需求波动幅度较大，金融属性往往决定着银价趋势，白银价格走势往往和黄金保持高度相关性。而其价格走势相对于黄金的分化，很大程度上是由白银的工业属性所影响。我们看好金价长期持续上涨，空间和弹性仍然充足，因此白银也有望跟随黄金价格上行。

图：2011-2023年全球白银需求量（百万盎司）



图：白银价格走势往往和黄金价格保持高度相关性





贵金属：白银——金融属性决定银价趋势，中长期来看有望跟随黄金价格上行

- 金银比主要受到需求周期与白银自身产业供需的影响，体现白银工业属性。我们通过全球制造业PMI衡量制造业的需求周期。可以看到金银比与其全球制造业PMI存在较强负相关性。当制造业较强时，白银表现多强于黄金，金银比下降，当制造业转弱时，白银多弱于黄金，金银比上升。
- 站在当前时间，目前全球制造业PMI指数均已位于枯荣线以下，回顾历史来看，除衰退超预期外，持续大幅下行空间相对有限，若后续制造业边际修复，我们预计金银比有望下行。叠加全球能源转型“绿色需求”助长白银需求以及印度商品消费需求稳步提升，参考兴业银锡首次覆盖报告《稀缺矿业巨头，银锡龙头再启航》测算，光伏银浆需求在下游需求高增和 N 型迭代带动下，总量需求稳中向上，供给刚性背景下，供需错配或使得金银比弹性充足。

图:金银比与其全球制造业PMI存在较强负相关性

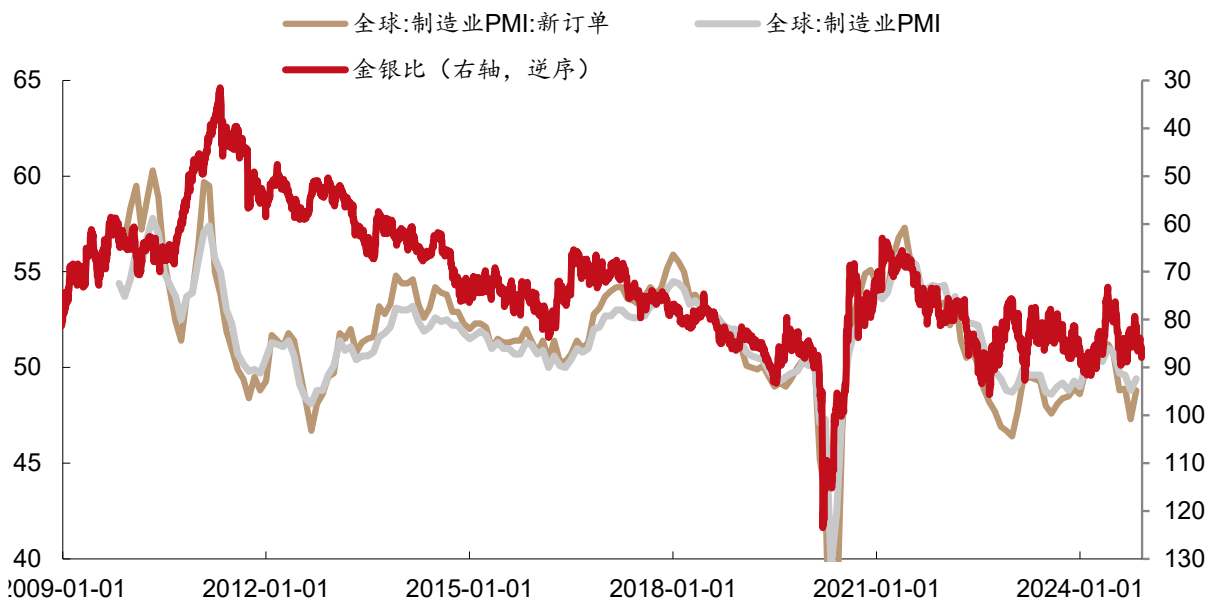
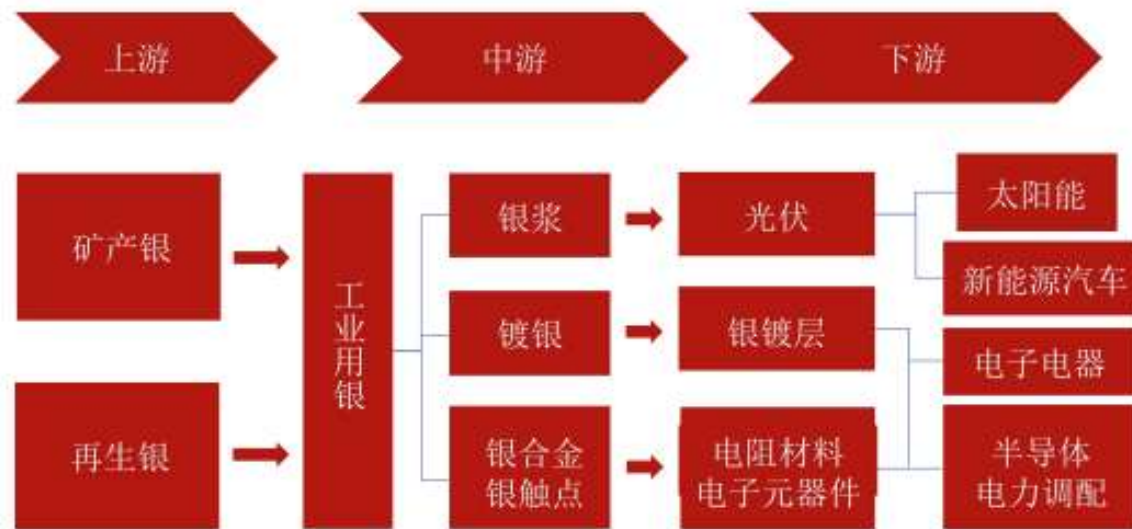


