下载日志已记录，仅供内部参考



有色金属行业半年度投资策略

# 安全泛化下，锚定战略资产与核心资源

2026 年 06 月 17 日

## 【投资要点】

- 在各国相继将铜等资源列入关键矿产清单的背景下，“安全泛化”已成为主导有色金属板块投资的核心逻辑。一方面，大国博弈、资源民族主义与地缘冲突交织，导致全球矿山扰动率持续偏高，传统供应链的脆弱性日益凸显。另一方面，全球能源转型、AI 数据中心基建以及电力投资的持续高景气，正深刻重塑铜、铝、锂等金属的需求结构。展望下半年，在供给端面临刚性约束与新旧动能转换的需求共振下，有色金属的战略资产属性将不断强化。我们建议锚定战略资产与核心资源，重点把握供给壁垒深厚及具备需求新范式的板块配置机会。
- **铜：供给扰动持续，下游电力投资持续高景气。**铜正逐步从宏观意义下的再通胀资产逐步转变为能源和 AI 基建领域下的战略资产。供给端，全球矿山扰动率持续偏高，考虑到矿山复产难度以及能源供给等因素，我们预计铜供应链脆弱性会逐步凸显，矿山扰动率或延续上行，后续供给端增量或相对有限。需求端，前期商品去库周期对于铜需求的压制已逐步出尽，结构上看好电力侧投资对铜需求的拉动。
- **金：金价慢牛行情预计仍在。**投资需求弹性可观，拆分来看，亚洲资金提供相对稳定增量资金，美欧资金提供需求弹性，增量资金逐步东移；考虑到美债压力长期存在，或使得投资者更偏好于投资替代品黄金，或对应黄金持仓量更多指向增持的方向。我们认为央行购金仍有较大空间，央行购金举措主要出于保障储备资产安全的考虑，旨在通过多元化配置储备资产以降低其潜在贬值风险。
- **铝：海外供需缺口支撑高铝价，国内库存去化后有望共振。**美伊冲突以来，4 月中东电解铝产量同比实质性减半，LME 库存持续下降，海外供需缺口持续推升 LME 铝价。但国内供需相对偏弱，社会库存持续高位积累，抑制国内铝价。随着国内需求韧性逐步体现、出口需求回升，叠加冲突预期缓和，国内铝锭去库有望加速，国内铝价有望共振上涨。中期看，海外电解铝减量恢复仍需较长时间、全球增量释放节奏大概率推后，供需缺口或持续。
- **钨：供给偏紧，下游出口有望拉动钨价反弹。**上海有色网样本数据显示，2026 年国内钨精矿产量或下降。2025 年 2 月起，中国对部分钨品进行了出口管制，我们认为中国的钨品出口下降会导致海外钨及硬质合金的原料匮乏，更多海外的刀片订单会转向国内，硬质合金刀片出口有望量价齐升，从而带动钨价反弹。
- **锂：供给扰动与需求共振，价格中枢预计仍有向上弹性。**供给端，受制于前期资本开支缩减，行业新增供给弹性有限。同时，海外及国内的多重扰动，进一步约束了短期产能的稳定释放。需求端，一方面，储能项目经济性稳固，叠加传统并网旺季到来，电芯出货量预计将维持高增长斜率，成为拉动需求的核心引擎；另一方面，随着汽车政策端支撑，叠加传统消费旺季，动力电池排产有望迎来刚性上行。截至

东方财富证券 Eastmoney Securities

*挖掘价值 投资成长*

**强于大市**（维持）


**东方财富证券研究所**

证券分析师：李淼

证书编号：S1160524120006

证券分析师：王涛

证书编号：S1160525020003

证券分析师：孟宪博

证书编号：S1160525030003

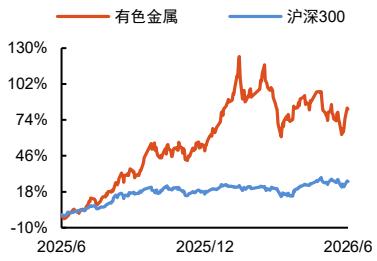
证券分析师：张恒浩

证书编号：S1160525090001

证券分析师：蔡子慕

证书编号：S1160525110002


**相对指数表现**




**相关研究**

《宏观压力仍在，钨或单点突破》 2026.06.11

《宏观预期渐稳，关注大宗商品布局机会》 2026.06.02

《铜基本面仍扎实，关注金企稳机会》 2026.05.26

《金价波动仍在，关注企稳机会》 2026.05.17

《供给扰动持续，关注铜板块配置机会》 2026.05.10

下载日志已记录，仅供内部参考



5 月中旬碳酸锂库存已降至约 10.14 万吨并重回去库通道，验证了下游强劲的承接力。下半年储能与动力领域的旺季共振，锂价预计仍具有向上弹性。

- **镍：印尼配额收紧下镍元素过剩有望缓解。后续若硫磺冲击反转，可关注湿法利润修复。**供需方面，2026 年 1-4 月印尼镍矿配额使用速度较快，下半年部分矿山配额耗尽后或将进入停产维护状态。展望 2026 年下半年，镍元素有望由过剩转向短缺，全球或将进入去库周期，进而对镍价形成有力支撑。利润方面，美伊冲突对硫磺供应的影响仍具有不确定性，建议密切保持跟踪美伊局势和硫磺价格。待硫磺冲击反转、镍矿定价落地后，关注湿法产能的利润修复。
- **钢铁：企业盈利水平有望提升。**供给端，政策持续聚焦产能总量管控与结构优化，钢铁行业减量发展趋势较为确定。钢铁需求结构逐渐变化，制造业用钢占比已超越建筑业，高端制造领域用钢需求进一步扩容。成本端，主要原燃料铁矿石、焦煤预期偏过剩，钢厂成本有望进一步降低。预计随着螺纹钢-铁矿石-焦煤价差走扩，钢铁企业盈利水平有望改善。

## 【配置建议】

当前地缘冲突与资源民族主义频发，导致传统供应链脆弱性凸显；而能源转型与 AI 基建的高景气，正深刻重塑金属需求结构。展望下半年，在资源战略属性不断强化的背景下：

**1) 受霍尔木兹海峡等地缘危机催化，建议重点关注与宏观预期高度共振的【金】、【铜】、【铝】板块：**

- **铜：**供给扰动持续，关注需求结构新范式。关注【紫金矿业】【洛阳钼业】【西部矿业】【中国黄金国际】【中国有色矿业】【江西铜业】等。
- **金：**金价慢牛行情预计仍在。建议关注【中金黄金】【赤峰黄金】【山金国际】【紫金黄金国际】等。
- **铝：**海外供需缺口支撑高铝价，国内库存去化后有望共振。关注分红弹性兼具的优质公司【天山铝业】【宏创控股/中国宏桥】【中孚实业】，成长性较确定的【南山铝业】【创新实业】【中国铝业】。

**2) 建议关注自身供需格局优化、基本面扎实的【钨】、【锂】板块：**

- **钨：**建议关注钨业企业【中钨高新】【厦门钨业】【章源钨业】。
- **锂：**关注下半年投资机会。建议关注【赣锋锂业】【盛新锂能】【中矿资源】【国城矿业】【大中矿业】【天齐锂业】等。

**3) 长期建议持续关注 AI 产业大发展带来的、具备需求新范式的有色金属投资机会。AI 算力基础设施加速建设，将持续拉动对高性能导电、导热材料的需求，铜箔及 CCL 上游关键材料的应用场景和价值量有望进一步提升。**

- **铜箔：**AI 算力带动高频高速 PCB 与高端 CCL 材料升级，铜箔作为导电层价值量高、技术迭代快，关注高性能铜箔及海外产业链布局机会。关注【铜冠铜箔】【德福科技】【海亮股份】【金田股份】等。
- **电子树脂及 CCL：**高频高速 PCB 对低介电、高耐热、低损耗材料要求提升，CCL 与高端树脂国产替代空间打开。
- **刀具：**AI 服务器 PCB 层数、孔密度及微孔加工难度提升，高端刀具壁垒增强。关注【中钨高新】等。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 【风险提示】

- 海外经济衰退风险、上游供给超预期释放的风险、下游需求不及预期的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 正文目录

1. 铜：供给扰动持续，下游电力投资持续高景气 ..... 7
1.1. 供给端：矿山扰动率或高位上行 ..... 7
1.1.1. 停产矿山复产进度延期 ..... 8
1.1.2. 供给瓶颈加大供应链脆弱性 ..... 8
1.2. 需求端：补库周期共振，下游电力投资持续高景气 ..... 9
1.2.1. 总量：库存周期或底部回升 ..... 9
1.2.2. 结构：电力投资持续高景气 ..... 10
1.3. 库存：全球库存略有提升 ..... 11
1.4. 小结 ..... 12
2. 金：增量资金逐步东移，看好长期价格表现 ..... 12
2.1. 机构投资：增量资金逐步东移 ..... 13
2.1.1. 西方：高度挂钩美债收益率 ..... 14
2.1.2. 东方：低利率下增量资金或持续显著 ..... 14
2.2. 央行购金：短期扰动不改长期趋势 ..... 15
2.3. 小结 ..... 15
3. 铝：海外供需缺口支撑高铝价，国内库存去化后有望共振 ..... 15
3.1. 价格复盘：内外库存走势分化，驱动铝价差创历史新高 ..... 15
3.2. 供给端：内增外减分化显著，电力瓶颈构筑中长期刚性约束 ..... 16
3.3. 需求端：海外需求较好，国内需求韧性仍可期待 ..... 18
3.4. 上游：整体过剩格局难改，但成本支撑或受政策影响仍强 ..... 19
3.5. 小结 ..... 20
4. 钨：下游出口或助钨价反弹 ..... 20
4.1. 供给：供应收紧或持续 ..... 20
4.2. 需求：钨品出口管制后，海外需求或增长 ..... 21
4.3. 小结 ..... 22
5. 锂：供给扰动与需求共振，价格中枢仍有向上弹性 ..... 22
5.1. 供给端：海内外政策与成本扰动频发 ..... 23
5.2. 需求端：储能爆发与动力刚需有望共振 ..... 24
5.2.1. 储能：海内外需求共振，全年景气度高 ..... 24
5.2.2. 动力电池：需求稳步向好，政策与新车周期共筑基本盘 ..... 25
5.3. 库存：5 月重回去库，验证下游承接力 ..... 26
5.4. 小结 ..... 27
6. 镍：过剩压力有望缓解，关注湿法利润修复 ..... 27
6.1. 价格复盘：供给扰动频发，镍价震荡上行 ..... 27
6.2. 供给端：资源民族主义与战争冲击驱动全年维度供给下修 ..... 28
6.3. 需求端：电池用镍需求激增，不锈钢用镍需求回落 ..... 30
6.4. 小结 ..... 31
7. 钢铁：产能治理可期，盈利有望修复 ..... 31
7.1. 供给：政策聚焦高质量发展，产能治理或持续 ..... 31
7.2. 需求：减量发展，结构变迁 ..... 32
7.3. 成本：铁矿石、焦煤偏过剩，成本下行可期 ..... 33
7.4. 小结 ..... 35
8. 投资建议 ..... 36
9. 风险提示 ..... 38

下载日志已记录，仅供内部参考



# 图表目录

图表 1：2025 年以来铜价与通胀预期显著分化 ..... 7
图表 2：全球铜矿山产量（万吨） ..... 8
图表 3：全球原生精炼铜产量（万吨） ..... 8
图表 4：全球矿山产能及产能利用率 ..... 8
图表 5：秘鲁铜年产量 ..... 9
图表 6：全球精炼铜消费量 ..... 9
图表 7：中美均处于库存周期底部区间 ..... 10
图表 8：中国电网基本投资完成额（亿元） ..... 10
图表 9：中国电网与电源基本投资额同比 ..... 10
图表 10：中国新增风电发电装机容量及同比增速 ..... 11
图表 11：中国新增太阳能发电装机容量及同比增速 ..... 11
图表 12：全球铜显性库存 ..... 11
图表 13：25 年至今铜矿产量整体持续低于精炼铜产量 ..... 11
图表 14：铜 COMEX-LME 价差 ..... 12
图表 15：2026 上半年金价冲高回落 ..... 12
图表 16：黄金年度供需平衡表（吨） ..... 13
图表 17：全球分区域黄金 ETF 需求（吨） ..... 13
图表 18：黄金 ETF 增持并不只看绝对价值 ..... 14
图表 19：黄金 ETF 增持主要关注相对价值 ..... 14
图表 20：美国财政赤字趋近高位 ..... 14
图表 21：金价与美国公众债务比例 ..... 14
图表 22：中债国债即期收益率 ..... 15
图表 23：国内电解铝社会库存（万吨） ..... 16
图表 24：LME 铝锭库存（万吨） ..... 16
图表 25：铝内外价差（元/吨） ..... 16
图表 26：国内电解铝未税利润总额（元/吨） ..... 17
图表 27：中国电解铝产量（万吨） ..... 17
图表 28：海外电解铝产量（万吨） ..... 17
图表 29：部分海外铝业巨头的停产预期主要由于未达成未来的供电协议 ..... 17
图表 30：2026 年印尼部分电解铝产能梳理 ..... 17
图表 31：铝加工龙头企业开工率 ..... 18
图表 32：铝棒地区库存（万吨） ..... 18
图表 33：未锻轧铝及铝材出口量（万吨） ..... 18
图表 34：中国电解铝的供求情况（万吨） ..... 19
图表 35：几内亚铝土矿 CIF 价格（美元/吨） ..... 19
图表 36：全国铝土矿库存（万吨） ..... 19
图表 37：国内氧化铝开工率 ..... 20
图表 38：钨精矿价格先涨后跌（单位：万元/吨） ..... 21
图表 39：2025 年第一批钨精矿开采总量控制指标同比-6.5%（单位：吨） ..... 21
图表 40：中国是全球最主要的钨矿生产国（单位：吨） ..... 22
图表 41：中国对部分钨品出口管制后，相关出口量下降（单位：吨） ..... 22
图表 42：4 月刀片出口数量环比下降（单位：吨） ..... 22
图表 43：4 月刀片出口均价环比提升（单位：万元/吨） ..... 22
图表 44：2025 年下半年起碳酸锂价格持续上涨（元/吨） ..... 23
图表 45：津巴布韦锂矿出口限制时间线梳理 ..... 23
图表 46：全球储能新增装机容量（GWh） ..... 25
图表 47：2025 年全球储能电池装机量市场格局 ..... 25
图表 48：储能电芯月度产量（GWh） ..... 25

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 49：国内新型储能新增装机容量（万千瓦时）.....25
图表 50：国内年度动力电池装车量.....26
图表 51：国内月度动力电池装车量.....26
图表 52：2025 年下半年以来碳酸锂显著去库（实物吨）.....26
图表 53：2025 年年底以来纯镍价格震荡上行.....27
图表 54：全球纯镍库存续创 2023 年来高位.....28
图表 55：2025 年全球镍矿产量分布.....28
图表 56：2025 年全球镍矿储量分布.....28
图表 57：印尼最大矿山 PT WedaBay Nickel 2026 年配额大幅下降.....29
图表 58：2026 年 4 月印尼基准镍价确定方式变化.....29
图表 59：2025 年以来印尼硫磺价格大幅上涨.....30
图表 60：26M1-3 印尼硫磺进口累计同比下降 30%.....30
图表 61：2026 年 1-4 月中国不锈钢产量同比下降 1.4%.....30
图表 62：2026 年 1-3 月中国不锈钢出口同比下降 27%.....30
图表 63：2026 年 1-4 月中国三元材料产量同比大幅增长.....31
图表 64：2026 年 1-4 月中国三元电池产量增速小幅回落.....31
图表 65：2025 年以来，钢铁行业主要政策.....32
图表 66：2026 年以来，国内粗钢月产量同比下降（单位：万吨）.....32
图表 67：2016-2026 年我国粗钢表观消费量（单位：万吨）.....33
图表 68：2026 年以来，中国从几内亚进口的铁矿石大幅增长（单位：万吨）.....34
图表 69：铁矿石供需平衡表（单位：万吨）.....34
图表 70：2026 年 3 月以来，焦煤价格整体偏强.....35
图表 71：焦煤供需平衡表（单位：万吨）.....35
图表 72：螺纹钢-铁矿石-焦煤价差有望走扩（单位：元/吨）.....36
图表 73：全国盈利钢厂比例有望提升.....36
图表 74：行业重点关注公司.....37

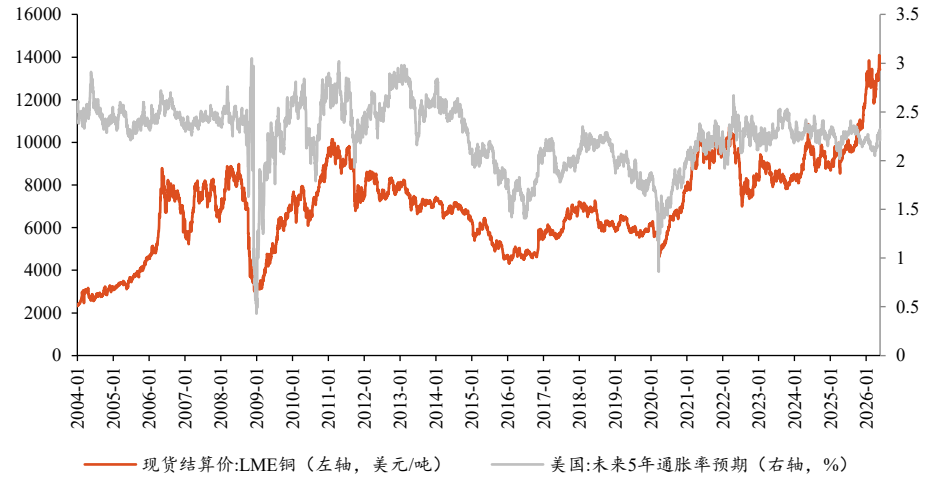
下载日志已记录，仅供内部参考



# 1.铜：供给扰动持续，下游电力投资持续高景气

**价格与宏观预期分化，供给结构刚性成关键因素。**我们认为，铜价与通胀预期分化的原因在于：1）铜正逐步从宏观意义下的再通胀资产逐步转变为能源和 AI 基建领域下的战略资产； 2）大国博弈与资源民族主义交织，铜矿供给扰动持续。因此，除通胀预期定价因素外，我们认为铜的战略属性定价因素或也需要着重关注。

