下载日志已记录，仅供内部参考

长城证券
GREAT WALL SECURITIES

证券研究报告

宏观浪起大金属，科技风动AI金属

——金属行业2026年中期策略报告

评级：强于大市

长城证券产业金融研究院
分析师：沈皓俊
执业证书编号：S1070526060002
分析师：张轩
执业证书编号：S1070526070004
分析师：何玉静
执业证书编号：S1070526070003
联系人：王鹤蓉
执业证书编号：S1070126010004

时间： 2026年 8月 31日

下载日志已记录，仅供内部参考

长城证券
GREAT WALL SECURITIES

CONTENTS
目录

01 投资策略精要

02 2026H1复盘

03 行业机会挖掘

04 关注标的

下载日志已记录，仅供内部参考

长城证券
GREAT WALL SECURITIES

01

投资策略精要

下载日志已记录，仅供内部参考

投资策略精要

- **回顾2026H1：**截止7月27日，SW 有色排名 13/31，SW 钢铁排名 22/31。1月，中东地缘避险情绪抬升+美联储降息预期持续升温，有色金属板块大涨。2月，随着鹰派主席被提名放大收紧预期导致贵金属剧烈调整，进而带动整个有色回调后缓慢修复。3月至6月底，随着地缘冲突升级，原油价格中枢抬升，加息预期升温，叠加市场风格由周期价值加速向科技成长切换，板块开启高位震荡调整。

- **展望2026H2：权益市场目前过度计价加息预期，我们依旧看好金属牛市。**二季度市场资金高度聚焦科技主线，AI相关战略金属及新材料作为算力硬件的上游资源映射，正承接科技溢出资金并进入系统性重定价，随着6月底科技板块进入调整期相关板块也步入调整。但我们不认为AI金属的行情就此结束，耐心等待买入机会。除此之外，随着霍尔木兹海峡逐步恢复正常通行，6月地缘风险溢价趋于回落，油价顶部形态已较为清晰。基于高油价线性外推持续高通胀的逻辑并不稳固。更为重要的是，美国联邦债务规模已膨胀至39万亿美元，在高利率环境下，利息支出刚性攀升，对进一步加息构成实质性约束，紧缩政策继续落地的空间已相当有限。从政策路径看，7月议息会议已释放暂停加息信号，8月Jackson Hole年会将成为验证政策立场的关键窗口；考虑到11月中期选举的政治敏感期，9月议息会议选择继续按兵不动的概率较高。总体而言，宏观逆风正逐步消退，伴随前期被过度定价的加息预期得到修正，以黄金、铜、铝为代表的大金属权重板块将迎来系统性重估，并有望引领整个有色金属板块开启新一轮上攻行情。

- **建议关注标的：**

➢ **大金属：**铜：紫金矿业、金诚信、洛阳钼业；铝：云铝股份、中国宏桥、创新实业；贵金属：赤峰黄金，山东黄金，盛达资源；锂：中矿资源、盐湖股份、藏格矿业；钴：华友钴业；镍：力勤资源；钢铁：南钢股份、久立特材、中信特钢。

➢ **AI金属：**锗：云南锗业、驰宏锌锗；铟：锡业股份、华锡有色、株冶集团、中金岭南；锡：华锡有色、锡业股份、兴业银锡；钨：江钨装备、中钨高新、厦门钨业；钽：国泰集团、稀美资源、东方钽业、有研新材；铼：赛恩斯；镓：中国铝业；钼：金钼股份、洛阳钼业；稀土：广晟有色、北方稀土、中国稀土；磁材：宁波韵升、金力永磁、正海磁材；铀：中广核矿业。