图:工业用银产业链





推荐标的：赤峰黄金，兴业银锡，关注山东黄金等

- **赤峰黄金：技改扩产+内外项目并行，产能稳步抬升。** 1) 国内矿山筑牢基本盘，经营基底稳健：国内五龙、吉隆、华泰等矿山技改扩建持续落地，产能逐步释放，同步开展勘探增储延长矿山服务年限，叠加精细化成本管控，主业盈利稳定性较强。公司资金实力充足，经营安全边际扎实。2) 内外项目接力，成长动能持续释放，公司坚持内生技改+外延拓展双轮驱动，随着境内外项目陆续达产，中长期黄金产能有望持续抬升，成长路径清晰。我们预计公司2026-2028年EPS分别为2.67、3.17、3.96元，PE分别为11、10、8倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济造成金价波动、项目不达预期、成本扰动、汇率风险等。
- **兴业银锡：银锡龙头项目集中落地，打开中长期增长空间。** 1) 资源禀赋优异，现有产能盈利稳固：公司为国内银锡核心龙头，银漫矿山稳定生产，是核心利润来源。依托成熟运营体系，核心产品产销顺畅，业绩抗周期能力较强，估值与业绩具备充足安全边际。2) 多项目集中开工，远期规模跨越式增长：银漫二期、宇邦扩建、摩洛哥锡矿三大项目预计都将在2026年前后集中开工，均计划2028年前后投产；2025年1月，公司子公司银漫矿业297万吨扩建工程项目已取得立项批复，项目建设规模由165万吨/年扩建为297万吨/年。此外公司也以自有资金及自筹资金人民币23.88亿元收购宇邦矿业85%股权。2025年8月，公司成功收购大西洋锡业96.04%股权，叠加资源整合持续推进，长期成长确定性突出。同时考虑到银锡价格弹性，公司估值弹性极高。我们预计2026-2028年公司EPS分别为2.28、2.41、3.24元，PE分别为17、16、12倍，维持“买入”评级。风险提示：产能爬坡不及预期、价格变动风险、安全生产风险等。
- **山东黄金：海内外产能共振，龙头地位持续强化。** 1) 作为国内黄金龙头，公司境内三山岛、焦家、新城等主力矿山稳产增产，深部勘探与资源整合有序推进，资源储备充足。2025年公司矿产金产量48.89吨，境内矿山产金规模领跑行业。同时山东黄金母公司山东黄金集团黄金资源丰富，根据集团作出的不竞争承诺，集团黄金资产将逐步注入到上市公司，成长潜力较大。2) 海外矿山方面，纳穆蒂尼金矿稳步爬坡，纳米比亚双子山金矿预计2027年上半年投产。依托“十五五”规划，公司坚持内部挖潜增储+外部并购优质资源，海内外产能共振，长期规模与盈利有望稳步抬升。

目 录

CONTENTS

01

工业金属：铜价易涨难跌，铝右侧信号已出现

02

贵金属：缺乏宏观叙事，但是最困难阶段已过

03

能源金属：电池排产略超预期，库存继续去化

04

战略金属：短期Q3旺季来临，有望迎上涨趋势

05

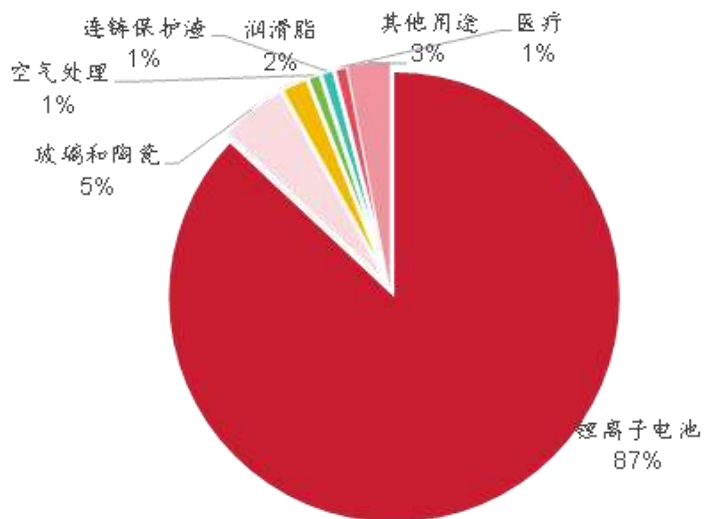
金属和新材料：AI赋能，高端合金产业迎新机遇



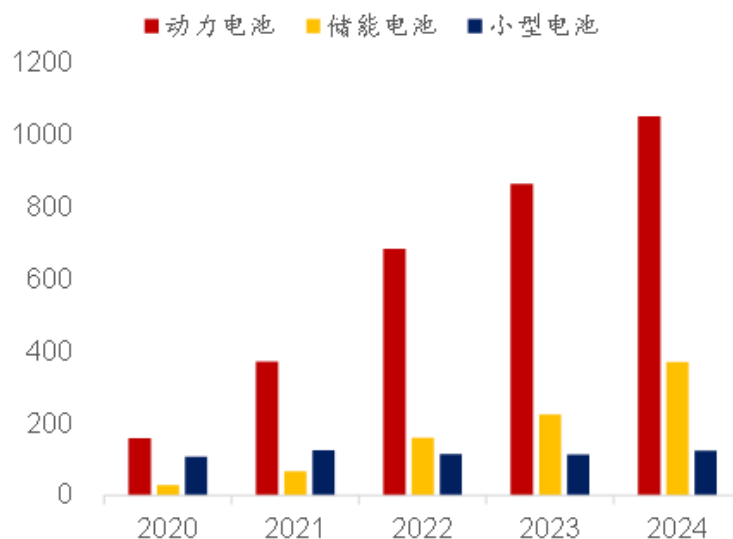
能源金属：碳酸锂——需求仍在持续增长，供给端中国产能和项目集中释放

- 锂作为化学元素周期表中的第3号元素，以其独特的物理和化学性质在多个领域发挥着重要作用。在室温下，锂的密度仅为 0.534g/cm^3 ，是当前发现的最轻的金属元素。凭借密度低、比热容高、导电性和导热性良好，锂与其他元素形成的化合物具有良好的稳定性和特定的化学性质等特点，被广泛应用于锂离子电池、玻璃与陶瓷、锂基润滑脂、冶金铸造、医药和原子能工业等领域。
- 根据USGS于2025年1月发布的《2025年矿产品概要》数据，锂在全球应用情况：锂电池占比87%、陶瓷和玻璃占比5%、润滑脂占比2%、空气处理占比1%、连铸保护渣占比1%、医疗占比1%、其他用途占比3%。得益于可充电锂离子电池在电动汽车、便携式电子设备、电动工具和电网储能应用等日益增长的市场中应用，锂离子电池的需求量显著增加。全球锂离子电池需求量占全球锂资源需求量的比例已从2015年的31%上升至2024年的87%。