**图表 1：2025 年以来铜价与通胀预期显著分化**




资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

美国地质调查局在对有关矿产资源供应风险全面评估后，在《2025 年关键矿产清单》中将铜纳入其中，该清单用于联邦投资、许可、供应链政策参考，将铜定位为国家安全与能源转型关键金属，减少对中国及海外铜加工供应链依赖。另外，美国的 Section 232、FAST-41 许可加速、DOE 加工/回收资金等政策也都对铜的产业链产生影响。据 SMM，美国政策核心目的在于：降低对海外铜加工依赖；推动本土铜加工及冶炼回流；强化关键矿产供应链安全；提高北美本土制造链稳定性；重塑贸易格局。

**中国也相应提出《铜产业高质量发展实施方案》。**方案提出，到 2027 年，铜产业链供应链韧性和安全水平明显提升，原料保障方面，力争国内铜矿资源量增长 5%-10%，再生铜回收利用水平进一步提高；技术创新方面，突破一批铜资源绿色高效开发利用关键工艺和高端新材料，高端装备制造能力明显增强；产业升级方面，培育一批优质企业，产业结构进一步优化。

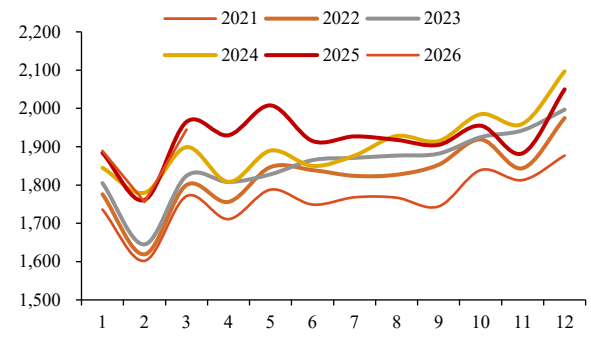
## 1.1.供给端：矿山扰动率或高位上行

**矿产铜增量持续低增长。**2025 年铜供给端增长核心来自于冶炼和再生，全球矿山产量 2310 万吨，同比增长 1.2%；原生精炼铜产量 2354 万吨，同比增长 2.5%；再生精炼铜产量 512 万吨，同比增长 10.5%。2026 年 1-3 月矿端供给增速放缓，期间全球矿山产量 559 万吨，同比下滑 0.4%；原生精炼铜产量 600 万吨，同比增长 2.2%；再生精炼铜产量 130 万吨，同比增长 9.9%。

下载日志已记录，仅供内部参考

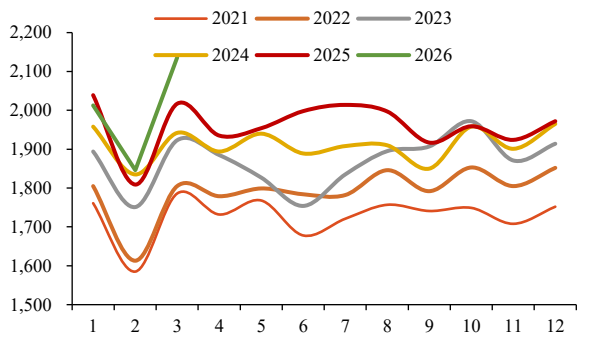


**图表 2：全球铜矿山产量（万吨）**




资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

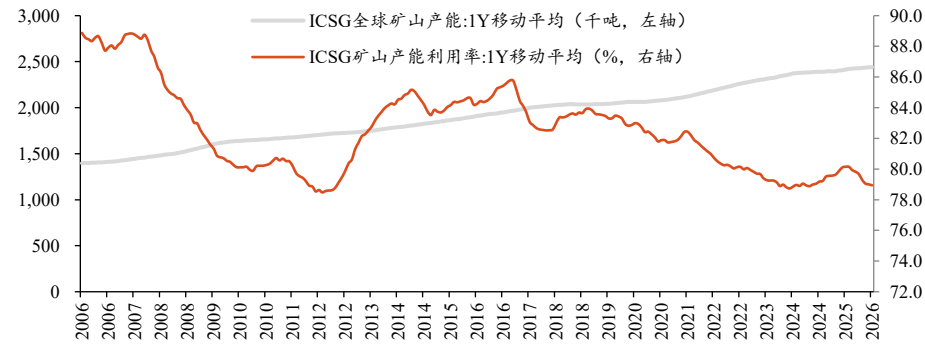
**图表 3：全球原生精炼铜产量（万吨）**




资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

**全球矿山扰动率持续高位。**据 ICSG，2026 年 3 月全球铜矿年化平均产能利用率 78.8%，而去年同期仅为 79.7%，同比下滑 0.9 pct。按 2026 年 3 月矿山年化总产能 2931 万吨计算（一年移动平均值），全球铜矿产能利用率带来的影响大概在 26.4 万吨。我们认为，年内全球矿山扰动率提升的原因或在于铜矿停产频发，考虑到矿山复产难度以及能源供给等因素，我们预计矿山扰动率或延续上行。

**图表 4：全球矿山产能及产能利用率**




资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

### 1.1.1.停产矿山复产进度延期

**三大项目复产进展相对缓慢。**艾芬豪更新卡莫阿－卡库拉铜矿独立研究结果，卡莫阿-卡库拉铜矿项目 2026 年阳极铜产量指导目标已调整至 29-33 万吨，2027 年阳极铜产量指导目标修订为 38-42 万吨，较修订前目标分别下调 9/12 万吨，整体复产进展相对缓慢；自由港旗下印尼 Grasberg 铜矿全面复产时间再度推迟至 2028 年初，目前 Grasberg 铜矿仅维持正常产能的 40%-50%，2026 年铜产量指引下调至 36.3 万吨，同比减少 9 万吨；第一量子旗下 Cobre Panamá 铜矿自巴拿马前政府 2023 年底因该矿遭遇大规模抗议和高等法院裁定其合同无效而勒令其关闭后，该矿一直处于保养和安全维护之中。

### 1.1.2.供给瓶颈加大供应链脆弱性

中东冲突导致原油中枢霍尔木兹海峡一度处于封锁状态，原油相关产品供给瓶颈逐步显现，而其中柴油和硫酸或加大铜供应链脆弱性。我们预计，供给

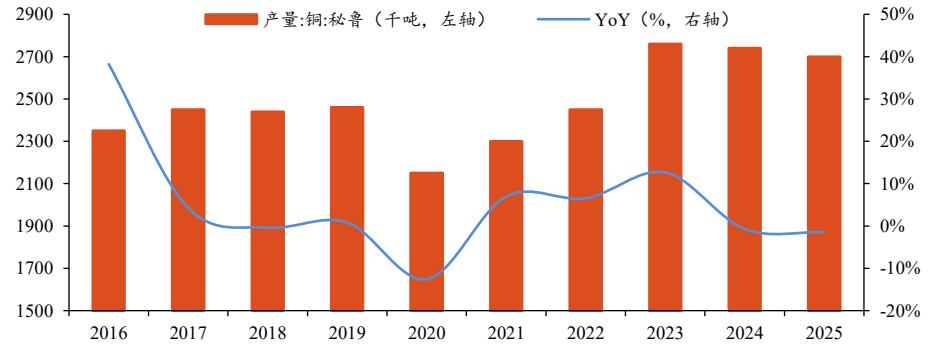
下载日志已记录，仅供内部参考



瓶颈对于铜产业链的影响或在于两个方面，一是原料短缺导致开工率下行，二是原料成本提升导致成本曲线陡峭化。

**原料库存持续去化，或加剧供应链脆弱性。**秘鲁能源法案或是显性表现之一：5 月 12 日，秘鲁正式发布能源危机紧急法令，以应对国内电力供应紧张、工业天然气配额受限的局面。秘鲁是全球主要铜输出大国，铜矿开采及冶炼对电力稳定供应高度敏感，2025 年秘鲁铜产量达 263 万金属吨，位居全球第 3。

**图表 5：秘鲁铜年产量**



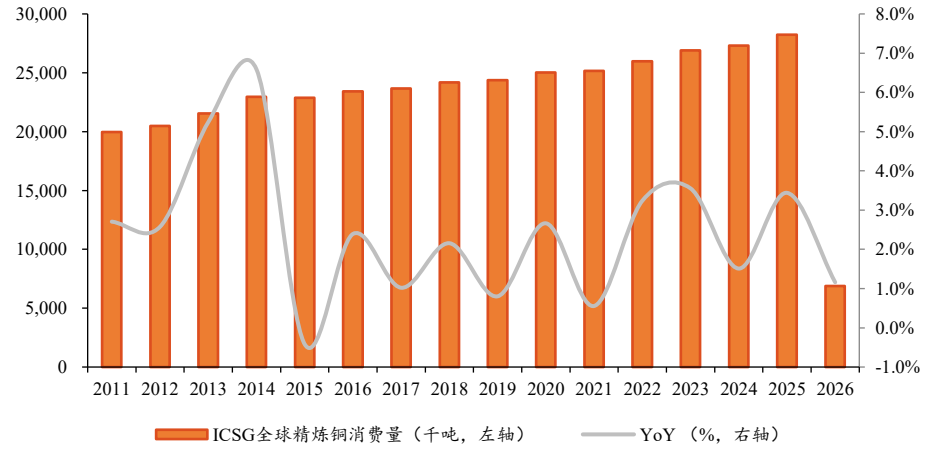

资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

**原料成本提升，成本曲线或陡峭化。**湿法工艺或受成本冲击，据 SMM，湿法工艺占比约全球铜供应的 16%左右，其中刚果（金）和赞比亚区域共约 70%的铜产量来自湿法工艺，且刚果（金）极度依赖外购硫磺、硫酸，约 90%进口硫磺来自中东，硫酸多依赖于赞比亚。

## 1.2.需求端：补库周期共振，下游电力投资持续高景气

**需求增速相对可观。**2025 年全球精炼铜消费量 2823.5 万吨，同比增长 3.4%；2026 年 1-3 月消费量 689.4 万吨，同比增长 1.2%。

**图表 6：全球精炼铜消费量**




资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所
备注：2026 年消费量为 1-3 月数据。

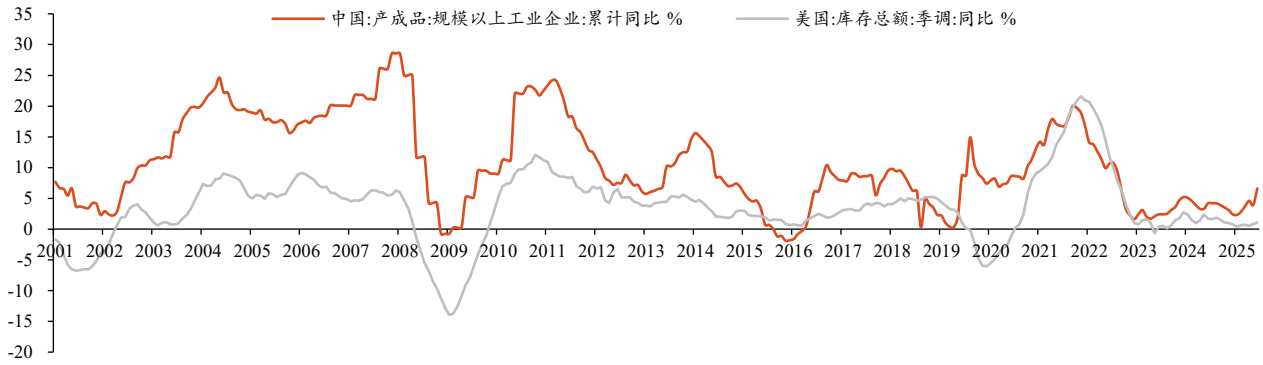
### 1.2.1.总量：库存周期或底部回升

下载日志已记录，仅供内部参考



**中美制造业库存周期或底部回升。**截至 2026 年 3 月底，中国产成品库存同比和美国制造商库存金额同比分别为 5.2%和 2.0%，均已有补库迹象，但仍处于 2000 年以来较低分位。我们认为，前期商品去库周期对于铜需求的压制已逐步出尽。

**图表 7：中美均处于库存周期底部区间**




资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

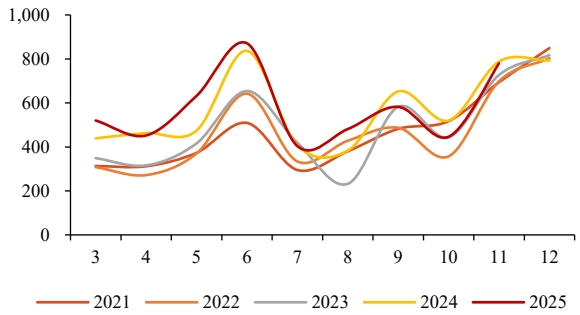
### 1.2.2. 结构：电力投资持续高景气

**电网侧，国内持续大规模投资，海外亟需升级改造。**

2025 年 1-11 月电网基本建设完成额累计同比+5.9%。据经济参考报，国家电网有限公司总经理庞骁刚提出，近 5 年国网年均投资 5740 亿元，2025 年预计投资达到 6770 亿元，并预计“十五五”电网年均投资会在“十四五”的高基数上进一步提升。

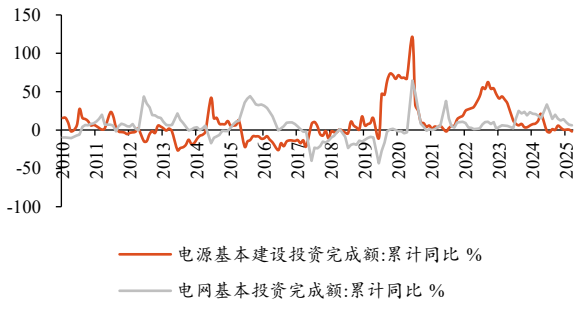
**发达地区电网基础设施老化，电网升级改造具有必要性。**以美国为例，据北极星储能网，2025 年 7 月，美国能源部发布《美国电网可靠性和安全性评估报告》，其中明确指出，到 2030 年，美国电厂退役加上电力负载增长将导致该国停电风险增加 100 倍，特别是人工智能驱动的数据中心增长，将威胁到美国能源安全。

**图表 8：中国电网基本投资完成额（亿元）**




资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所
备注：数据截至 2025 年 11 月

**图表 9：中国电网与电源基本投资额同比**




资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所
备注：数据截至 2025 年 11 月

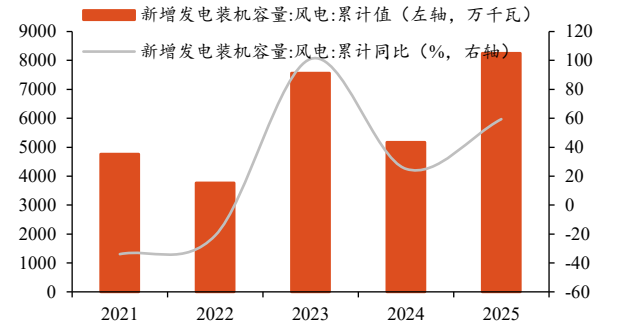
**发电侧，“十五五”高规划支撑铜需求。**据央视网，国家能源局综合司副司长张星提出，2035 年全国风电、太阳能发电总装机容量要力争达到 36 亿千瓦以上，非化石能源占比要超过 30%。要实现这一目标，未来 10 年我国每年还

下载日志已记录，仅供内部参考



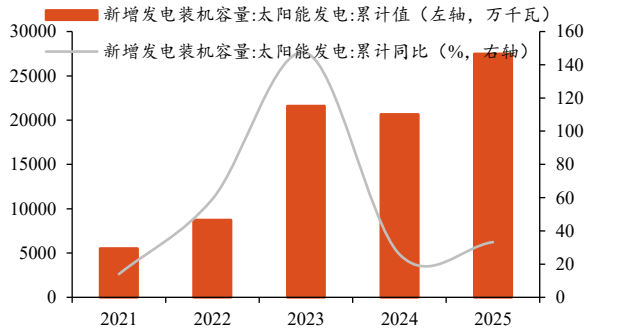
需新增 2 亿千瓦左右风光装机。

**图表 10：中国新增风电发电装机容量及同比增速**




资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

**图表 11：中国新增太阳能发电装机容量及同比增速**



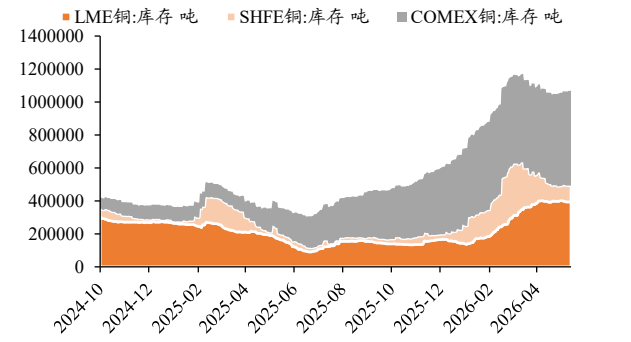

资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

**AI 数据中心用铜创造新需求。**据 CDA，美国数据中心的平均铜强度为 27 吨/MW，随着人工智能驱动的数据处理和高密度存储需求的采用，单耗可能会增加。仅考虑美国的数据中心的用铜需求，量级已相对可观。据 CDA 及麦肯锡预测，美国数据中心电力需求将从 2024 年的 25GW 增长至 2030 年的 80GW 以上。