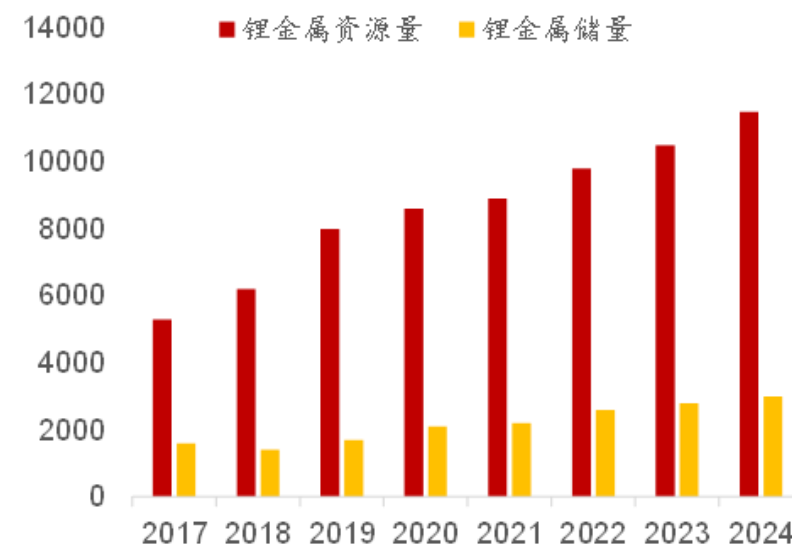
图表：USGS统计的2024年全球锂资源应用情况



图表：2020-2024年全球不同种类电池的出货量情况（GWh）



图表：2017-2024年全球锂资源量和储量情况（万吨）



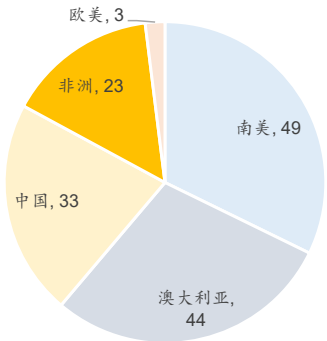


能源金属：碳酸锂——需求仍在持续增长，供给端中国产能和项目集中释放

- ▶ **资源端：中国锂矿资源储量从全球第六位跃迁至第二位，供给量占比接近30%。**根据USGS于2025年1月发布的统计数据，全球探明的锂金属资源量总计约1.15亿吨，同比增长9.5%；探明锂金属储量3000万吨，其储量对应碳酸锂当量1.6亿吨，同比增长7%，其中澳大利亚是最大的锂矿供给国，锂精矿产量折合碳酸锂当量约50万吨，占全球锂原料供应总量的37%。2025年1月，中国地质调查局宣布，在新一轮找矿突破战略行动的推动下，中国地质调查局联合中国各省份地勘单位和矿业企业，在四川、新疆、青海、江西、内蒙古等地取得了一系列重大突破，锂辉石型、盐湖型、锂云母型锂矿新增资源量均超千万吨，使中国锂矿储量全球占比提升至16.5%，排名从第六位跃升至第二位。根据Fastmarkets的统计数据，2024年全球锂资源端供给124.9万吨LCE，其中中国占比28.5%，排名第二。
- ▶ **供给端：2024年中国是锂化工产品的主要供应国，且新项目和新产能仍在不断投放。**根据Fastmarkets统计数据，全球锂化工产品2024年供给总量约为117.5万吨LCE，同比增幅为24%。其中，中国锂化工产品供给量占全球总供应量的68%；南美“锂三角”（玻利维亚、智利、阿根廷）锂化工产品供给量占全球总量的25%；剩余7%则来自于美国、澳大利亚等地区，由此可见，中国目前为锂化工产品的主要供应来源国。产能方面，根据中国有色金属工业协会锂业分会统计数据，2024年中国锂化工产品总产量占全国已建成基础锂化工产品总产能的55%，随着新落地项目的快速投产和产能释放，预计未来中国锂化工产品产量还将不断增加。

图表：2025-2028年分地区的锂矿产量和增量（万吨当量）

图表：2025年全球锂矿产量（万当量）



万吨当量	矿山数量	2025产量	2026产量	2027产量	2028产量	2025增量	2026增量	2027增量	2028增量
澳大利亚	12	44	52	62	71	2	7	10	9
非洲	25	23	32	43	58	12	9	11	15
欧美	37	3	3	5	10	0	0	2	6
南美	49	49	61	71	87	7	12	10	16
中国	69	33	40	52	74	9	6	12	23
合计	192	152	187	232	301	29	34	45	70



推荐标的：藏格矿业、华友钴业、中矿资源等

- **藏格矿业：优质的资产、合适的时机、令人期待的合作。** 1) 短期看巨龙铜业：目前净利润的主要支撑，资源禀赋好、贡献显著弹性；2) 中期看氯化钾：钾肥涉及粮食和国家安全，压舱石业务上升至战略高度；3) 长期看碳酸锂：布局优质盐湖，打造紫金系锂平台；我们预计2026-2028年公司EPS分别为5.35、7.01、8.56元，PE为14、11、9倍，维持“买入”评级。风险提示：全球经济复苏情况、政策风险、项目进展、碳酸锂下游需求扰动。
- **华友钴业：镍处周期底部、钴业绩确定性强，一体化布局优势彰显。** 1) 镍和碳酸锂均处于价格底部，空间和弹性充足；2) 未来3年是公司镍钴和碳酸锂项目的集中释放期，高增长确定性强；3) 硫酸价格高企压制MHP项目盈利，板块调整给予买入时机；市场认为公司是跟随钴价波动的β品种，但是我们认为公司更大的看点在于镍和碳酸锂，目前镍价处于底部区域附近，2027-2028或有望迎来周期拐点；镍项目投资规模都较大，具备明显的资金和规模壁垒；公司已实现镍矿-镍中间品-镍产品全产业链布局，核心竞争优势彰显，是比较稀缺的α型公司。我们预测公司2026-2028年EPS分别为4.62、6.07、7.74元，PE分别为11、9、7倍，维持“买入”评级。风险提示：全球经济复苏情况、政策风险、项目进展、原材料价格扰动等。
- **中矿资源：地勘起家、铯铷为本、铜锂发力，打造有色多金属平台。** 1) 高毛利铯铷盐业务是基本盘，公司产业链布局完善、行业龙头地位稳固；2) 将铜资源业务上升至公司战略高度，为业绩增长提供充足弹性和持续性；3) 锂盐业务处于周期底部+反内卷加速行业出清，成长性好；我们预测公司2026-2028年EPS分别为4.26、6.52、8.11元，对应PE分别为14、9、7倍，维持“买入”评级。风险提示：碳酸锂价格波动、铜项目进展不达预期、小金属价格波动等。