## 1.3. 库存：全球库存略有提升

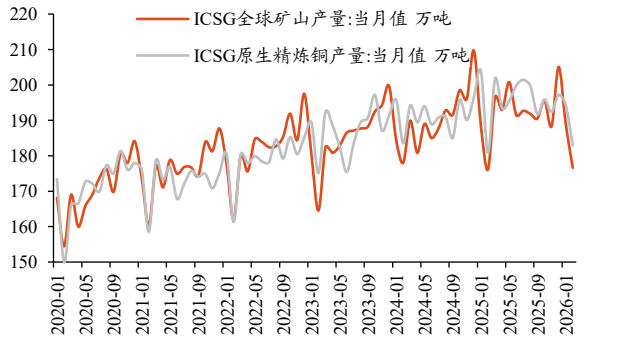
全球铜库存已接近 2 年高位。截至 2026 年 4 月底，三大交易所铜显性库存合计 105 万吨，相较 2025 年底的 68 万吨增加 37 万吨，其中 LME/SHFE/COMEX 分别增加 25/2/10 万吨。

**图表 12：全球铜显性库存**




资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

**图表 13：25 年至今铜矿产量整体持续低于精炼铜产量**



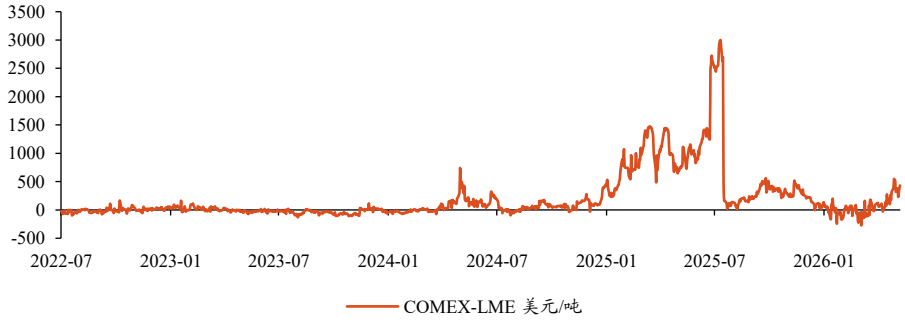

资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

**此外，也可关注跨市场套利带来的库存转移情况。**截至 2026 年 5 月 22 日，COMEX-LME 价差已达到约 430 美元/吨，或带来铜库存的跨市场转移。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 14：铜 COMEX-LME 价差**




资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

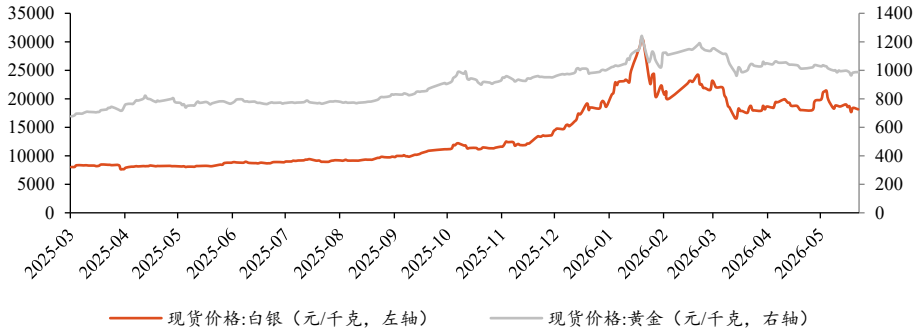
### 1.4.小结

供给扰动持续，下游电力投资持续高景气。铜正逐步从宏观意义下的再通胀资产逐步转变为能源和 AI 基建领域下的战略资产。供给端，全球矿山扰动率持续偏高，考虑到矿山复产难度以及能源供给等因素，我们预计铜供应链脆弱性会逐步凸显，矿山扰动率或延续上行，后续供给端增量或相对有限。需求端，前期商品去库周期对于铜需求的压制已逐步出尽，结构上看好电力侧投资对铜需求的拉动。关注【紫金矿业】【洛阳钼业】【西部矿业】【中国黄金国际】【中国有色矿业】【江西铜业】等。

## 2.金：增量资金逐步东移，看好长期价格表现

**价格冲高回落。**26 年 1 月，国内黄金现货均价自年初的 988.75 元/克强势拉升至高点 1241.69 元/克，国内白银现货均价则从年初的 18304 元/千克升至高点 30645 元/千克。随后 2-5 月，黄金和白银价格持续高位盘整，截至 2026 年 5 月 22 日，黄金和白银价格基本均已回归至年初价格水平。

**图表 15：2026 上半年金价冲高回落**




资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

回顾 2025 年，黄金上涨因素与 21-24 年或有所差异：投资需求彰显弹性，央行需求略有降温。据世界黄金协会，2025 年黄金 ETF 及类似产品需求 802 吨，同比实现大幅转正；各央行和官方机构需求 850 吨，同比-22%，但仍处相对高位。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 16：黄金年度供需平衡表（吨）

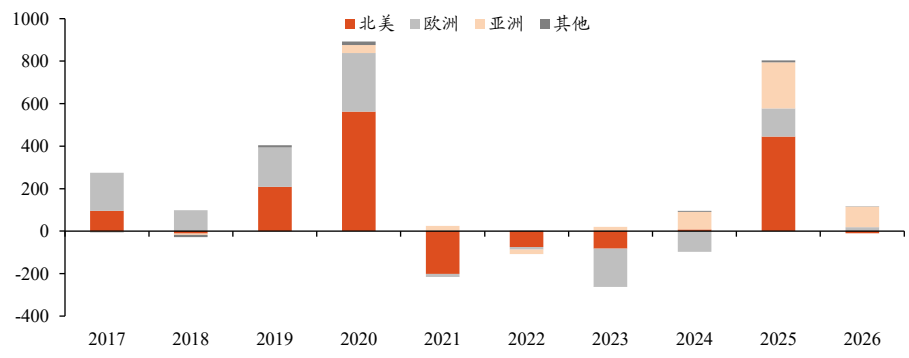
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|---|---|
| ***总供应量*** | ***4,745.6*** | ***4,832.2*** | ***5,013.1*** | ***5,054.0*** | ***5,143.8*** |
| 金矿产量 | 3,615.2 | 3,702.7 | 3,710.1 | 3,742.5 | 3,814.6 |
| 生产商净套保 | -5.4 | -6.5 | 69.4 | -53.8 | -74.2 |
| 金矿总产量 | 3,609.8 | 3,696.2 | 3,779.5 | 3,688.7 | 3,740.4 |
| 回收金 | 1,135.8 | 1,136.1 | 1,233.6 | 1,365.3 | 1,403.4 |
| ***总需求量*** | ***4,745.6*** | ***4,832.2*** | ***5,013.1*** | ***5,054.0*** | ***5,143.8*** |
| 金饰制造 | 2,252.4 | 2,208.4 | 2,208.2 | 2,026.6 | 1,648.1 |
| 金饰消费 | 2,177.0 | 2,094.7 | 2,109.2 | 1,886.9 | 1,543.7 |
| 金饰库存 | 75.4 | 113.6 | 99.0 | 139.6 | 104.4 |
| 科技 | 337.2 | 314.8 | 305.2 | 326.2 | 322.9 |
| 电子用金 | 278.7 | 257.7 | 248.7 | 270.8 | 270.4 |
| 其他工业用金 | 47.1 | 46.8 | 47.1 | 46.5 | 44.2 |
| 牙科 | 11.4 | 10.3 | 9.4 | 8.9 | 8.2 |
| 投资 | 1,011.8 | 1,134.7 | 960.4 | 1,205.6 | 2,204.0 |
| 金条和金币总需求量 | 1,200.4 | 1,243.8 | 1,203.7 | 1,208.5 | 1,402.4 |
| 金条 | 830.1 | 822.4 | 794.5 | 881.2 | 1,094.8 |
| 官方金币 | 284.6 | 321.6 | 294.1 | 201.3 | 171.8 |
| 奖章/仿制金币 | 85.8 | 99.8 | 115.1 | 126.0 | 135.8 |
| 黄金 ETF 及类似产品 | -188.6 | -109.1 | -243.3 | -2.9 | 801.6 |
| 各央行和官方机构 | 450.1 | 1,080.0 | 1,050.8 | 1,092.4 | 850.1 |
| **金饰制造+科技+投资+各央行和官方机构** | **4,051.5** | **4,737.8** | **4,524.6** | **4,650.8** | **5,025.2** |
| **场外投资及其他** | **694.1** | **94.4** | **488.6** | **403.2** | **118.6** |
| ***LBMA 黄金价格（美元/盎司）*** | ***1,798.6*** | ***1,800.1*** | ***1,940.5*** | ***2,386.2*** | ***3,431.5*** |

资料来源：世界黄金协会，东方财富证券研究所

## 2.1.机构投资：增量资金逐步东移

**投资需求弹性可观，亚洲区域提供相对稳定需求。**2025 年黄金 ETF 及类似产品需求 802 吨，同比实现大幅转正，或体现投资需求弹性。分区域来看，亚洲区域黄金 ETF 连续 4 年增持黄金，为黄金提供稳定需求来源，或一定程度上抬升金价中枢；北美和欧洲区域波动相对较大，在金条投资、央行购金等结构性因素提供坚实基础的同时，为黄金提供上涨/下跌弹性。

图表 17：全球分区域黄金 ETF 需求（吨）




资料来源：世界黄金协会，东方财富证券研究所
备注：2026 年数据截至 4 月。

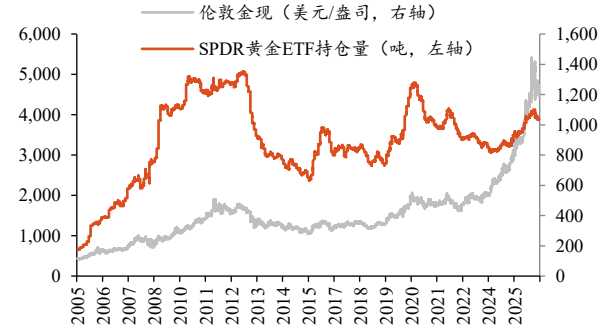
下载日志已记录，仅供内部参考



### 2.1.1.西方：高度挂钩美债收益率

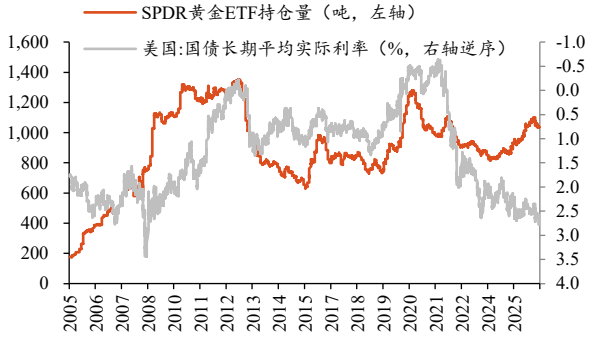
投资部门配置黄金的逻辑其实并未发生改变，黄金和美债的替代关系始终可以从购金/售金行为的变化中体现，即美债利率下行驱动更多资金配置黄金。投资部门配置黄金的逻辑其实并未发生改变，黄金和美债的替代关系始终可以从购金/售金行为的变化中体现，即美债利率下行驱动更多资金配置黄金。全球最大的黄金 ETF 持仓量并未与金价呈现明显正相关关系，而与美国实际利率呈现较强的负相关关系。

**图表 18：黄金 ETF 增持并不只看绝对价值**




资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

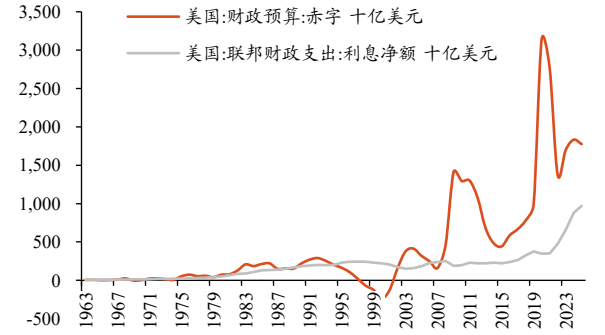
**图表 19：黄金 ETF 增持主要关注相对价值**




资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

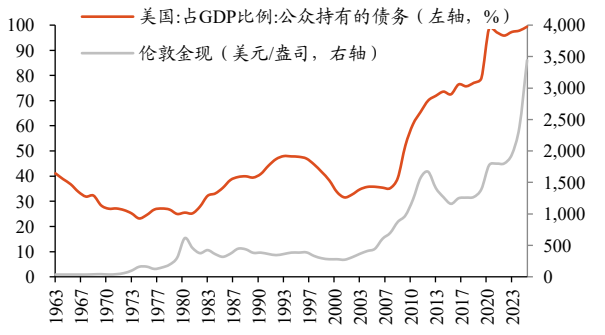
**长期的美债压力或提升黄金的相对价值。**25 年美国财政赤字接近 1.8 万亿美元，其中利息净额支出接近 1.0 万亿美元，或逐步陷入借新还旧的恶性循环。我们认为，美债长期压力仍在，或使得投资者更偏好于投资替代品黄金，或对应黄金持仓量更多指向增持的方向。

**图表 20：美国财政赤字趋近高位**




资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

**图表 21：金价与美国公众债务比例**




资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

### 2.1.2.东方：低利率下增量资金或持续显著

**黄金是低利率下的优质资产。**类似于北美和欧洲投资者高度关注美债利率情况，国内投资者投资黄金或也高度关注国内利率的情况。我们认为，在当前低利率的市场环境下，国内投资者或持续为黄金 ETF 等产品贡献增量资金。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 22：中债国债即期收益率




资料来源：Choice 宏观数据库，东方财富证券研究所

**前期已放开险资黄金投资限制，或贡献增量资金。**2025 年 2 月，金融监管总局印发《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》，允许 10 家试点保险公司开展保险资金投资黄金业务，但也要求试点保险投资黄金账面余额合计不超过本公司上季末总资产的 1%。

### 2.2.央行购金：短期扰动不改长期趋势

**央行购金长期空间广阔。**央行购金主要出于保障储备资产安全的考虑，旨在通过多元化配置储备资产以降低其潜在贬值风险。以 26Q1 为例，波兰和中国等央行购金规模位居全球央行前列，但其外汇储备中黄金占比仍处于较低水平，中国大陆仅为 9.1%，波兰为 29.6%。

### 2.3.小结

金价慢牛行情预计仍在。投资需求弹性可观，拆分来看，亚洲资金提供相对稳定增量资金，美欧资金提供需求弹性，增量资金逐步东移；考虑到美债压力长期存在，或使得投资者更偏好于投资替代品黄金，或对应黄金持仓量更多指向增持的方向。我们认为央行购金仍有较大空间，央行购金举措主要出于保障储备资产安全的考虑，旨在通过多元化配置储备资产以降低其潜在贬值风险。建议关注【中金黄金】【赤峰黄金】【山金国际】【紫金黄金国际】等。

## 3.铝：海外供需缺口支撑高铝价，国内库存去化后有望共振

### 3.1.价格复盘：内外库存走势分化，驱动铝价差创历史新高

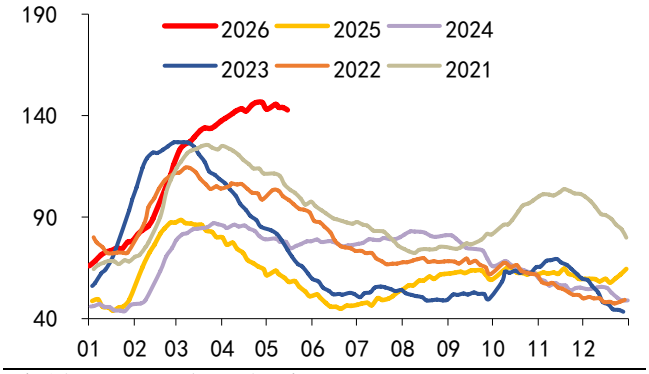
**内外库存走势分化，驱动铝价差创历史新高。**国内方面，3 月以来，国内

下载日志已记录，仅供内部参考



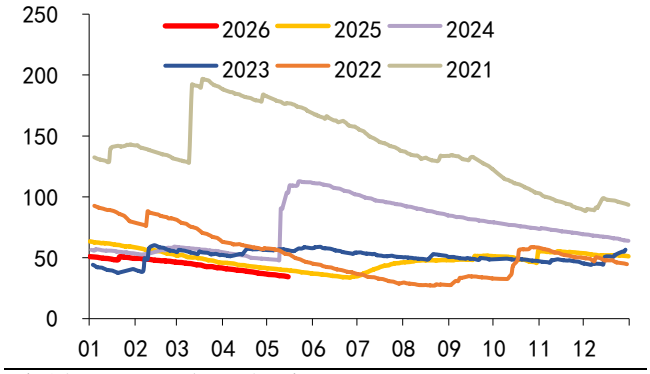
电解铝社会库存持续高位积累，与往年库存走势差异明显。4 月下旬以来初步去化，后续仍需持续关注去化效果。海外方面，25Q4 以来，LME 铝锭库存持续去化，2 月底爆发的美以伊冲突助推库存进一步去化，支撑 LME 铝价持续高位运行。电解铝库存内外走势差异导致价差持续扩大。截至 5 月 15 日，铝内外价差高达 6420 元/吨，较年初的 2000 元/吨左右水平持续扩大。