目 录

CONTENTS

01

工业金属：铜价易涨难跌，铝右侧信号已出现

02

贵金属：缺乏宏观叙事，但是最困难阶段已过

03

能源金属：电池排产略超预期，库存继续去化

04

战略金属：短期**Q3**旺季来临，有望迎上涨趋势

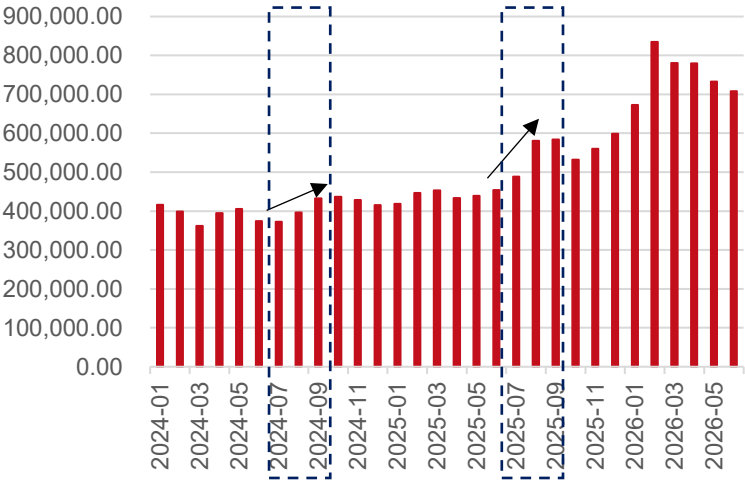
05

金属和新材料：**AI**赋能，高端合金产业迎新机遇

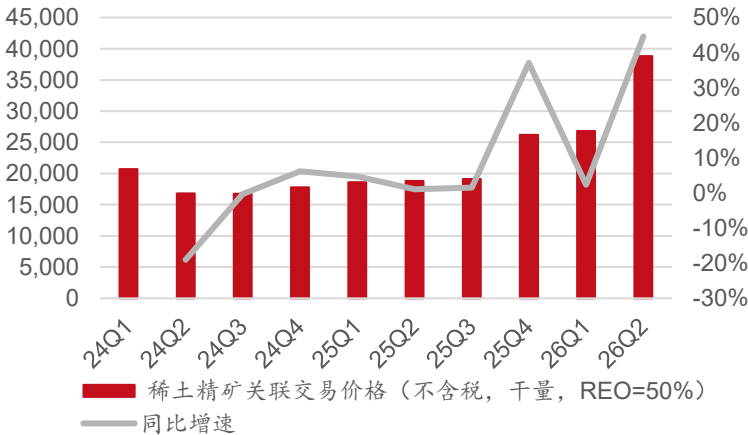
战略金属：稀土——短期Q3旺季来临，国内旺季叠加海外补库有望迎上涨趋势

- 26年上半年稀土价格走势复盘：1-2月份氧化镨钕价格冲高，春节后受利空消息及需求淡季价格调整，26年4月11日包钢稀土精矿关联交易价格同比增长44%，短期再次提振稀土价格，而受需求淡季影响，价格在70-80万元/吨震荡。
- 26年下半年重点关注：短期Q3旺季来临，国内旺季叠加海外补库（政策窗口25.11-26.11面临变动风险），商品价格有望迎上涨趋势，关注稀土板块26Q3投资机会。

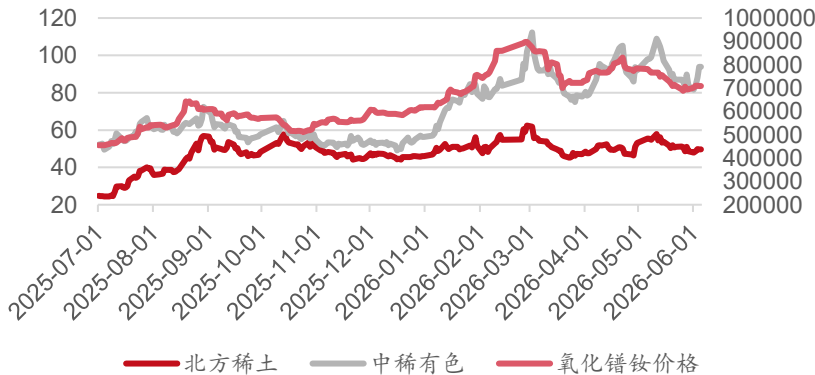
图：中国：最高价：氧化镨钕(≥99%, Nd2O3 75%)
单位：元/吨



图：包钢稀土精矿关联交易价格
单位：元/吨



图：稀土权益收盘价与氧化镨钕价格走势高度相关（左轴为北稀、中稀收盘价，单位为元；右轴为氧化镨钕价格，单位为元/吨）

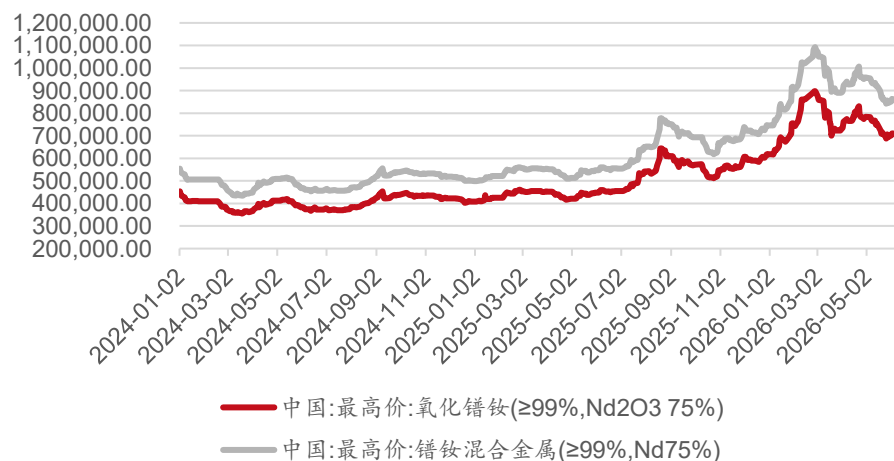




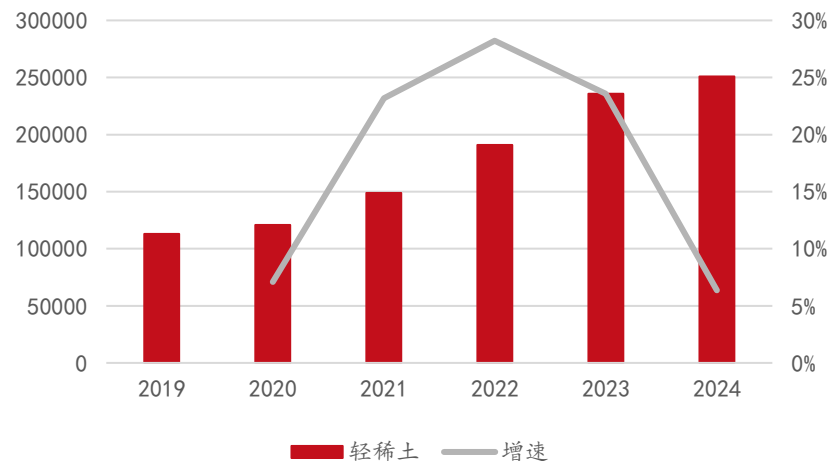
战略金属：稀土——供给收缩预期不变，新需求有望持续抬升稀土价格中枢

- 供给：中长期供给收缩预期不变，24年供给增速放缓，25年延续放缓态势。国内占储量与产量大头，具有国际定价权。24年轻稀土供应指标增速显著放缓，复盘历史，20-24年轻稀土供应增速分别为7.09%、23.17%、28.22%、23.58%、6.36%，是近四年来增速首次降至两位数以下。25年稀土价格持续上涨，我们推测稀土供给指标延续增速放缓态势；结构上，国内供给寡头效应越来越显著，国内稀土集团成立后，国内已经形成中国稀土集团+北方稀土双寡头的供给格局，北方稀土约占指标总量的70%。根据SMM预测，26年中国氧化镨钕产量同比增长9.5%，而中国氧化镨钕产量约占全球产量90%，故预期全球供给增速约为9%-10%。
- 结论：中长期，供给端中国稀土开采指标增速或放缓，海外扩产有限，冶炼分离环节产能中国占全球90%，短期供给弹性不足；需求端人形机器人、低空经济等新兴赛道的需求放量，叠加传统新能源汽车、风电等领域的稳健需求，稀土供需格局将持续优化，我们预期稀土价格中枢有望持续抬升。

图：中国：最高价：氧化镨钕(≥99%, Nd2O3 75%) 稀土价格中枢持续抬升 单位：元/吨



图：24年轻稀土指标有所放缓（单位：吨REO）





建议关注：北方稀土、中国稀土、中稀有色

- 北方稀土（已覆盖）：beta端稀土价格有望见底叠加alpha端国内轻稀土龙头，低成本优势逐步凸显。**1) beta端24年国内供给配额增速大幅减缓，海外矿整体增速低于预期，缅甸矿、美国矿面临瓶颈，澳洲矿增长缓慢，我们判断稀土价格当前已到底部，25年供需结构有望改善，稀土价格有望企稳增长。2) 稀土行业集中度非常高，目前基本以中国稀土及北方稀土为主，作为稀土行业绝对龙头，北方稀土约占指标总量的70%。3) 母公司坐拥白云鄂博矿区，储量丰富，拥有全球最大的稀土矿独家开采权。4) 公司低成本体现在与兄弟公司关联交易获得原料，2020-2022年公司稀土关联交易价格低于稀土精矿市场价格，随着氧化镨钕价格回升，公司关联交易价格定价或滞后于市场价格回暖，公司低成本优势有望逐步凸显，从毛利率角度也可得出，稀土业务毛利率领先同行，近十年毛利率维持在20%以上。
- 中国稀土：稀土价格有望见底，国内中重稀土龙头。**1) 稀土的战略资源地位更加明晰，当前稀土已经作为国家战略资源，成为中国对外谈判的重要反制手段之一。2) beta端，24年国内供给配额增速大幅减缓，海外矿整体增速低于预期，缅甸矿、美国矿面临瓶颈，澳洲矿增长缓慢，我们判断稀土价格当前已到底部，25年供需结构有望改善，稀土价格有望企稳增长。3) 资源深度绑定。11月8日，中国稀土集团发布2023社会责任报告称，公司中重稀土资源储量增加40%以上、独立轻稀土矿种资源储量增加30%以上，实现国内中重稀土探明资源量（缴纳矿业权出让收益）100%掌控。4) 技术端，国内少数掌握中重稀土分离技术的龙头企业，全面控制稀土生产的关键环节，产业技术处于领先地位。
- 中稀有色：beta端稀土供需格局持续收紧，叠加alpha端国内中重稀土绝对龙头，战略价值与业绩弹性双升。**1) beta端24-26年国内中重稀土开采配额维持零增长，海外缅甸矿进口受限、美国/澳洲重稀土产能释放缓慢，25年4月起镨、铽等7类中重稀土实施出口管制，全球供给刚性凸显；而军工、航空航天、人形机器人等高端需求持续扩容，我们判断中重稀土价格弹性显著高于轻稀土，25-26年价格中枢有望持续上移。2) 稀土行业格局高度集中，镨、铽等战略品种全球占比超60%，行业定价权稳固。3) 实控人为国务院国资委，背靠中国稀土集团，整合南方离子型稀土核心资源（江西赣州、湖南江华等），掌控全球独有离子型重稀土矿，资源禀赋稀缺性突出，直接关联国防安全与高端制造“卡脖子”环节。4) 公司高溢价优势显著，中重稀土单价为轻稀土的5-8倍，2026年一季度毛利率达20.84%，显著高于行业平均，成本控制能力持续优化，伴随中重稀土价格上行，业绩弹性有望充分释放。