**图表 23：国内电解铝社会库存（万吨）**



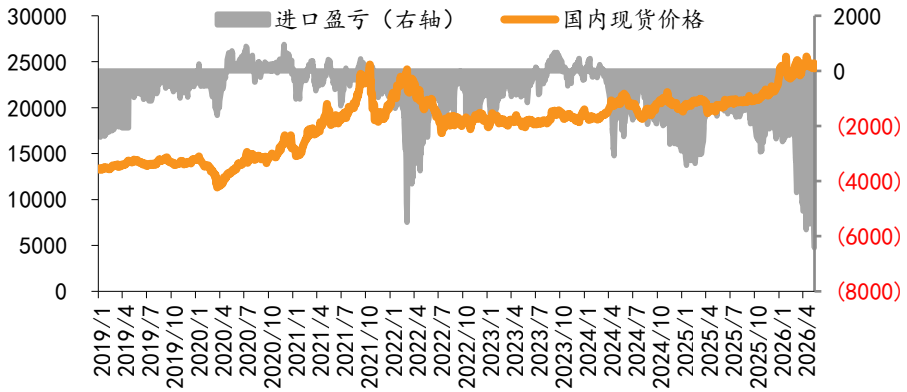

资料来源：SMM，东方财富证券研究所

**图表 24：LME 铝锭库存（万吨）**




资料来源：SMM，东方财富证券研究所

**图表 25：铝内外价差（元/吨）**




资料来源：SMM，东方财富证券研究所

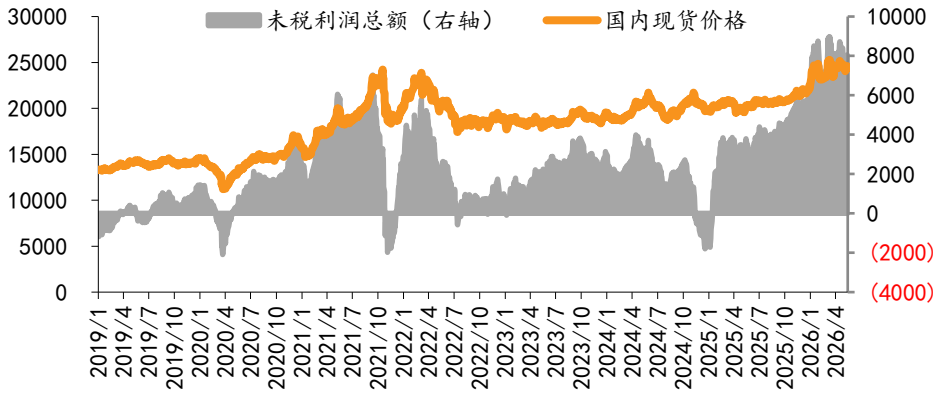
## 3.2.供给端：内增外减分化显著，电力瓶颈构筑中长期刚性约束

**高盈利催生国内高供给，地缘冲突已造成海外实质性减产。**3 月以来，受益于高铝价及低成本，电解铝吨利润总额达到 8000 元/吨左右水平。高盈利下国内产量持续释放。1-4 月，国内电解铝产量 1481 万吨，年化接近 4500 万吨天花板。但如果从 3-4 月均值看（3 月 12.36 万吨/天、4 月 12.4 万吨/天），年化产量将超过 4500 万吨。4 月中东产量受地缘冲突影响同比实质性减半。4 月海外电解铝产量 224 万吨，较 3 月的 257 万吨减少 33 万吨，其中中东产量由 3 月的 52 万吨减少 25 万吨至 27 万吨。

下载日志已记录，仅供内部参考

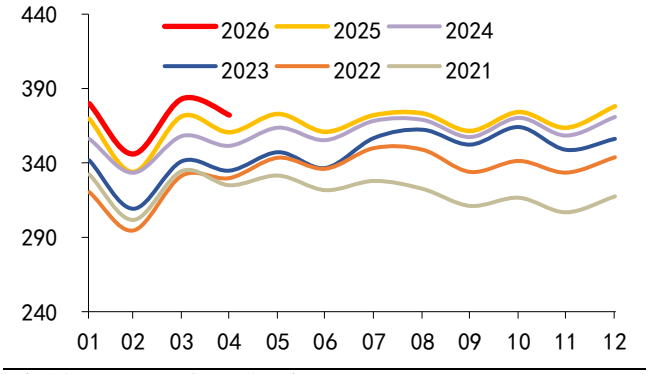


图表 26：国内电解铝未税利润总额（元/吨）



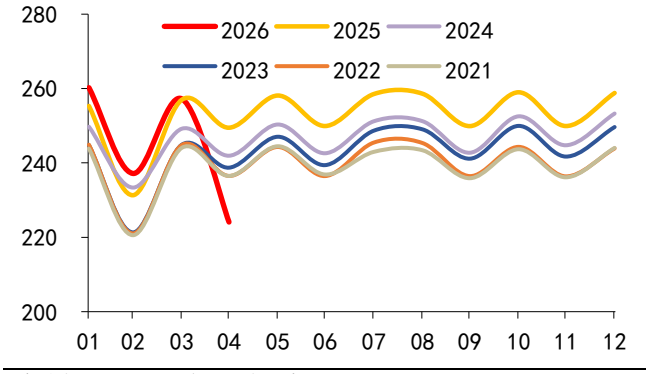

资料来源：SMM，东方财富证券研究所

图表 27：中国电解铝产量（万吨）




资料来源：SMM，东方财富证券研究所

图表 28：海外电解铝产量（万吨）




资料来源：SMM，东方财富证券研究所

**全球原铝供给增量面临刚性约束，电力供应成为核心瓶颈。**我国电解铝运行产能已达到 4492 万吨/年，接近“产能天花板”，同时开工率保持在 99.5%的高位，未来几年国内电解铝的增产空间非常有限。海外方面，能源矛盾日益突出，电力供应问题正迫使海外相关企业缩减产能，如 Mozal 铝厂（36 万吨）、Tomago 铝厂（59 万吨）或将面临停产。此外，尽管印尼作为新兴产区将在 2026 年迎来集中投产潮，但其电力供应稳定性与成本预计对项目落地形成关键制约。短期内煤电仍是核心支撑，关注后续电力设施建设进度。

图表 29：部分海外铝业巨头的停产预期主要由于未达成未来的供电协议

| 公司 | 产能所在国 | 电解铝厂 | 产能变化 | 涉及产能（万吨/年） | 情况 |
|---|---|---|---|---|---|
| Alcoa | 西班牙 | San Ciprián | 复产 | +22.8 | 预计 2026 年中期完成 |
| Vedanta | 印度 | BALCO | 扩产 | +43.5 | 2025Q4 投产 |
| Century | 美国 | Mt. Holly | 复产 | +5.7 | 预计 2026Q2 实现满产 |
| Century | 冰岛 | Grundartangi | 停产 | -21.1 | 事故停产 2/3 产能 |
| South32 | 莫桑比克 | Mozal Aluminium | 停产 | -58.0 | 2026 年 3 月停产 |
| Rio Tinto | 澳大利亚 | Tomago | 停产 | -59.0 | 2028 年 12 月供电合同到期后，或因电力成本压力面临停产 |

资料来源：各公司公告，SMM，财联社等，东方财富证券研究所

图表 30：2026 年印尼部分电解铝产能梳理

| 电解铝厂 | 位置 | 规划产能（万吨/年） | 产能投放进展 |
|---|---|---|---|
| 阿达罗 | 北加里曼丹 | 150 | 一期 50 万吨产能预计于 2025-2026 年先后释放 |

下载日志已记录，仅供内部参考



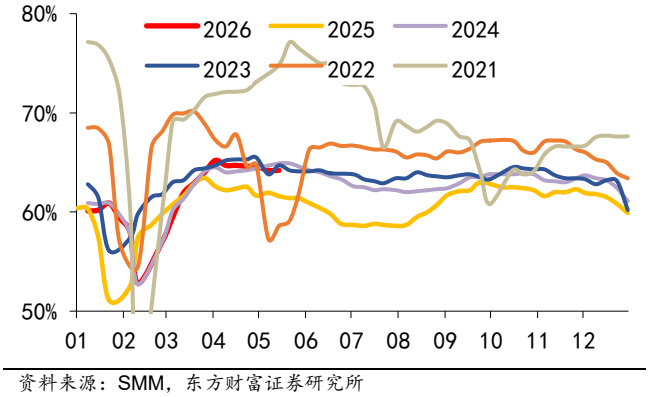
| | | | |
|---|---|---|---|
| 华青铝业 | 苏拉威西岛 | 200 | 一期 50 万吨已投产，二期 50 万吨预计 2026Q2 达产 |
| 南山铝业 | 宾坦岛 | 100 | 计划于 2026 年投产一期 50 万吨 |
| Inalum | 曼帕瓦 | 120 | 在产产能为 30 万吨/年，二期扩建后将提升至 90 万吨/年 |
| 信发印尼 | IWIP | 100 | 一期 50 万吨正在建设中，预计 2026 年投产 |

资料来源：中国有色金属报，SMM 等，东方财富证券研究所

### 3.3.需求端：海外需求较好，国内需求韧性仍可期待

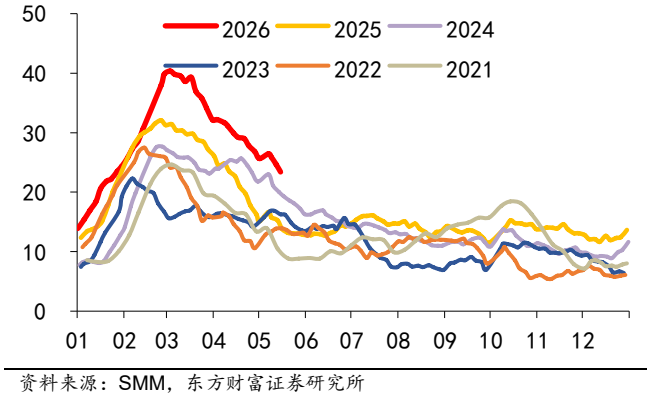
**下游开工延续弱复苏，铝材出口有望维持高位。**春节以来，下游铝加工整体延续弱复苏，开工率处于近五年平均水平，但板块间分化显著：铝板带、铝箔开工率处于较高水平，型材及铝合金相对偏弱。中间环节铝棒库存保持了正常的季节性去化节奏。海外需求较好。4 月，未锻轧铝及铝材出口量 60 万吨，环比+22%，同比+15%，地缘冲突及内外价差或有望推动铝材出口维持高位。

**图表 31：铝加工龙头企业开工率**



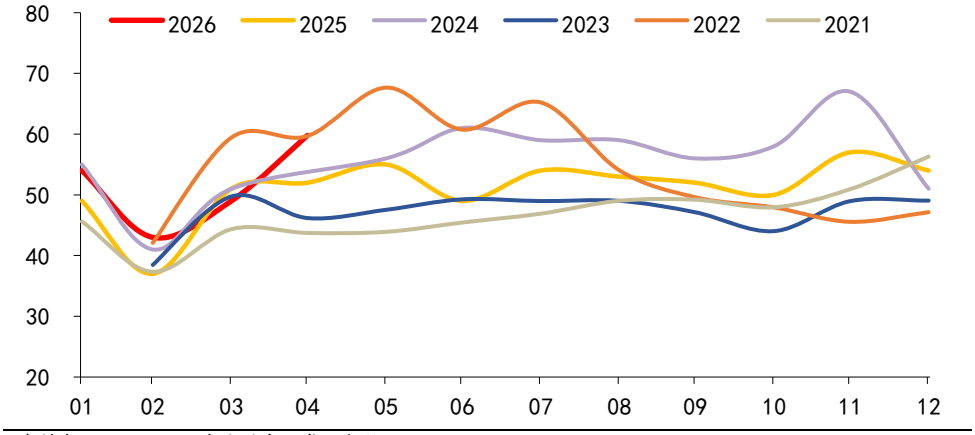

资料来源：SMM，东方财富证券研究所

**图表 32：铝棒地区库存（万吨）**




资料来源：SMM，东方财富证券研究所

**图表 33：未锻轧铝及铝材出口量（万吨）**




资料来源：Choice，东方财富证券研究所

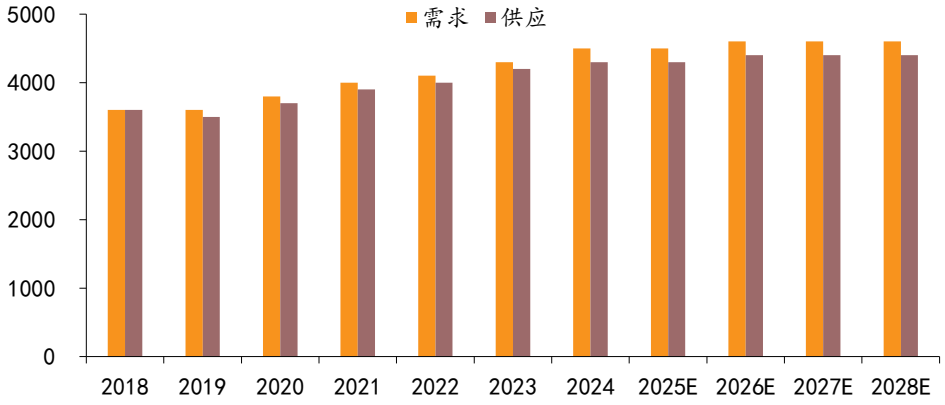
**展望未来，国内需求韧性仍可期待。**传统领域方面，随着地产新开工与竣工降幅逐步收窄，建筑用铝对总需求的拖累效应有望逐步缓解。增量引擎方面，新能源汽车景气向上及轻量化趋势带来的单车用铝量提升，将持续为交通用铝贡献稳健增量；在电力电子领域，尽管光伏用铝面临下滑压力，但储能及传统电网建设的持续发力将有效接力，支撑该板块维持增长。此外，在“铝代塑”、“铝代钢”、“铝代铜”等材料替代逻辑的持续推进下，包装、机械设备及耐用

下载日志已记录，仅供内部参考



消费品等细分领域的渗透率稳步提升，也有望带来边际小幅增量。

**图表 34：中国电解铝的供求情况（万吨）**

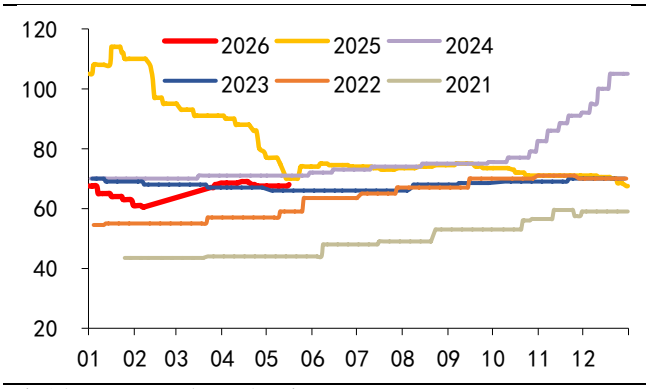



资料来源：CRU，创新实业招股书，东方财富证券研究所

## 3.4.上游：整体过剩格局难改，但成本支撑或受政策影响仍强

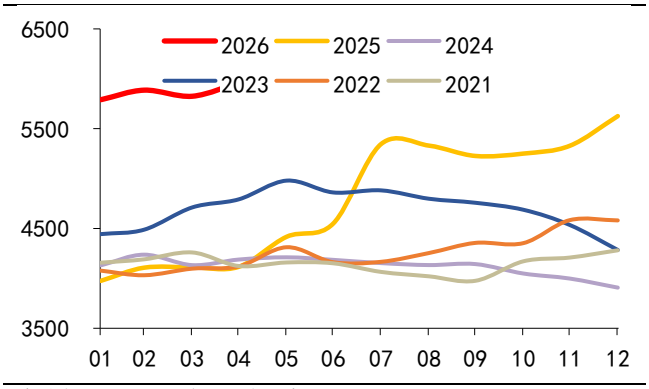
**整体维持过剩格局，但成本端支撑或仍强。**铝土矿方面，受地缘冲突引发的运力受限及潜在的海外矿业政策管控影响，几内亚进口矿价低位回升，长期来看或具备支撑；不过，国内铝土矿在经历 24-25 年的价格大涨后，当前库存已累积至近年高位，叠加龙头企业持续完善的海外布局，高企的库存水位有望显著平抑矿价波动。氧化铝方面，当前行业开工率持续偏低且向上调节的弹性空间较大，充裕的产能冗余使得氧化铝短期内供给过剩的格局难以发生实质性扭转。

**图表 35：几内亚铝土矿 CIF 价格（美元/吨）**




资料来源：SMM，东方财富证券研究所

**图表 36：全国铝土矿库存（万吨）**

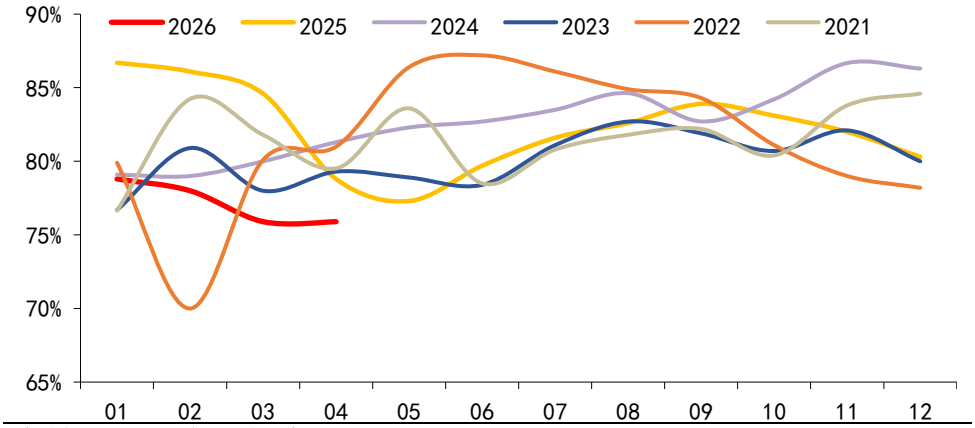



资料来源：SMM，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 37：国内氧化铝开工率




资料来源：SMM，东方财富证券研究所

### 3.5.小结

海外供需缺口支撑高铝价，国内库存去化后有望共振。美伊冲突以来，4 月中东电解铝产量同比实质性减半，LME 库存持续下降，海外供需缺口持续推升 LME 铝价。但国内供需相对偏弱，社会库存持续高位积累，抑制国内铝价。随着国内需求韧性逐步体现、出口需求回升，叠加冲突预期缓和，国内铝锭去库有望加速，国内铝价有望共振上涨。中期看，海外电解铝减量恢复仍需较长时间、全球增量释放节奏大概率推后，供需缺口或持续。推荐分红弹性兼具的优质公司【天山铝业】【宏创控股/中国宏桥】【中孚实业】，成长性较确定的【南山铝业】【创新实业】【中国铝业】。