目 录

CONTENTS

01

工业金属：铜价易涨难跌，铝右侧信号已出现

02

贵金属：缺乏宏观叙事，但是最困难阶段已过

03

能源金属：电池排产略超预期，库存继续去化

04

战略金属：短期Q3旺季来临，有望迎上涨趋势

05

金属和新材料：**AI**赋能，高端合金产业迎新机遇

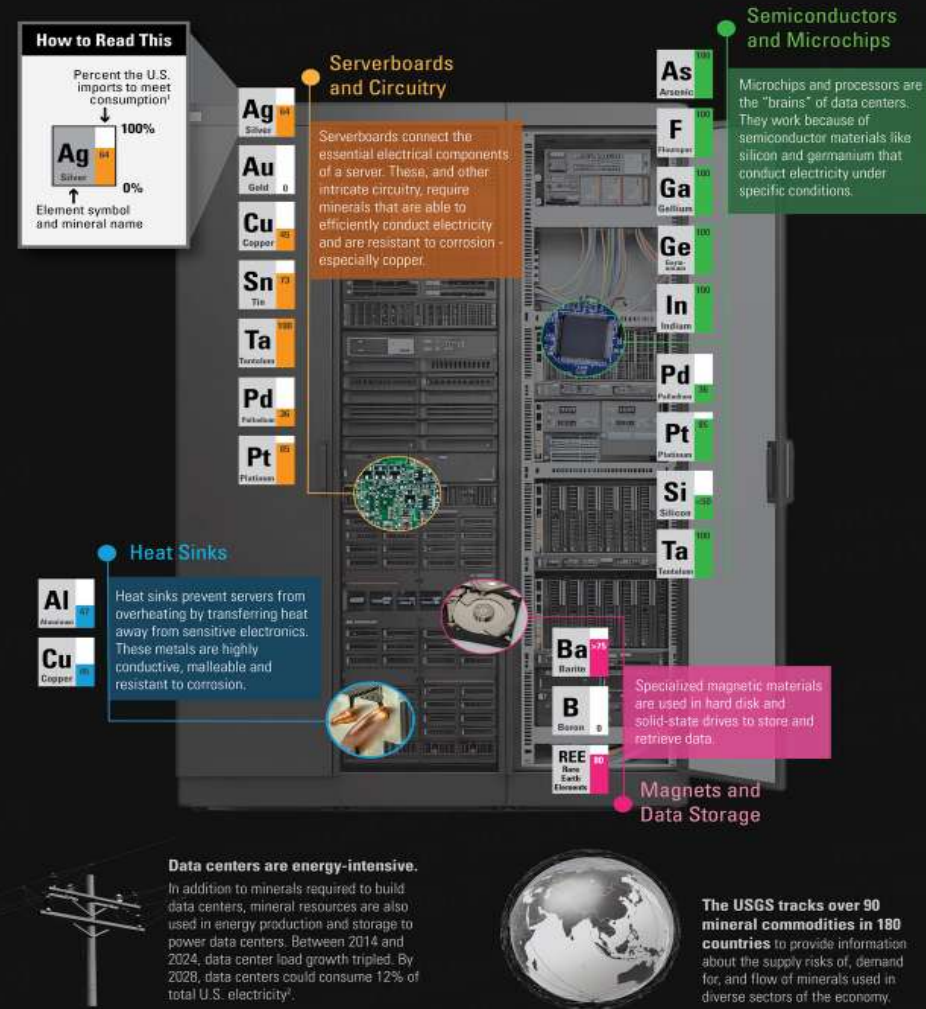


小金属板块长期看涨的核心逻辑是什么？ ——AI 赋能未来，小金属及高端合金产业迎百花齐放新机遇

- 数据中心是容纳计算机系统（包括服务器）以存储和管理数据的设施。随着 AI 等计算密集型新技术的发展，数据中心的需求正不断上升。数据中心需要大量能源与矿物资源（包括关键矿物）。
- 1) 服务器主板与电路（橙色模块）：服务器主板连接服务器内的电气元件，需铜等矿物——这类矿物具备良好的导电性、耐腐蚀性，能高效传输电力。涉及矿物：银（Ag）、金（Au）、铜（Cu）、锡（Sn）、钽（Ta）、钯（Pd）、铂（Pt）。
- 2) 半导体与微芯片（绿色模块）：微芯片与处理器是数据中心的“大脑”，其核心是半导体材料（如硅、锗）——这类材料能在特定条件下导电，实现信息处理。涉及矿物：砷（As）、氟（F）、镓（Ga）、锗（Ge）、铟（In）、钯（Pd）、铂（Pt）、硅（Si）、钽（Ta）。
- 3) 散热片（蓝色模块）：散热片通过将热量从敏感电子元件转移出去，防止服务器过热。此类部件需高度导热、耐用且耐腐蚀的金属（如铝、铜）。涉及矿物：铝（Al）、铜（Cu）。
- 4) 磁铁与数据存储（粉色模块）：专用磁性材料（如稀土等）用于硬盘与固态硬盘，实现数据的存储与读取。涉及矿物：钡（Ba）、硼（B）、稀土元素（REE）。
- AI 赋能未来，AIDC 智算中心资本开支走高，算力需求持续增长，直接拉动小金属与高端合金进入黄金增长期。高速连接器、液冷散热与先进封装更对高纯铜、锡、铟、镓、锗等关键材料形成刚性刚需。铟支撑 800G/1.6T 高速光模块，镓、锗筑牢第三代半导体与光通信芯片根基，高端铜合金、精密合金则保障高功耗场景下的稳定散热与高速互联。算力基建扩容叠加技术升级，小金属及高端合金需求持续攀升，行业迎来百花齐放的新机遇。

Key Minerals in Data Centers

Data centers are facilities that house computer systems, including servers, to store and manage data. Demand for data centers is rising, especially to support new AI technologies that are computationally intense. Data centers require large amounts of energy and mineral resources to build, including critical minerals. The U.S. relies on imports from other countries for many of these minerals. Here are some of the key minerals essential to data centers.



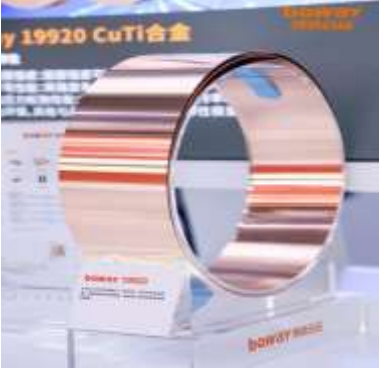


金属新材料：高端铜合金——AI需求爆发，重点关注高壁垒龙头

- 高端铜合金：铜合金材料根据其性能、技术含量、应用需求等不同又可大致分为普通铜合金材料和特殊铜合金材料，特殊铜合金材料能兼顾多种性能，如高导电同时维持高弹性，高弹性同时折弯变形良好，且满足高温、振动环境；甚至在高导电高强度时保持良好的切削加工性能。铜合金材料作为现代工业产业的基础材料，应用领域广泛，涉及几乎所有的国民经济行业，我国铜产品消费量较大的行业主要有电力、家用电器、交通运输、电子通讯和建筑等。
- 相关政策：16年12月，工信部、发改委、科技部、财政部联合发文，当前重点是突破重点应用领域急需的新材料；布局一批前沿新材料；强化新材料产业协同创新体系建设；加快重点新材料初期市场培育；突破关键工艺与专用装备制约；完善新材料产业标准体系；实施“互联网+”新材料行动；培育优势企业与人才团队；促进新材料产业特色集聚发展。18年国家统计局将高温合金、耐磨耐蚀铜合金、铁路贯通线用铜带（高性能黄铜材料）纳入战略性新兴产业。22年发改委发布政策《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022年版)》，到2025年，通过实施节能降碳技术改造，铜、铝、铅、锌等重点产品能效水平进一步提升。电解铝能效标杆水平以上产能比例达到30%，铜、铝、锌冶炼能效标杆水平以上产能比例达到50%，4个行业能效基准水平以下产能基本清零，各行业节能降碳效果显著，绿色低碳发展能力大幅提高。
- 行业壁垒：技术壁垒。特殊铜合金材料从微观组织变化到环境条件控制，存在多道关键技术控制点，工艺控制序列较复杂，往往道次多，控制精度要求高；材料研发方面，新材料的研究和开发需要企业长期投入，因此，只有技术和研发能力领先、具有较强的自主创新能力的企业，才能够根据国内外市场需求快速开发出符合客户需求的新产品，形成专利保护。
- 未来看点：AI服务器高速连接器、液冷板、液冷铜排、压延铜箔等
- 建议关注标的：博威合金（已覆盖）、斯瑞新材（已覆盖）、

金田股份

图：boway19920连接器材料



表：普通铜合金及特殊铜合金各项性能对比

	普通铜合金材料	特殊铜合金材料
合金性能	性能局限较大，导电高时，弹性就差，弹性高时，折弯就差，高导电时，切削性就差。	兼顾多种性能，如高导电同时维持高弹性，高弹性同时折弯变形良好。
技术含量	只关注宏观性能和结果，技术控制点少，门槛较低，如对温度、精度要求低，不敏感。	从微观组织变化到环境条件控制，存在多道关键技术控制点，工艺控制序列较复杂，往往道次多，控制精度要求高。
应用需求	一般在工况简单的环境使用，交叉影响因素较少，如工艺品、建筑、电线、水路阀门、服装等。	在工况复杂且恶劣环境中使用，一般表现为：大电流伴随振动和撞击、高温伴随振动、微型零部件保持高弹性且传导良好、频繁变形且高温、电极腐蚀并保持高寿命。
应用行业	工艺品、建筑、电线、水路阀门、服装、低成本电器等，进入该类应用行业的认证门槛较低。	主要在5G通讯、半导体芯片、智能终端及装备、汽车电子、高铁、航空航天等领域应用，进入该类应用行业的认证门槛较高，认证过程复杂，且周期漫长。
工程能力及体系要求	对供应者的设备精度、品质控制和技术水平等要求较低，过程分析及测试设备要求低，智能化控制要求低，因此进入门槛低。	由于服务的客户群对产品性能要求严格而复杂，性能控制点必须通过稳健的体系保障获得性能和质量，也只有具备完整的设计和分析能力才能研制出各种工况适用的合金材料。没有强大的研发和技术队伍，无法供应质量可靠、性能合格的特殊合金。

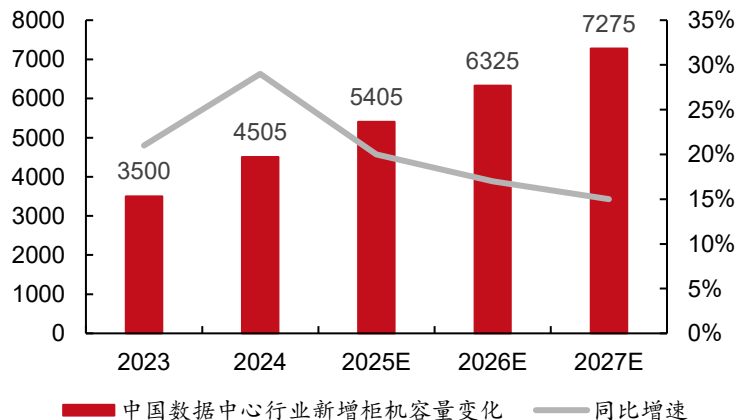


金属新材料：高端银合金——随着新兴领域扩张，全球对AIDC数据中心、储能、新能源车所需白银触头材料的需求将快速提升

- 随着 AI 与大数据快速发展，算力需求激增，数据中心加速设备升级，AIDC对低压银触头材料需求量持续提升，要求质量更高。
- 2024 年国内数据中心新增容量 4505MW，同比增长 29%，AIDC 智算中心建设确定性十足，传统 IDC 向 AIDC 升级，进一步撬动算力集群、高功率密度设备的新建与改造需求。当前 AIDC 主流采用英伟达 800V 高压直流（HVDC）供电架构，该方案依托氮化镓、碳化硅等高性能功率半导体，适配 GB300、Rubin 等超算服务器。
- 相较于传统 240V、336V 系统，800V 高压环境对低压电器提出更高标准：需具备更强耐压能力、零飞弧防护、毫秒级极速分断能力，且额定电流普遍要求 1000A 以上。适配 800V HVDC 场景，低压电器需在灭弧、分断、载流等方面完成技术迭代，行业走向场景化定制创新。深耕电接触材料三十余年的福达，凭借深厚技术积淀，传统产品将充分受益于本轮行业升级。
- 未来看点：随着新兴领域扩张，全球对AIDC数据中心、储能、新能源车所需白银触头材料的需求将快速提升
- 建议关注国内白银合金龙头福达合金：主要客户有国内正泰、宏发、通威、晶澳、晶科，日本富士、三菱、欧姆龙，欧洲ABB、西门子、施耐德，美国GE、ASCO等世界知名企业。5月31日上海证券报报导，日本软银集团计划在法国投资约14万亿日元（约合750亿欧元）建设人工智能（AI）基础设施项目，其中包括有望成为欧洲规模最大、总容量预计达5吉瓦的数据中心。预期随着下游客户的扩张，相关产业链公司业绩有望受益。