## 4.钨：下游出口或助钨价反弹

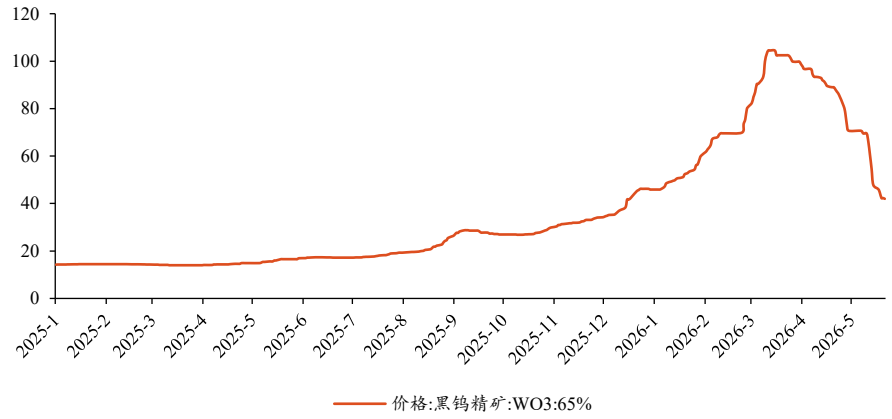
### 4.1.供给：供应收紧或持续

**2025 年下半年至今，钨价经历大涨大跌。**钨的战略属性、稀缺性及成本支撑，是驱动本轮价格上涨的核心动力。在需求持续拉动下，原料供不应求已成常态，短期内供应偏紧的格局难以扭转，钨精矿价格最高曾超 100 万元/吨。而后，随着需求转弱以及上下游博弈增强，钨精矿价格回落。

下载日志已记录，仅供内部参考



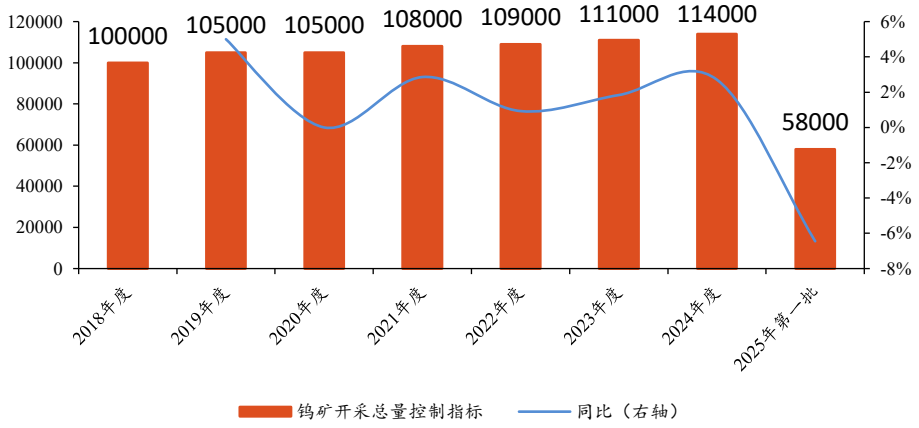
**图表 38：钨精矿价格先涨后跌（单位：万元/吨）**




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

**2026 年钨精矿产量或下滑。**钨是我国优势矿产及战略性矿产资源，属于国家实行保护性开采的特定矿种。2025 年第一批全国钨精矿开采总量控制指标为 58000 吨，较 2024 年第一批减少 4000 吨，指标不再区分主采和综合利用，对共伴生小型矿山不下达指标而实行报备管理。上海有色网样本数据显示，2026 年 1-4 月国内钨精矿产量同比下降约 17%，全年预计降幅约 10%。

**图表 39：2025 年第一批钨精矿开采总量控制指标同比-6.5%（单位：吨）**




资料来源：自然资源部官网，东方财富证券研究所。2025 年第一批指标之后，钨精矿开采指标再没有公开发布。

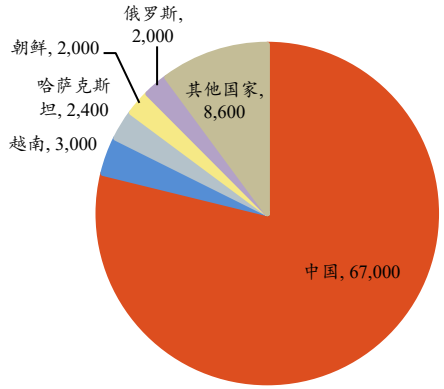
## 4.2.需求：钨品出口管制后，海外需求或增长

**中国对部分钨品出口管制后，海外钨原料供给收紧。**中国是全球最大的钨矿生产国，据 USGS 数据，2025 年中国占全球钨矿产量的 79%。2025 年 2 月，商务部和海关总署对钨等战略金属实施出口管制后，中国的三氧化钨、仲钨酸铵等钨品的出口数量显著下降。由于中国是全球最大的钨矿生产国，预计海外钨原料供给收紧。

下载日志已记录，仅供内部参考

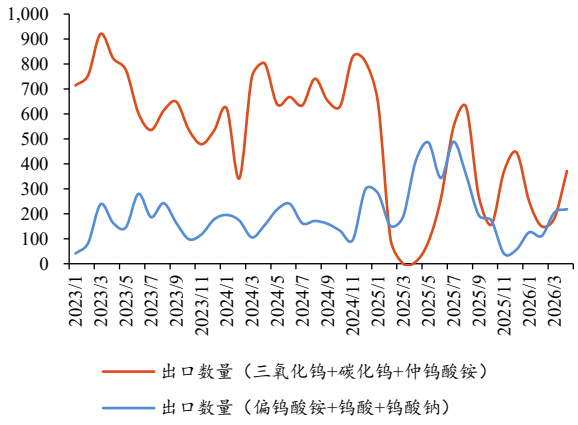


**图表 40：中国是全球最主要的钨矿生产国（单位：吨）**




资料来源：USGS，东方财富证券研究所

**图表 41：中国对部分钨品出口管制后，相关出口量下降（单位：吨）**

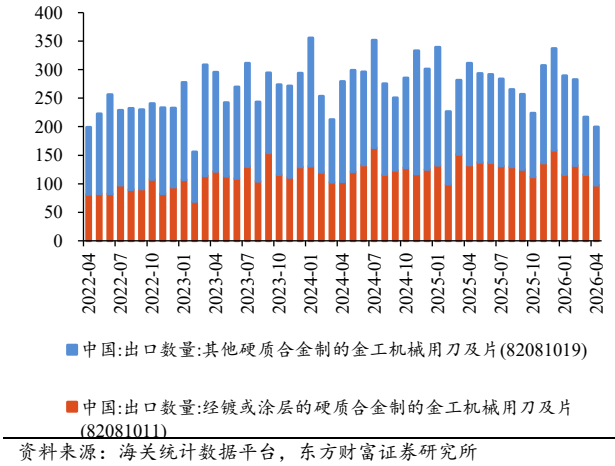



资料来源：海关统计数据平台，东方财富证券研究所

### 4.3.小结

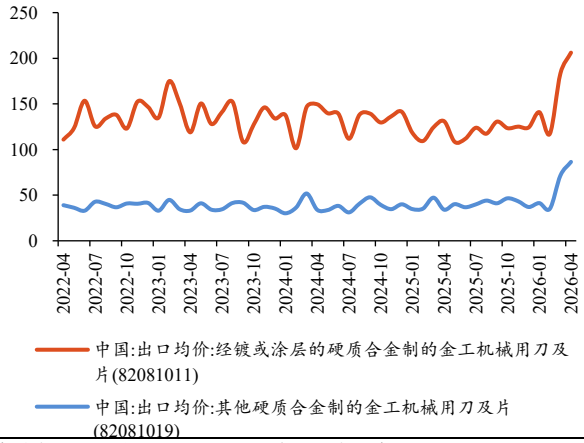
**硬质合金刀片出口有望量价齐升，拉动需求反弹。**切削工具领域占据了国内硬质合金需求的一半以上，我们认为，前述出口管制导致的中国钨品出口下降，会导致海外钨及硬质合金的原料匮乏，更多海外的刀片订单会转向国内，硬质合金刀片出口有望量价齐升，从而带动钨价反弹。建议关注钨业企业【中钨高新】【厦门钨业】【章源钨业】。

**图表 42：4 月刀片出口数量环比下降（单位：吨）**




资料来源：海关统计数据平台，东方财富证券研究所

**图表 43：4 月刀片出口均价环比提升（单位：万元/吨）**




资料来源：海关统计数据平台，东方财富证券研究所

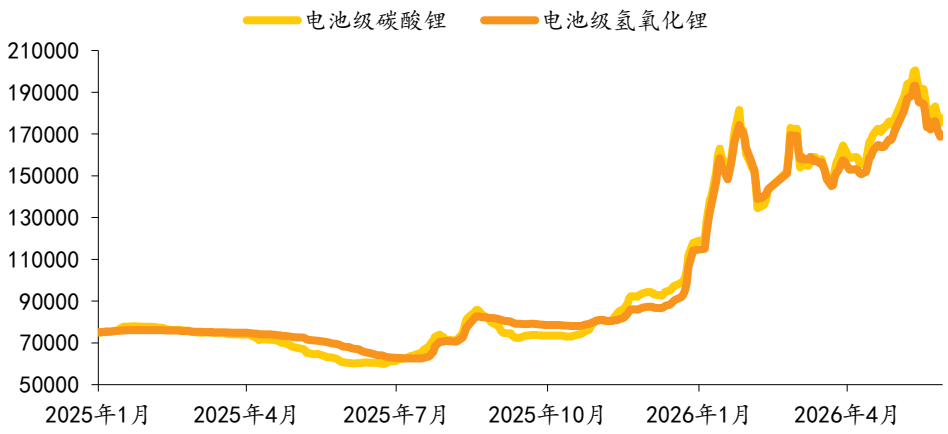
## 5.锂：供给扰动与需求共振，价格中枢仍有向上弹性

**国内锂价中枢大幅上移。**26 年 1 月，电池级碳酸锂均价自 2025 年末的 9.96 万元/吨强势拉升至 15.51 万元/吨。2 月价格有所调整，后重回上行通道。自 4 月下旬起，价格重拾强劲上涨动能并呈现陡峭拉升，截至 5 月中旬已强势突破 20 万元/吨的高位，年内整体价格重心实现了显著抬升。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 44：2025 年下半年起碳酸锂价格持续上涨（元/吨）




资料来源：SMM，东方财富证券研究所

## 5.1.供给端：海内外政策与成本扰动频发

**行业资本开支缩减，供给端释放弹性受限。**过去两年锂价的深度调整显著压缩了全球锂资源企业的资本开支，核心锂企的扩产节奏进入周期低谷。2024 至 2025 年全球锂资源产能增速放缓。而进入 2026 年，行业新增供给主要依赖于既有投产项目的产能爬坡，短期的供给释放弹性极为有限。而与此同时，既有产能的稳定产出也频繁面临海内外的多重扰动。

**津巴布韦出口禁令导致上半年供给端大幅收缩。**作为近年来全球锂资源增量的主要来源，2026 年 2 月，津巴布韦政府突然宣布立即全面暂停所有未加工矿石及锂精矿的出口。这一政策超预期地将原定于 2027 年实施的出口禁令提前，短期内直接阻断了贸易商的现货订单，导致供应链出现结构性收缩，并在第一季度引发了锂盐市场情绪驱动的阶段性价格上涨。

**进入二季度，随着政策博弈的深入，津巴布韦的出口政策逐渐明朗。**4 月初，津巴布韦矿业部正式向生产商下发了恢复出货的附加条件，明确提出将实行锂精矿出口配额制。同时，政府要求矿企书面承诺建设本地选矿设施，在 2027 年 1 月 1 日前建成硫酸锂加工厂，并在过渡期内对锂精矿征收 10%的出口税等。截至 5 月中旬，随着配额制度的落地和合规矿企逐渐接受附加条件，津巴布韦的锂矿发货正在有序恢复。

图表 45：津巴布韦锂矿出口限制时间线梳理

| 时间 | 政策内容 |
|---|---|
| 2025.6 | 津巴布韦矿业部长在内阁会议后正式宣布：2027 年 1 月 1 日起全面禁止锂精矿出口，仅允许出口附加值更高的硫酸锂等加工产品。 |
| 2026.2 | 津巴布韦矿业部发布官方声明，立即暂停所有原矿及锂精矿的出口，禁令涵盖所有在途货物，即刻生效。<br>只有同时持有有效采矿权证并拥有获批深加工产能的矿业企业，才能获得出口许可。纯代理商和第三方贸易商被全面禁止出口。锂盐深加工产品（如硫酸锂、碳酸锂、氢氧化锂）的出口则不受限制。 |
| 2026.4 | 津巴布韦矿业部下发恢复出货的附加条件，明确提出实行锂精矿出口配额制。要求矿企书面承诺建设本地选矿设施，在 2027 年 1 月 1 日前建成硫酸锂加工厂，并在过渡期内对锂精矿征收 10%的出口税等。 |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | |
|---|---|
| 2026.5 | 部分国内矿企的出口手续陆续办理完成，津巴布韦的锂精矿发货开始有序恢复。 |

资料来源：SMM 锂电，每日经济新闻，中矿资源、雅化集团公告，东方财富证券研究所

**澳洲主产区面临产量与成本双重冲击。**作为全球最大硬岩锂矿，格林布什近期释放了明确的减产信号。参股方 IGO 下调了该矿 2026 财年产量指引，由 150-165 万吨降至 137.5-142.5 万吨，降幅最高达 13%；同时单位现金成本指引从 310-360 澳元/吨上调至 380-420 澳元/吨。由于财年即将于 6 月底结束，此次下调的减量压力将集中体现在今年二季度的实际产出中，直接加剧了短期高品质流通矿的紧张局面。

**此外，柴油短缺放大了澳洲中小矿山的扰动风险。**受区域供应链影响，近期澳洲遭遇柴油短缺与价格高涨。这不仅直接推升了重卡运输和设备运转的生产成本中枢，更使得部分缺乏长协与库存缓冲的中小型矿山面临燃料断供的直接冲击，被迫放缓开采甚至短期停工，进一步加剧了供给端的不确定性。

**澳洲两大主力锂矿复产，供给博弈加剧。**随着近期锂价的阶段性回暖，部分因前期成本倒挂而停产的澳洲主力锂精矿项目开始释放复产信号。Mineral Resources 旗下 Bald Hil 与 Core Lithium 旗下 Finniss 项目先后复产，预计下半年可实现发运，带来新供给博弈变量。

**国内政策与环保趋严，加剧供给扰动。**伴随 2025 年新版《矿产资源法》的实施及环保督察常态化，国内锂矿开采的合规门槛大幅提升。以核心锂云母产区江西宜春为例，受提锂废渣环保压力及矿权延续审查影响，当地非经济性减产频发。5 月 15 日，国务院总理李强签署国务院令，公布《中华人民共和国矿产资源法实施条例》，在矿业权制度、矿产勘查开采、矿区生态修复、资源储备与应急等方面作出系统性细化规定，并明确涉及战略性矿产资源的违法行为在法定幅度内从重处罚，自 2026 年 6 月 15 日起施行。

## 5.2.需求端：储能爆发与动力刚需有望共振

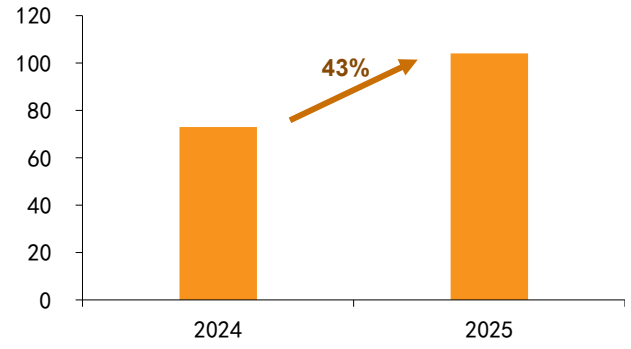
### 5.2.1.储能：海内外需求共振，全年景气度高

**全球储能装机迎来爆发式增长，中国企业占据主导。**新型储能作为能源体系的新型支柱产业，市场正处于高速扩容期。2025 年全球储能新增装机容量首次突破 100GWh，同比增长 43%。其中，欧洲市场新增装机量同比激增 160%，美国市场同比增长 53%，中东及澳大利亚等新兴市场亦加速部署。从出货端看，2025 年全球储能电池总出货量达 550GWh，同比增长 79%，且中国出货量占全球比重高达 64%。

下载日志已记录，仅供内部参考

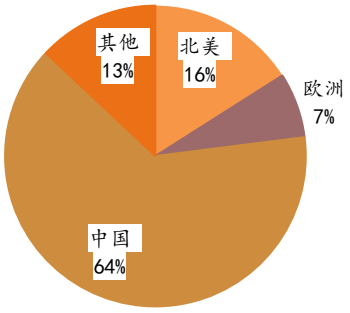


图表 46：全球储能新增装机容量（GWh）




资料来源：伍德麦肯兹，东方财富证券研究所

图表 47：2025 年全球储能电池装机量市场格局

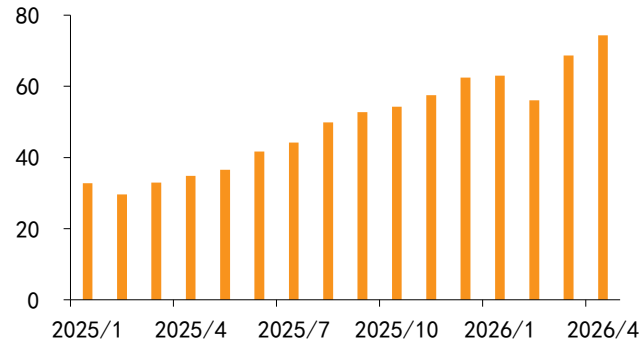



资料来源：SNE Research，储能产业网公众号，东方财富证券研究所

**26H1 高景气度延续，电芯产量实现翻倍级增长。**根据 SMM 数据，2026 Q1 国内储能电芯产量达 187.74Gwh，同比大幅增长 97.02%，呈现出淡季不淡的特征。GGII 数据显示，一季度中国储能锂电池出货量达 215GWh，同比增长 139%，头部企业产线满负荷运转，订单排产至 2026 年底甚至 2027 年二季度。主要系锂电池出口退税取消前“抢出口”、霍尔木兹海峡危机强化全球新能源需求等原因。

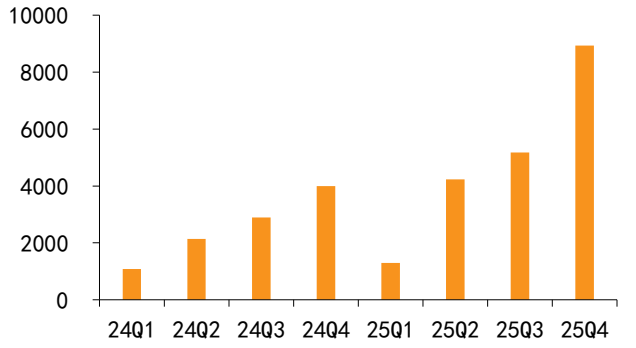
**项目经济性稳固，储能预计将成拉动全年锂需求的核心引擎。**展望后续季度，随着前端制造成本的优化，终端储能项目的经济性模型已大幅改善。即使在碳酸锂价格升至 19-20 万元/吨区间的成本测算下，国内外大部分大型独立储能及工商业配储项目仍能维持一定内部收益率，成本端的价格波动并未实质性压制终端装机意愿。叠加下半年相关项目投产发力，我们预计储能电池出货量将维持高增长斜率，全年有望实现同比 60%左右的增速。

图表 48：储能电芯月度产量（GWh）




资料来源：SMM，东方财富证券研究所

图表 49：国内新型储能新增装机容量（万千瓦时）




资料来源：SMM，东方财富证券研究所

5.2.2.动力电池：需求稳步向好，政策与新车周期共筑基本盘

**新能源汽车动力电池市场持续扩大。**随着中国、欧洲及北美三大主要汽车市场电动化渗透率的持续提升，2025 年全球新能源汽车市场继续保持强劲增长态势，全年销量达到 2354.2 万辆，同比增长 29.1%。据 SNE Research，2025 年全球动力电池装机量达到 1187GWh，同比增长 31.7%。

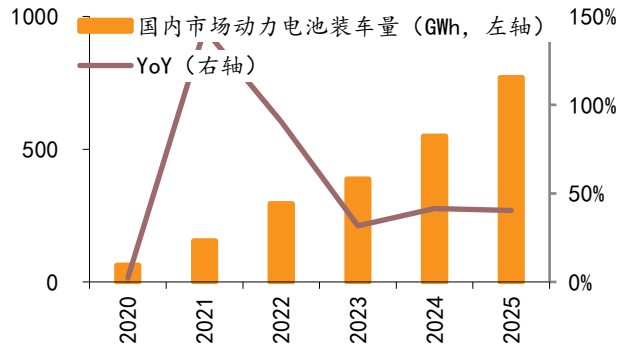
**26 年 1-4 月动力电池装车量小幅增长。**据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，2026 年 1-4 月动力电池累计装车 187.2GWh，累计同比增长 1.6%。尽管短期内产业链可能面临电池去库或车企排产节奏调整的周期性扰动，但终端

下载日志已记录，仅供内部参考



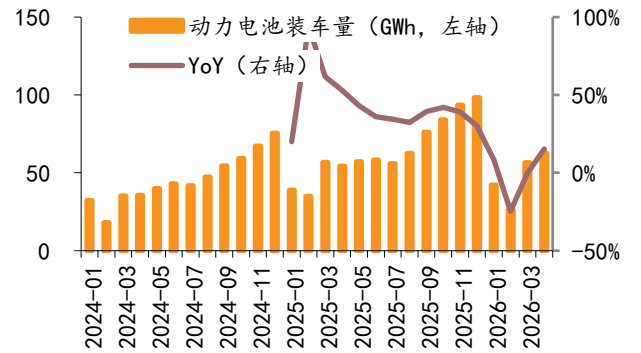
庞大的汽车保有量基数和全球不可逆的电动化转型趋势，确立了动力电池需求在绝对量上的中长期向上通道。

**图表 50：国内年度动力电池装车量**




资料来源：中国汽车报，东方财富证券研究所

**图表 51：国内月度动力电池装车量**



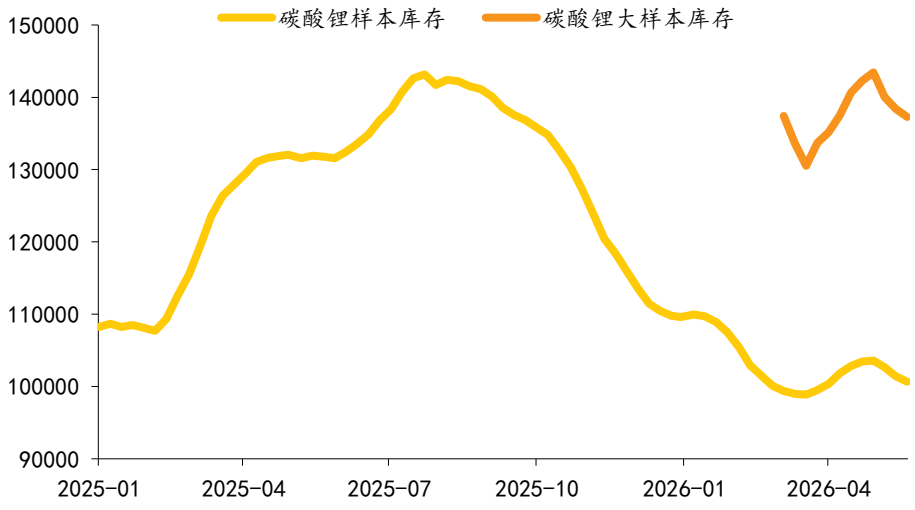

资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

**政策与新车周期共振，26H2 刚需支撑预计依然坚实。**展望下半年，随着“以旧换新”补贴资金集中兑付，存量燃油车替换需求有望实质性落地。叠加“金九银十”传统旺季与高阶智驾新车型的密集交付，终端购车有望迎来季节性波峰。作为全球锂需求的基石，预计 2026 年动力电池端仍能实现稳健增长，为需求端提供坚实支撑。

## 5.3.库存：5 月重回去库，验证下游承接力

**碳酸锂显著去库，库存降至低位。**国内碳酸锂库存自 2025 年 7 月 14.32 万吨的高位持续去化，至 2026 年 3 月中旬降至 9.89 万吨的阶段低点。4 月，由于电池出口退税退坡等原因，下游采购短期转弱，当月行业出现小幅累库。但进入 5 月，在下游动力与储能排产向好的拉动下，总库存再次重回去库通道，截至 5 月中旬库存约为 10.14 万吨。我们认为，5 月的去库趋势，验证了下游实质性需求的强劲承接力。

**图表 52：2025 年下半年以来碳酸锂显著去库（实物吨）**




资料来源：SMM，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



### 5.4.小结

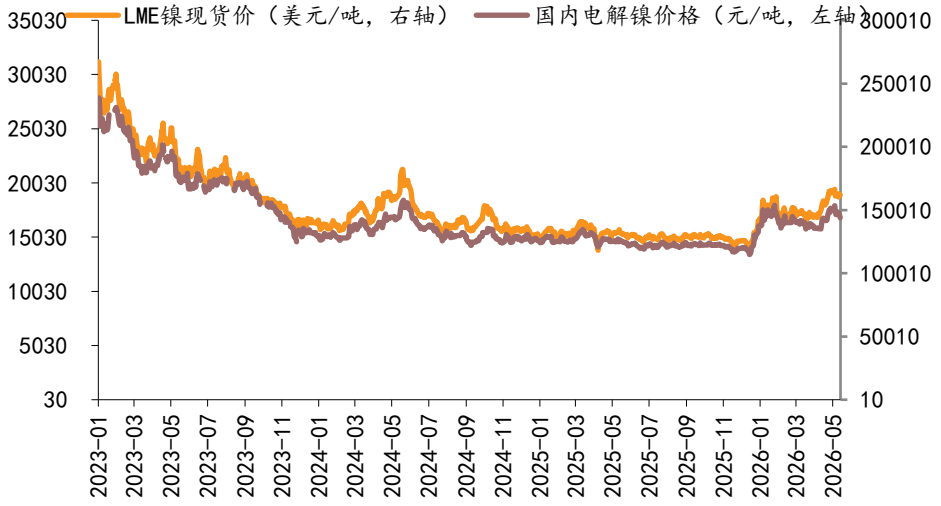
供给端，受制于前期资本开支缩减，行业新增供给弹性有限。同时，海外及国内的多重扰动，进一步约束了短期产能的稳定释放。需求端，一方面，储能项目经济性稳固，叠加传统并网旺季到来，电芯出货量预计将维持高增长斜率，成为拉动需求的核心引擎；另一方面，随着汽车政策端支撑，叠加传统消费旺季，动力电池排产有望迎来刚性上行。截至 5 月中旬碳酸锂库存已降至约 10.14 万吨并重回去库通道，验证了下游强劲的承接力。下半年储能与动力领域的旺季共振，锂价预计仍具有向上弹性。建议关注【赣锋锂业】【盛新锂能】【中矿资源】【国城矿业】【大中矿业】【天齐锂业】等。

## 6.镍：过剩压力有望缓解，关注湿法利润修复

### 6.1.价格复盘：供给扰动频发，镍价震荡上行

**印尼政策和中东战争扰动驱动 26H1 镍价震荡上行。**2023 年以来，镍金属处于全元素过剩状态，镍价经历漫长下行周期后稳定在 15000 美元/吨附近。2026 年 1 月印尼 ESDM 公布 26 年镍矿配额，预计 26 年全国镍矿配额 2.5-2.6 亿湿吨，相较 25 年 3.79 亿湿吨大幅下降。印尼作为全球最大原生镍生产国，2025 年供应全球 65%以上镍产品。供应预期大幅下降驱动 26 年 1 月 LME 镍价从 1.5 万美金/吨大幅上涨至 1.8 万美金/吨左右。2026 年 2 月末，美伊战争爆发。湿法镍冶料硫磺无法通过霍尔木兹海峡供应印尼，原料涨价背景下，印尼 HPAL 停产预期抬升，驱动 LME 镍最高涨至 1.95 万美元/吨，达到 25 年初以来新高。

**图表 53：2025 年年底以来纯镍价格震荡上行**



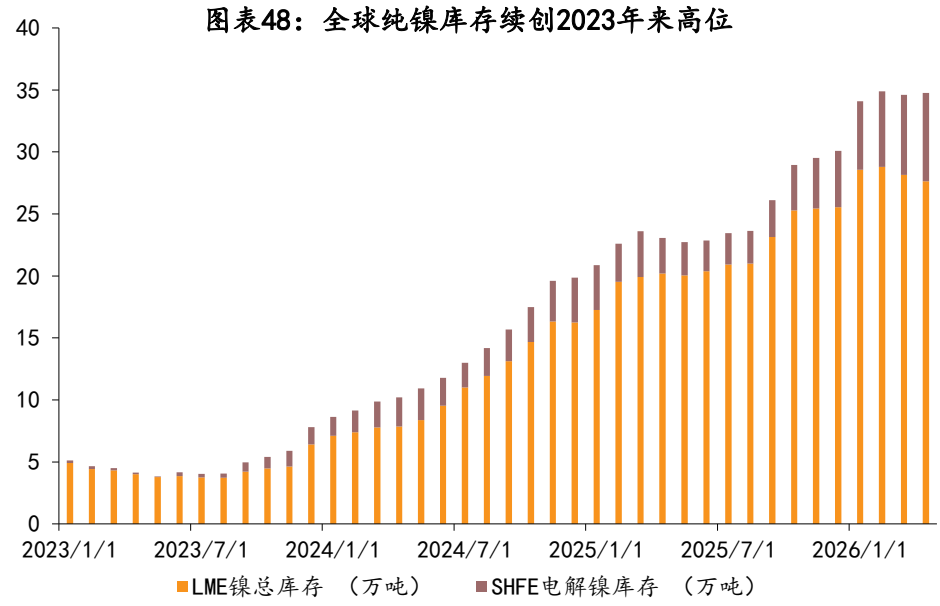

资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

**过剩现状暂未扭转，全球纯镍被动累库持续。**虽然 26 年印尼镍矿配额大幅缩减，但 1 至 4 月印尼镍产品生产仍维持正常节奏，同时终端需求缺乏明显增量，全球纯镍累库持续。湿法方面，印尼 HPAL 企业短期依赖库存硫磺维持生产，3-4 月湿法 MHP 产量环比仅小幅下降。26 年以来，伦敦商品交易所库存小幅去化，但上海商品交易所库存大幅增加。全球显性库存 34.8 万镍吨，相较 25 年底增加 4.7 万吨，续创 23 年来高位。镍市处于强预期、弱现实状态。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 54：全球纯镍库存续创 2023 年来高位

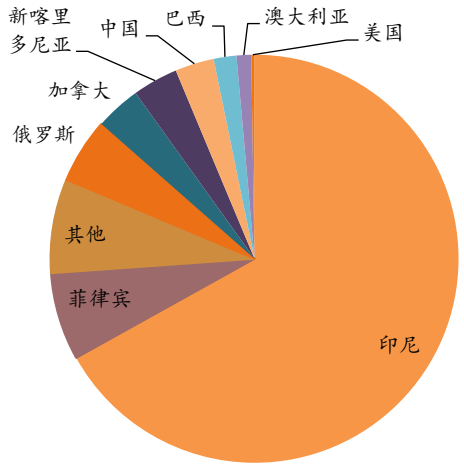



资料来源：Choice 宏观数据，SMM，东方财富证券研究所

## 6.2.供给端：资源民族主义与战争冲击驱动全年维度供给下修

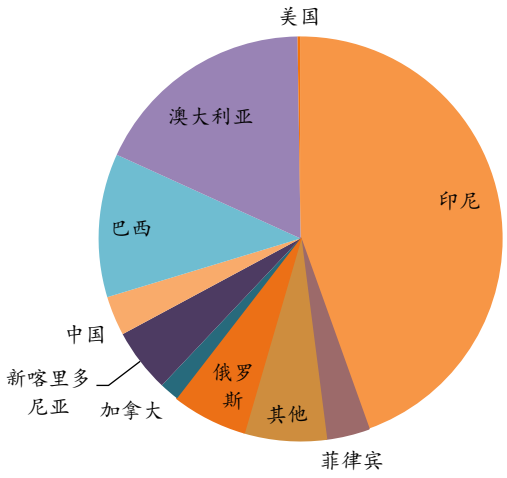
**全球镍矿供应高度集中于热带国家，印尼政策对镍供需影响明显。**根据 USGS 全球矿山数据，2025 年全球镍元素储量约 1.4 亿金属吨，高度集中于热带国家，其中印尼储量 6200 万吨，占比 45%，菲律宾占比 3%。产量方面集中度更高，2025 年产量近 390 万金属吨，印尼产量 260 万金属吨，占全球 67%。印尼镍矿配额及镍矿定价政策对于全球供需平衡和产业链利润分配具有显著影响。

图表 55：2025 年全球镍矿产量分布




资料来源：USGS，东方财富证券研究所

图表 56：2025 年全球镍矿储量分布




资料来源：USGS，东方财富证券研究所

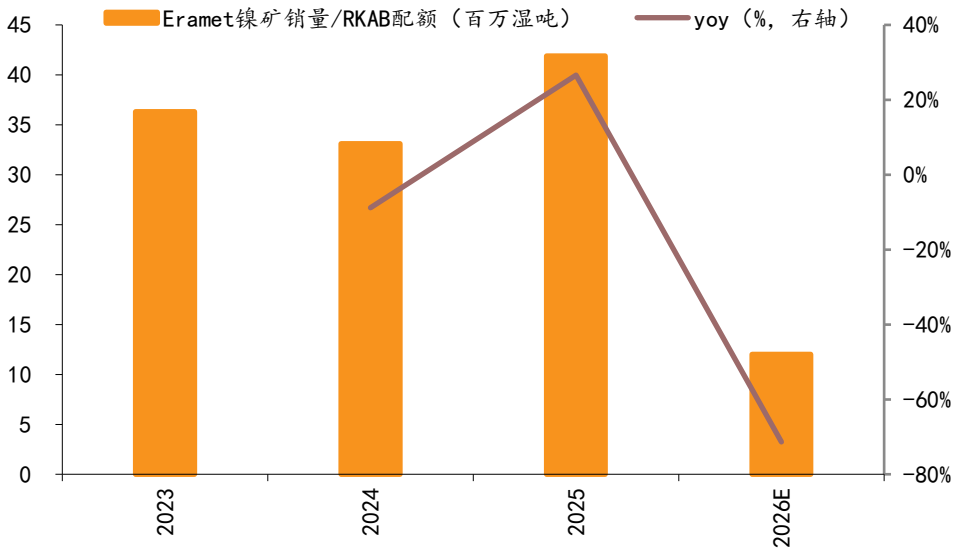
**资源民族主义下，印尼大幅削减 2026 年镍矿配额。**印尼能源与矿产部 2026 年 1 月宣称本年度 RKAB 镍矿配额为 2.5-2.6 亿吨，同比 25 年 3.79 亿吨下降 33%。其中，印尼最大矿山 PT WedaBay Nickel 于 26 年 4 月公告称，公司

下载日志已记录，仅供内部参考



2026 年获取 RKAB 配额 1200 万湿吨，较 2025 年 4200 万吨同比大幅下降 70%。矿山预计既有配额于 5 月耗尽，并自 5 月中旬开始进入维护保养阶段。若 7 月新增配额审批不及预期，2026 下半年印尼镍冶炼产能将面临原料不足压力，部分火法产能存在大幅减产风险。全年维度看，镍元素过剩压力有望边际缓解。

**图表 57：印尼最大矿山 PT WedaBay Nickel 2026 年配额大幅下降**




资料来源：Eramet 官网业绩发布材料，东方财富证券研究所

**印尼修改镍矿基准价 HPM 定价公式，产业链利润预计向矿端集中。**此次镍矿公式核心变化在于两点：一是湿法矿将伴生元素钴的价值纳入定价，提高镍钴矿端分成；二是火法矿提高镍元素矿端分成。我们认为，此次修改 HPM 的目的，一方面是减少湿法矿伴生钴价值被冶炼端低价获取，提升本土矿山收入；另一方面是让火法 HPM 更贴近市场成交价，从而提高计税基础和财政收入。本次 HPM 修改落地后，镍产业链利润或进一步向本土矿山和印尼政府转移，持有当地镍矿矿山股份的冶炼公司将相对受益。