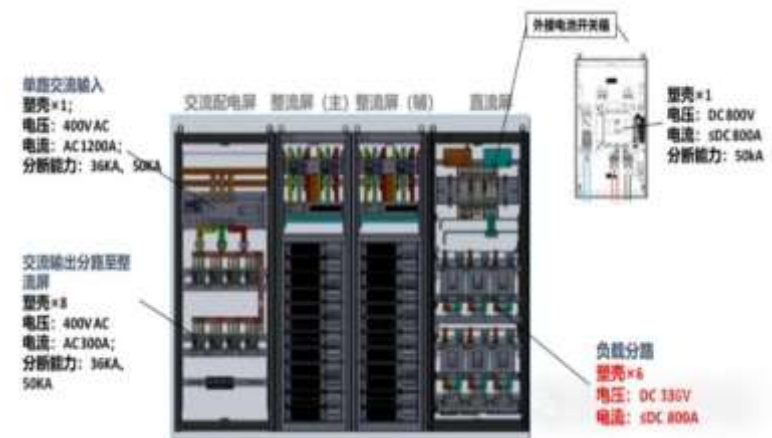
图：2023-2027E中国数据中心行业新增机柜容量变化

（单位：MW）



图：336V系统比240V系统配置在负载分路选用元件不同，

对元器件的额定电压要求更高，选用6只塑壳断路器



图：福达合金低压银触头材料图示





建议关注：博威合金、金田股份、斯瑞新材、福达合金

- 博威合金（已覆盖）：AI 算力 + 新能源汽车双轮驱动的高端铜合金全球化龙头。**1) 高景气赛道深度绑定：在 AI 服务器高速连接器、液冷散热及光模块屏蔽材料领域卡位优势显著，同时深度受益新能源汽车高压平台升级，下游需求持续旺盛，国产替代空间广阔。2) 技术壁垒深厚：长期专注高端铜合金研发，打破海外垄断，掌握精密细丝等核心技术，建立数字化研发平台，专利储备丰富。3) 全球化产能与客户壁垒：海内外多基地布局，有效规避贸易壁垒，就近配套国际头部客户，进入全球主流供应链体系，品牌与客户粘性突出。4) 产品结构持续高端化：高附加值产品占比不断提升，依托技术与渠道优势，成长确定性强。
- 金田股份：全球铜加工龙头，全产业链 + 高端化 + 绿色化三位一体成长。**1) 传统基本盘稳固，全球规模壁垒突出：深耕铜加工多年，产业链覆盖冶炼到深加工全环节，产能与出货规模长期领跑全球，品类齐全，客户资源深厚，抗周期韧性强。2) 高端化转型顺畅，高景气赛道全面卡位：积极向新能源汽车、AI 算力、机器人、清洁能源等高附加值领域延伸，高端铜合金、电磁线、散热材料等快速放量，成长动能充足。3) 技术与绿色壁垒共振：具备国家级研发平台与丰富专利储备；再生铜技术领先，实现全产业链闭环，契合全球低碳趋势，形成差异化竞争力。4) 全球化布局与运营优势显著：海内外多基地协同，贴近终端市场，有效规避贸易壁垒；成熟套期保值与精细化管理，平滑铜价波动，盈利稳定性强。
- 斯瑞新材（已覆盖）：铜基新材料平台型龙头，航天 + AI + 医疗三高景气赛道共振。**1) 基本盘全球领先，现金牛稳固：深耕中高压电接触材料多年，为全球细分领域龙头，技术壁垒高，长期服务全球知名电力设备巨头，是穿越周期的稳定现金牛。2) 高景气赛道全面卡位：依托高强高导铜合金核心技术，向商业航天、AI 光模块、高端医疗影像等高增长领域延伸，产品性能突出，进口替代空间广阔。3) 核心技术自主可控，研发壁垒深厚：掌握特种铜合金制备关键工艺，实现核心原材料自主可控，专利储备丰富，参与多项行业标准制定，技术实力全球领先。4) 高端客户资源优质，成长确定性强：覆盖航天、医疗、AI、电力等领域全球头部客户，产品认可度高，订单结构优质，业绩增长具备高确定性。
- 福达合金：电接触材料龙头，深度受益算力、储能与新能源行业发展。**1) 主业根基扎实，细分领域地位突出：长期专注电接触材料研发生产，在低压触头领域具备领先优势，行业积淀深厚，客户基础稳固。2) 紧抓新兴产业机遇：积极布局数据中心、储能、新能源汽车等高景气赛道，相关配套产品需求持续释放，打开长期成长空间。3) 技术与产业链优势明显：掌握核心制备工艺，技术认证门槛高，同时搭建起原料采购、生产加工、废料回收的完整闭环体系，成本管控能力突出。4) 优质客户资源加持：深度绑定国内外行业头部企业，产品认可度高，伴随下游行业扩容，业绩增长动力充足。



风险提示

- **全球经济复苏不及预期：**若全球主要经济体复苏缓慢或衰退超预期，下游行业需求不及预期，或将造成工业金属及钢铁等金属价格下行。
- **地缘政治风险：**逆全球化背景下，地缘政治事件频发，一方面或对金属需求造成不确定性风险，另一方面中企在海外矿产投资风险也有所提升；
- **政策风险：**若货币政策及财政政策往不利方向发展，或也将造成金属价格波动；
- **企业经营不确定性的风险：**以矿企为例，若矿山运营受天气、罢工或安全事故等因素干扰，公司产量或不及预期；
- **原材料价格上升：**原材料价格快速上涨或压缩行业利润。

投资评级说明

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配： 行业预期未来6-12个月内的涨幅超过市场基准指数10%以上
	中配： 行业预期未来6-12个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到10%之间
	低配： 行业预期未来6-12个月内的跌幅超过市场基准指数10%以上
公司评级	买入： 公司未来 6-12个月的投资收益率领先市场基准指数20%以上
	增持： 公司未来 6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%到20%之间
	中性： 公司未来 6-12个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到5%
	卖出： 公司未来 6-12个月的投资收益率落后市场基准指数大于5%
报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。	

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路276号12层
北京市西城区月坛南街59号新华大厦303
深圳市福田区深南大道6008号深圳特区报业大厦10C

联系电话： 021-38584209



免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。