**图表 58：2026 年 4 月印尼基准镍价确定方式变化**

| 矿石类型 | 旧机制公式 | 新机制公式 | 主要变化 |
|---|---|---|---|
| 1.6% 品位镍矿 | HPM = %Ni × CF × HMA Ni | HPM = (%Ni × CF Ni × HMA Ni + Fe/Cr 伴生价值) × (1-MC) | 1.6% Ni 对应 CF 从旧机制折算下约 17%提升到 30%，火法矿 HPM 明显上调 |
| 1.2% 品位镍矿 | HPM = %Ni × CF × HMA Ni | HPM = (%Ni × CF Ni × HMA Ni + %Fe × CF Fe × HMA Fe ×100 + %Co × CF Co × HMA Co + %Cr × CF Cr × HMA Cr ×100) × (1-MC) | 除 Ni 外，Co≥0.05%、Fe≤35%、Cr 被纳入计价，湿法矿 HPM 上调 |
| 总体影响 | 只按 Ni 品位计价 | 按 Ni + Fe + Co + Cr 综合计价 | 矿端利润和 PNBP 税基上升，冶炼端原料成本上升 |

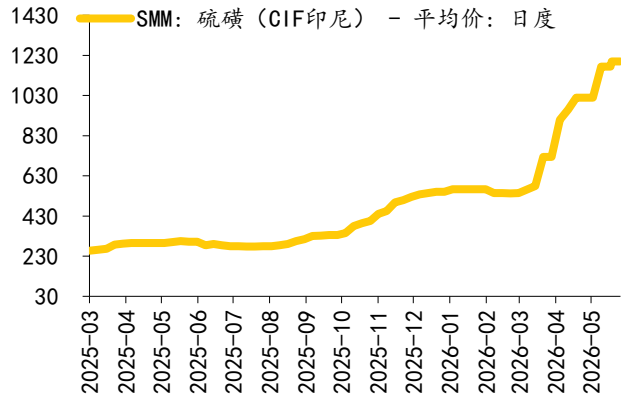
资料来源：ESDM，东方财富证券研究所

**硫磺冲击影响显现，湿法 MHP 供给逐步回落。**硫磺是湿法冶炼工艺的关键辅料，印尼本土 75%左右硫磺供应依赖中东。2026 年 2 月末美伊冲突爆发，伊朗对霍尔木兹海峡实施封锁，中东硫磺供应能力大幅下降。2026 年 1-3 月印尼硫磺进口量同比下降 30%，推动印尼硫磺 CIF 价格最高达到 1200 美元/吨，相较年初同比上涨 113%。受硫磺短缺影响，印尼湿法冶炼产能开始减产。若中东硫磺供应持续中断，未来湿法镍钴供应有望继续下修。

下载日志已记录，仅供内部参考

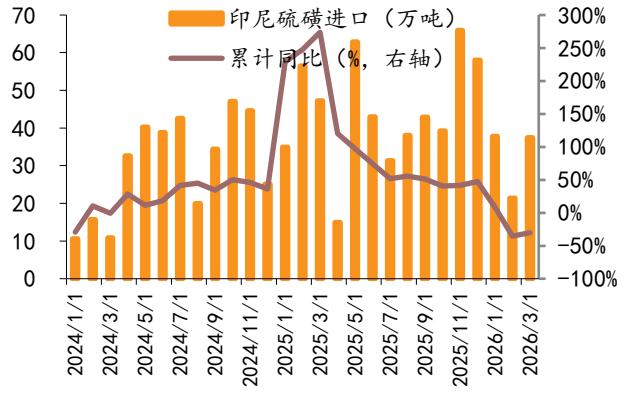


图表 59：2025 年以来印尼硫磺价格大幅上涨




资料来源：SMM，东方财富证券研究所

图表 60：26M1-3 印尼硫磺进口累计同比下降 30%

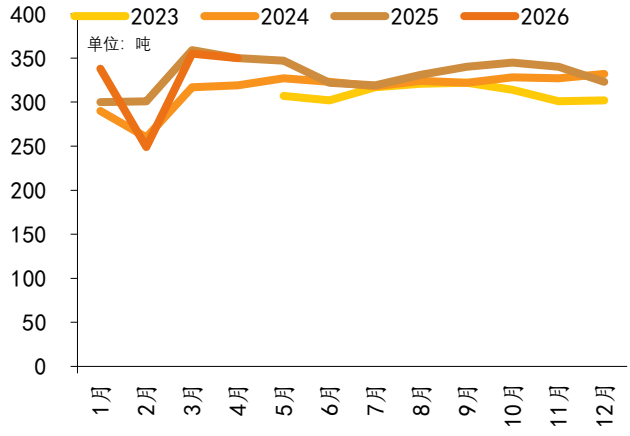



资料来源：印尼统计局，东方财富证券研究所

## 6.3.需求端：电池用镍需求激增，不锈钢用镍需求回落

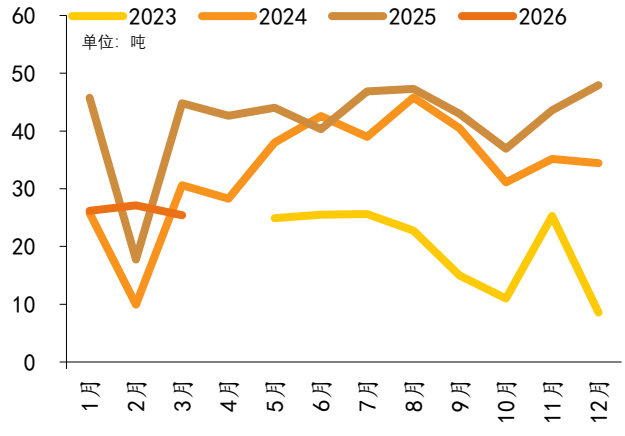
**中国不锈钢出口大幅回落，对镍铁需求形成拖累。**2026 年一季度，海外不锈钢需求表现偏弱，叠加部分地区贸易摩擦和前期高基数影响，中国不锈钢粗钢及不锈钢制品出口明显下滑。1 至 3 月，中国不锈钢粗钢及不锈钢制品总出口同比下降 27.4%，累计贡献 30 万吨需求下修。国内方面，2026 年一季度不锈钢需求相对稳定，但不足以对冲出口下行压力。总体来看，2026Q1 中国不锈钢产量同比下降 1.4%，对镍铁需求形成拖累。

图表 61：2026 年 1-4 月中国不锈钢产量同比下降 1.4%




资料来源：SMM，东方财富证券研究所

图表 62：2026 年 1-3 月中国不锈钢出口同比下降 27%



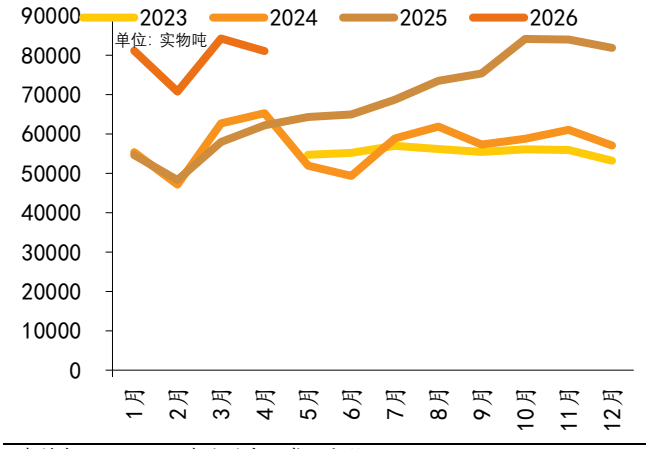

资料来源：SMM，东方财富证券研究所

**欧洲电动车需求高增，电池用镍仍有韧性。**2026 年以来，欧洲多国重启新能源车补贴政策，同时美伊冲突背景下油价上行，使新能源车相对燃油车的性价比进一步提升，带动欧洲新能源车终端需求改善。2026 年 1-3 月，欧洲新能源车销量合计 91.6 万辆，同比增长 25%。海外需求提升拉动国内三元电池产量大幅上涨，2026 年 1-4 月中国三元材料产量同比增长 42%。海外新能源车加速渗透背景下，预计动力电池用镍增速将维持高位。

下载日志已记录，仅供内部参考

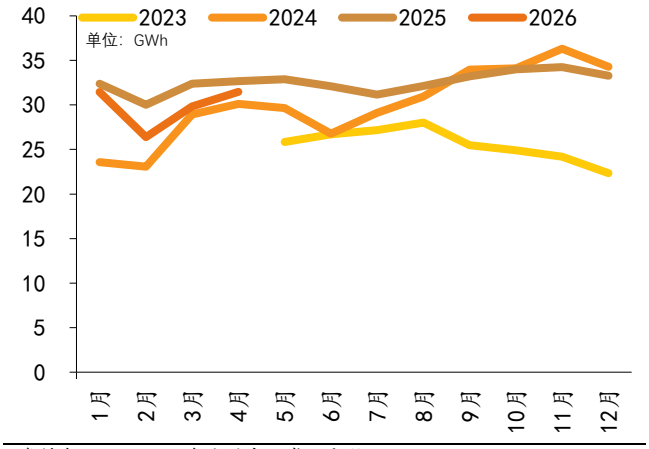


图表 63：2026 年 1-4 月中国三元材料产量同比大幅增长




资料来源：SMM，东方财富证券研究所

图表 64：2026 年 1-4 月中国三元电池产量增速小幅回落




资料来源：SMM，东方财富证券研究所

### 6.4.小结

**印尼配额收紧下镍元素过剩有望缓解。后续若硫磺冲击反转，可关注湿法利润修复。**供需方面，2026 年 1-4 月印尼镍矿配额使用速度较快，下半年部分矿山配额耗尽后或将进入停产维护状态。展望 2026 年下半年，镍元素有望由过剩转向短缺，全球或将进入去库周期，进而对镍价形成有力支撑。利润方面，美伊冲突对硫磺供应的影响仍具有不确定性，建议密切保持跟踪美伊局势和硫磺价格。待硫磺冲击反转、镍矿定价落地后，关注湿法产能的利润修复。建议关注【华友钴业】。

## 7.钢铁：产能治理可期，盈利有望修复

### 7.1.供给：政策聚焦高质量发展，产能治理或持续

**政策持续规范，推进行业高质量发展。**钢铁行业是国民经济的基础性、支柱型产业，对稳定工业增长，支撑经济平稳运行至关重要。近年来，钢铁行业持续下行，稳增长压力较大，包括钢材消费达峰，需求持续下降；行业处于微利状态，企业经营压力不断加大；环保和双碳约束进一步趋紧，绿色低碳转型更趋紧迫等。当前钢铁行业供给总量过大，有效需求不足，供需失衡是影响行业发展质量和效益的主要矛盾。2025 年以来，政策持续出台，从产能治理、稳增长、“反内卷”等多方面，推动钢铁行业向高质量发展。

下载日志已记录，仅供内部参考



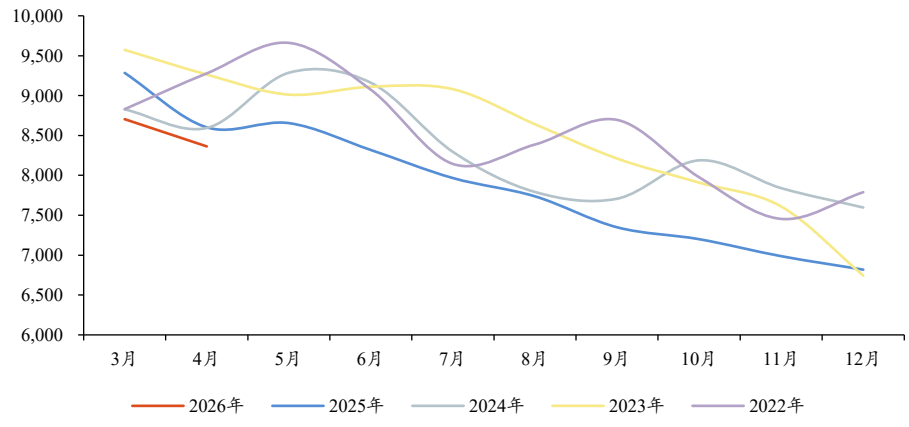
图表 65：2025 年以来，钢铁行业主要政策

| 时间 | 发布部门 | 政策文件 | 政策简要内容 |
|---|---|---|---|
| 2025 年 1 月 24 日 | 工信部 | 《钢铁行业规范条件（2025 年版）》 | 建立分级分类管理体系，实施“规范企业”“引领型规范企业”两级评价 |
| 2025 年 3 月 26 日 | 生态环境部 | 《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》 | 全国碳市场首次扩围，钢铁等三行业纳入全国碳排放权交易市场覆盖范围 |
| 2025 年 4 月 1 日 | 生态环境部、国家市场监督管理总局 | 《炼焦化学工业大气污染物排放标准》 | 国家污染物排放标准正式实施 |
| 2025 年 9 月 22 日 | 工信部等五部门 | 《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》 | 增加值年均增长 4%左右，以“稳增长、防内卷”为核心 |
| 2025 年 10 月 24 日 | 工信部 | 《钢铁行业产能置换实施办法（征求意见稿）》 | 加快推进存量产能减量提质、结构优化和转型升级，促进市场供需平衡，推动行业高质量发展 |
| 2025 年 11 月 17 日 | 生态环境部 | 《2024、2025 年度全国碳排放权交易市场钢铁、水泥、铝冶炼行业配额总量和分配方案》 | 确立钢铁行业配额分配三大原则 |
| 2026 年 5 月 18 日 | 工信部 | 《钢铁行业产能置换实施办法》 | 重点区域严禁新增及转移产能，置换比例不低于 1.5:1 |

资料来源：政府官网，中国钢铁工业协会，江苏省钢铁行业协会等，东方财富证券研究所

**钢铁行业向减量、优化方向发展，供给收缩或持续。**行业政策持续聚焦产能总量管控与结构优化，叠加“双碳”目标下能耗、碳排放刚性约束，我国钢铁行业已进入减量发展、存量优化新阶段。2026 年 1-4 月，全国粗钢产量 3.3 亿吨，同比下降 4.1%，增速延续负增长。伴随环保限产常态化、节能降碳与超低排放改造持续推进，钢厂生产弹性空间收窄，供给端约束有望常态化、精细化，粗钢产量中枢或稳步下移，供需格局持续向偏紧方向演绎。

图表 66：2026 年以来，国内粗钢月产量同比下降（单位：万吨）




资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所，1-2 月披露为累计值，故此图隐去。

## 7.2.需求：减量发展，结构变迁

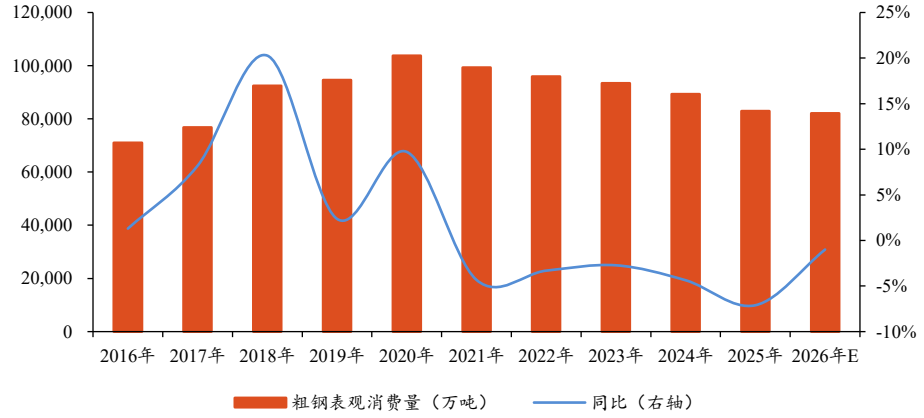
**钢铁需求达峰后，我国钢铁需求量持续收缩。**2020 年我国粗钢表观消费量达到 10.37 亿吨的峰值后便逐年下滑。“十四五”期间我国钢铁行业正式进入到

下载日志已记录，仅供内部参考



需求减量发展的新阶段，五年间粗钢表观消费量累计下降 1.63 亿吨，降幅达到 16.46%；粗钢产量也由 2021 年的 10.33 亿吨降至 2025 年的 9.61 亿吨，降幅约 7.0%。

**图表 67：2016-2026 年我国粗钢表观消费量（单位：万吨）**




资料来源：Mysteel，东方财富证券研究所

**制造业需求占比持续提升，催生新的用钢增长点。**钢材需求格局迎来深刻变迁，过往房地产与基建双轮驱动的增长逻辑逐步弱化，“十四五”期间地产用钢量大幅回落，基建稳需求效用也持续减弱。据 Mysteel，钢铁需求结构呈现建筑业用钢缩减、制造业用钢稳步抬升的态势，预计“十五五”时期该分化趋势还将延续，高端制造领域用材需求进一步扩容。依托“十五五”政策导向，行业发展聚焦质效提升，经济增长动力切换催生新的用钢增长点，绿钢发展有望提速。新基建、新能源、汽车、机械制造、造船、家电等领域有望成为需求核心方向，地下管网、轨道交通有望带来可观用钢增量，风光储能产业用材潜力突出；汽车电动化有望推动用钢品类向高强钢、优特钢、硅钢转变；家电用钢则依托内需换新与外贸市场有望实现稳步增长，各下游用材品种结构有望持续优化升级。

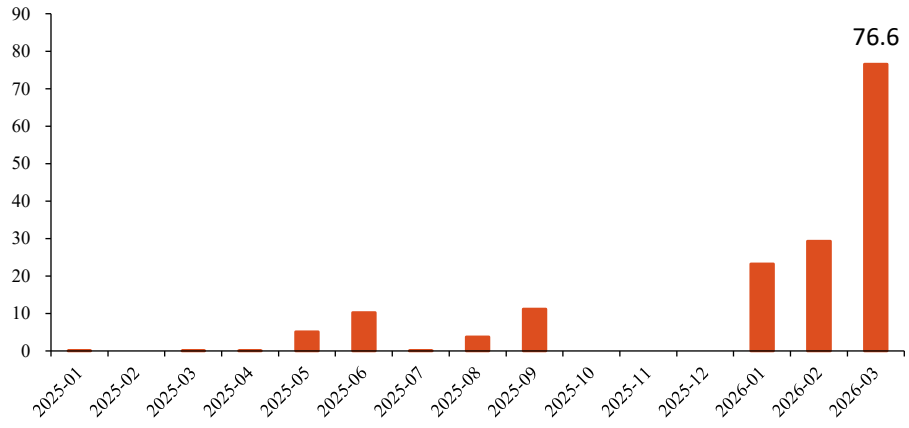
## 7.3.成本：铁矿石、焦煤偏过剩，成本下行可期

**随着西芒杜铁矿爬产，全球铁矿石格局有望重塑。**西芒杜铁矿位于几内亚东南部，是全球品质最优、规模最大的矿山项目之一，全面投产后，铁矿年出口量最高可达 1.2 亿吨。几内亚的西芒杜矿山是影响全球铁矿供需格局的关键因素。2025 年 11 月西芒杜铁矿项目正式投产，随后中国自几内亚进口的铁矿石快速增长，至 2026 年 3 月当月，中国进口自几内亚的铁矿石已达 76.6 万吨。据 Mysteel，预计西芒杜项目将在“十五五”期间逐步释放产能，有望打破澳大利亚和巴西主导的现有铁矿石供应格局。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 68：2026 年以来，中国从几内亚进口的铁矿石大幅增长（单位：万吨）




资料来源：海关统计数据平台，东方财富证券研究所

**供需差持续扩大，铁矿石或累库。**2026 年铁矿石供需矛盾进一步累积，供需差将持续扩大。据 Mysteel，展望 2026 年，预计铁矿石基本面将呈现供强需弱的特征。随着各个矿山新项目投产周期的临近，铁矿供应端将持续宽松，而需求端在粗钢平控以及出口 25 年有所透支的双重压力下，铁矿需求难以持续增长。从供给端来看，全球发货量预计 2026 年同比增 4450 万吨，发往中国量同比增 3000 万吨左右；需求端，26 年钢铁内需在国家刺激内需政策的扶持下有望与 25 年持平，但出口增速在贸易保护以及 25 年需求透支的背景下或有所回落，247 铁水产量预计 2026 年较 2025 年下降 1.09%；库存端，在供给过剩的背景下库存整体表现为累库状态；铁矿石总库存预计 2026 年同比增 5000 万吨水平。

图表 69：铁矿石供需平衡表（单位：万吨）

| 时间 | 全球发货 | 发往中国 | 247 铁水 | 47 港港存 | 总库存 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2024 年 | 157,842 | 121,793 | 84,073 | 15,604 | 29,520 |
| 2025 年 E | 161,661 | 125,597 | 86,172 | 16,181 | 31,963 |
| 同比 | 2.4% | 3.1% | 2.5% | 3.7% | 8.3% |
| 2026 年 E | 166,118 | 128,342 | 85,232 | 21,184 | 37,015 |
| 同比 | 2.8% | 2.4% | -1.1% | 31.0% | 16.0% |

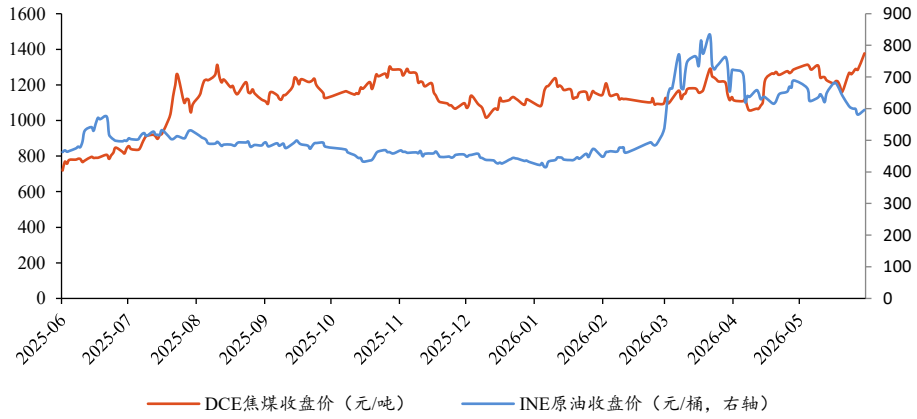
资料来源：钢联数据，东方财富证券研究所

**焦煤预计供增需降。**据 Mysteel，2026 年煤矿存在新增产能，另外是“十五五”规划开局之年，煤价偏高情况下，矿山存在生产意愿，但仍需注意“反内卷”政策对于煤矿产量的影响，预计国内矿山产量小幅增加，进口方面蒙方煤炭出口仍有增量计划，预计有所增加；整体来看，2026 年焦煤总供给量整体增加，而消费端小幅下滑。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 70：2026 年 3 月以来，焦煤价格整体偏强




资料来源：Choice 历史行情，东方财富证券研究所

图表 71：焦煤供需平衡表（单位：万吨）

| 年份 | 年产量 | 出口量 | 进口量 | 期初库存 | 期末库存 | 库存变量 | 总供给量 | 表观消费量 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2024 年 | 43,664 | 73 | 12,227 | 3,974 | 4,681 | 707 | 55,891 | 54,721 |
| 2025 年 E | 43,988 | 132 | 11,477 | 4,681 | 4,000 | -681 | 55,465 | 56,146 |
| 同比增量 | 325 | 59 | -750 | 707 | -681 | -1,388 | -425 | 1,425 |
| 同比增速 | 0.7% | 80.8% | -6.1% | 17.8% | -14.6% | -196.3% | -0.8% | 2.6% |
| 2026 年 E | 44,488 | 130 | 11,800 | 4,000 | 4,771 | 771 | 56,288 | 55,517 |
| 同比增量 | 500 | -2 | 323 | -681 | 771 | 1,452 | 823 | -629 |
| 同比增速 | 1.1% | -1.5% | 2.8% | -14.6% | 19.3% | -213.2% | 1.5% | -1.1% |

资料来源：钢联数据，东方财富证券研究所

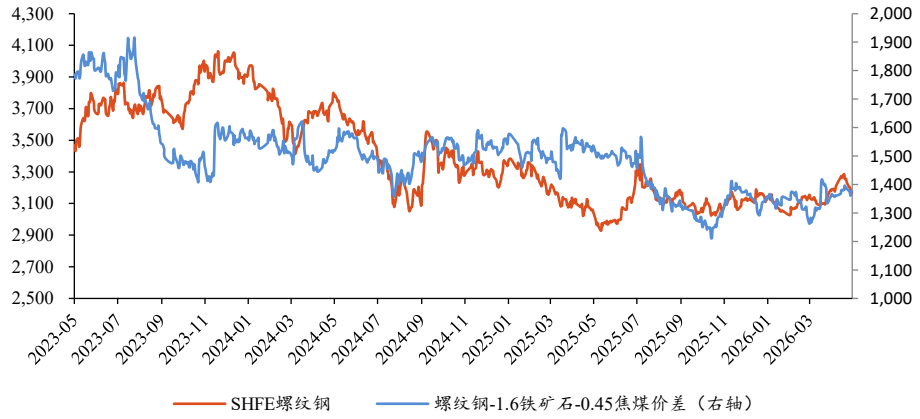
## 7.4.小结

**钢铁企业盈利水平有望提升。**供给端，政策持续聚焦产能总量管控与结构优化，钢铁行业减量发展趋势较为确定。钢铁需求结构逐渐变化，制造业用钢占比已超越建筑业，高端制造领域用钢需求进一步扩容。成本端，主要原燃料铁矿石、焦煤预期偏过剩，钢厂成本有望进一步降低。预计随着螺纹钢-铁矿石-焦煤价差走扩，钢铁企业盈利水平有望改善。建议关注盈利能力较强的钢铁企业【宝钢股份】【首钢股份】【南钢股份】【华菱钢铁】。

下载日志已记录，仅供内部参考

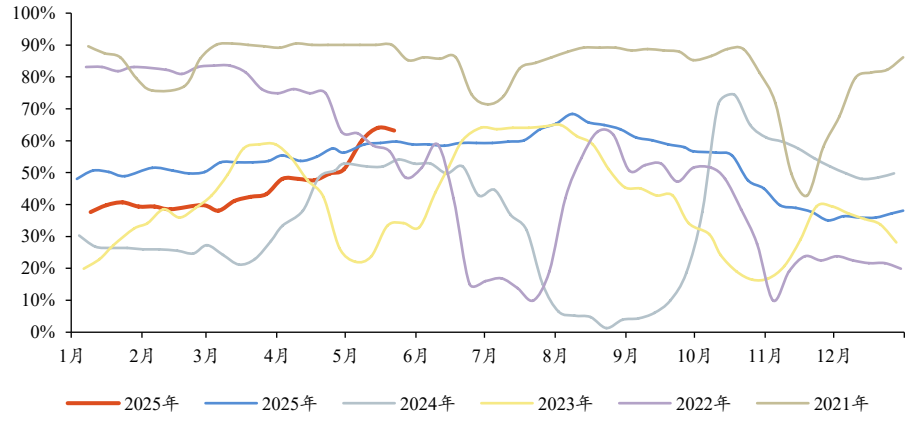


图表 72：螺纹钢-铁矿石-焦煤价差有望走扩（单位：元/吨）




资料来源：Choice EDB，东方财富证券研究所

图表 73：全国盈利钢厂比例有望提升




资料来源：Choice 经济数据，东方财富证券研究所

## 8.投资建议

当前地缘冲突与资源民族主义频发，导致传统供应链脆弱性凸显；而能源转型与 AI 基建的高景气，正深刻重塑金属需求结构。展望下半年，在资源战略属性不断强化的背景下：

**1)受霍尔木兹海峡等地缘危机催化，建议重点关注与宏观预期高度共振的【金】、【铜】、【铝】板块：**

铜：供给扰动持续，关注需求结构新范式。关注【紫金矿业】【洛阳钼业】【西部矿业】【中国黄金国际】【中国有色矿业】【江西铜业】等。

金：金价慢牛行情预计仍在。建议关注【中金黄金】【赤峰黄金】【山金国际】【紫金黄金国际】等。

铝：海外供需缺口支撑高铝价，国内库存去化后有望共振。关注分红弹性兼具的优质公司【天山铝业】【宏创控股/中国宏桥】【中孚实业】，成长性较确定的【南山铝业】【创新实业】【中国铝业】。

**2)建议关注自身供需格局优化、基本面扎实的【钨】、【锂】板块：**

钨：建议关注钨业企业【中钨高新】【厦门钨业】【章源钨业】。

下载日志已记录，仅供内部参考



锂：关注下半年投资机会。建议关注【赣锋锂业】【盛新锂能】【中矿资源】【国城矿业】【大中矿业】【天齐锂业】等。

**3)长期建议持续关注 AI 产业大发展带来的、具备需求新范式的有色金属投资机会。AI 算力基础设施加速建设，将持续拉动对高性能导电、导热材料的需求，铜箔及 CCL 上游关键材料的应用场景和价值量有望进一步提升。**

铜箔：AI 算力带动高频高速 PCB 与高端 CCL 材料升级，铜箔作为导电层价值量高、技术迭代快，关注高性能铜箔及海外产业链布局机会。关注【铜冠铜箔】【德福科技】【海亮股份】【金田股份】等。

电子树脂及 CCL：高频高速 PCB 对低介电、高耐热、低损耗材料要求提升，CCL 与高端树脂国产替代空间打开。

刀具：AI 服务器 PCB 层数、孔密度及微孔加工难度提升，高端刀具壁垒增强。关注【中钨高新】等。

**图表 74：行业重点关注公司**

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | EPS（元） | | | PE（倍） | | | 股价（元） | 评级 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2025A | 2026E | 2027E | 2025A | 2026E | 2027E | | |
| 600489.SH | 中金黄金 | 1042.66 | 1.02 | 1.94 | 2.61 | 11.79 | 11.09 | 8.24 | 21.51 | 增持 |
| 600988.SH | 赤峰黄金 | 577.2 | 1.69 | 2.75 | 3.26 | 9.24 | 11.06 | 9.30 | 30.37 | 无评级 |
| 000975.SZ | 山金国际 | 585.28 | 1.07 | 2.03 | 2.79 | 14.36 | 10.41 | 7.55 | 21.11 | 无评级 |
| 02259.HK | 紫金黄金国际 | 2826.21 | 5.76 | 8.09 | 10.15 | 31.35 | 11.37 | 9.06 | 105.60 | 无评级 |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 7735.24 | 1.95 | 3.14 | 3.72 | 7.75 | 9.28 | 7.83 | 29.09 | 无评级 |
| 603993.SH | 洛阳钼业 | 4088.45 | 0.95 | 1.11 | 1.25 | 7.00 | 17.22 | 15.29 | 19.11 | 增持 |
| 601168.SH | 西部矿业 | 731.82 | 1.53 | 2.17 | 2.48 | 10.50 | 14.18 | 12.40 | 30.71 | 无评级 |
| 02099.HK | 中国黄金国际 | 595.81 | 8.28 | 13.61 | 15.84 | 4.31 | 9.61 | 8.26 | 150.30 | 无评级 |
| 01258.HK | 中国有色矿业 | 559.16 | 0.73 | 1.01 | 1.17 | 6.26 | 12.31 | 10.64 | 14.33 | 无评级 |
| 600362.SH | 江西铜业 | 1490.71 | 2.07 | 3.65 | 3.95 | 9.97 | 11.81 | 10.89 | 43.05 | 无评级 |
| 002532.SZ | 天山铝业 | 621.64 | 1.05 | 1.92 | 2.13 | 7.50 | 6.99 | 6.31 | 13.43 | 无评级 |
| 01378.HK | 中国宏桥 | 2647.31 | 2.38 | 3.25 | 3.50 | 4.29 | 7.22 | 6.71 | 26.96 | 买入 |
| 600595.SH | 中孚实业 | 276.55 | 0.40 | 0.88 | 1.00 | 7.08 | 7.84 | 6.87 | 6.90 | 无评级 |
| 600219.SH | 南山铝业 | 543.18 | 0.41 | 0.50 | 0.60 | 9.54 | 9.51 | 7.93 | 4.73 | 无评级 |
| 02788.HK | 创新实业 | 411.68 | 1.75 | 2.08 | 2.38 | 14.22 | 8.30 | 7.26 | 19.84 | 增持 |
| 601600.SH | 中国铝业 | 1852.74 | 0.74 | 1.27 | 1.43 | 9.93 | 8.51 | 7.53 | 10.80 | 无评级 |
| 002460.SZ | 赣锋锂业 | 1492.01 | 0.80 | 3.51 | 4.23 | 43.76 | 20.28 | 16.82 | 71.16 | 无评级 |
| 002240.SZ | 盛新锂能 | 467.53 | - | 2.06 | 2.61 | - | 24.74 | 19.55 | 51.08 | 无评级 |
| 002738.SZ | 中矿资源 | 441.41 | 0.63 | 4.01 | 6.07 | 55.97 | 15.27 | 10.08 | 61.18 | 无评级 |
| 000688.SZ | 国城矿业 | 555.92 | 0.97 | 1.53 | 2.28 | 12.29 | 30.73 | 20.58 | 46.91 | 无评级 |
| 001203.SZ | 大中矿业 | 660.91 | 0.50 | 1.06 | 2.08 | 17.32 | 40.53 | 20.73 | 43.11 | 无评级 |
| 002466.SZ | 天齐锂业 | 1070.76 | 0.28 | 3.72 | 4.23 | 117.86 | 16.80 | 14.79 | 62.50 | 无评级 |
| 603799.SH | 华友钴业 | 952.54 | 3.34 | 4.70 | 5.71 | 8.76 | 10.69 | 8.80 | 50.22 | 买入 |
| 000657.SZ | 中钨高新 | 1800.10 | 0.58 | 1.78 | 2.06 | 15.88 | 44.31 | 38.34 | 79.00 | 无评级 |
| 600549.SH | 厦门钨业 | 1028.76 | 1.45 | 3.21 | 3.68 | 13.25 | 20.20 | 17.60 | 64.80 | 无评级 |
| 600019.SH | 宝钢股份 | 1311.28 | 0.48 | 0.54 | 0.61 | 14.58 | 11.16 | 9.88 | 6.02 | 无评级 |
| 000959.SZ | 首钢股份 | 253.59 | 0.13 | 0.15 | 0.21 | 23.75 | 21.39 | 15.60 | 3.27 | 无评级 |
| 600282.SH | 南钢股份 | 298.39 | 0.47 | 0.50 | 0.55 | 10.08 | 9.76 | 8.84 | 4.84 | 无评级 |
| 000932.SZ | 华菱钢铁 | 263.14 | 0.38 | 0.50 | 0.57 | 11.02 | 7.61 | 6.69 | 3.84 | 无评级 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所预测（股价及汇率截至 2026 年 06 月 12 日，其中未评级标的数据来自 choice 一致预期，货币单位为标的原始币种，港元:人民币=0.87:1）

下载日志已记录，仅供内部参考



# 9.风险提示

海外经济衰退风险：若欧美经济陷入衰退，外需走弱叠加风险偏好下降，金属需求和价格均面临下行压力。

上游供给超预期释放：若全球矿山复产加快或新项目集中落地，供给超预期释放或导致供需缺口转为宽松，拖累金属价格。

下游需求不及预期：若下游消费转弱，金属需求或相对承压，或削弱有色金属的价格弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师申明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。

## 投资评级说明

报告中所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为以报告发布日后的 3-12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。

## 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅介于 15%～5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 15%以上。

## 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上。

## 免责声明

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。
本报告由本公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告信息均来源于公开资料或本公司认为可靠的资料，但本公司对该等信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映报告出具日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。
本报告所载的盈利预测、评级、估值等观点，均基于特定的假设和前提条件，不构成所述证券买卖的出价或征价，亦不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户需充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
在法律允许的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等服务。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。