- *风险提示：金属价格大幅波动；下游需求修复不及预期；行业供给超预期；地缘政治与大宗商品波动风险；海外货币政策变动风险。*

长城证券 GREAT WALL SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

长城证券
GREAT WALL SECURITIES

02

2026H1复盘

1月 Vs 其他

下载日志已记录，仅供内部参考

2026H1复盘

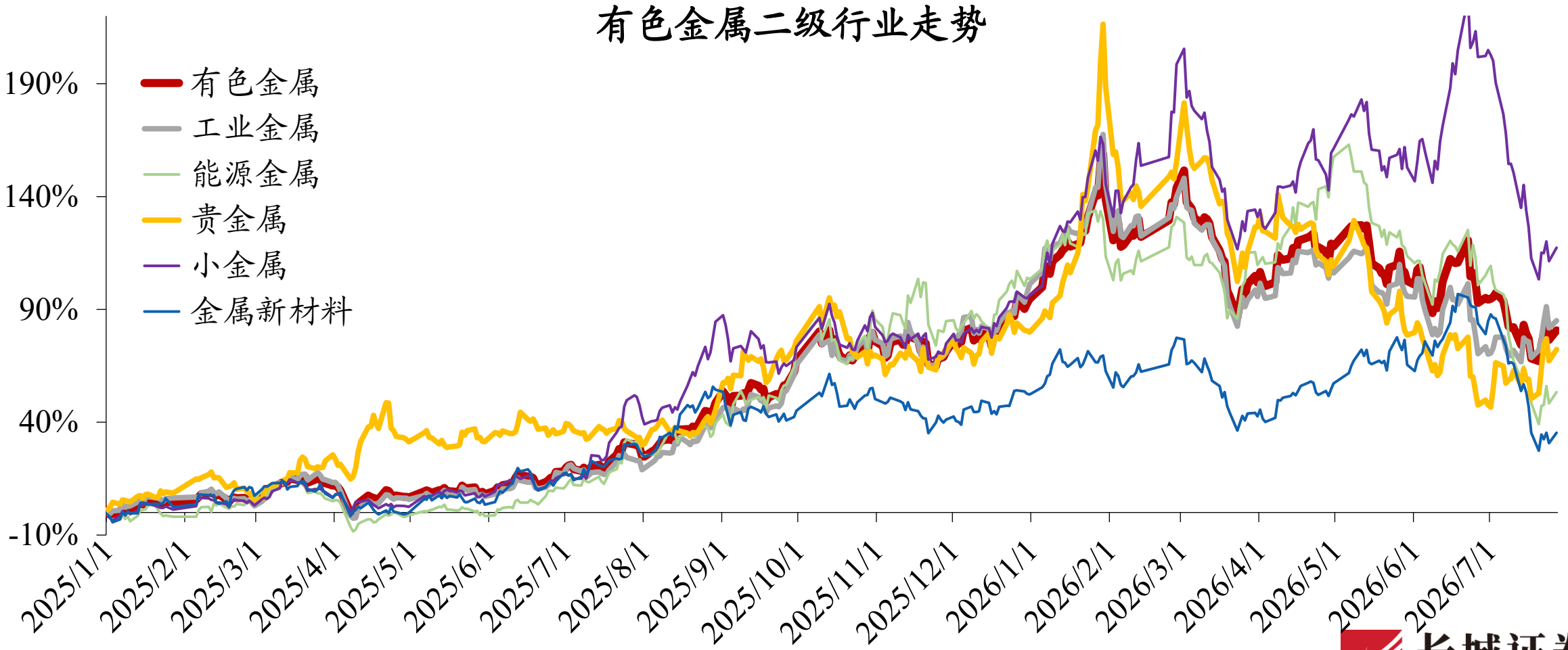
资料来源：wind，长城证券产业金融研究院

2026/7/27			板块涨跌幅						
序	代码	名称	本周	1个月	2个月	3个月	年初至	1年	3年
1	801950.SI	煤炭	-2.2%	11.3%	-1.4%	-3.8%	14.3%	15.1%	27.1%
2	801150.SI	医药生物	-1.4%	9.1%	0.3%	-6.2%	-6.3%	-11.7%	-11.4%
3	801980.SI	美容护理	1.6%	7.8%	-6.0%	-14.8%	-21.3%	-29.8%	-45.1%
4	801010.SI	农林牧渔	-1.5%	7.2%	-5.7%	-15.4%	-21.2%	-17.7%	-22.8%
5	801780.SI	银行	-0.2%	6.5%	3.0%	-1.7%	-4.7%	-9.0%	27.9%
6	801960.SI	石油石化	-0.7%	6.4%	-4.0%	-14.7%	-1.4%	9.4%	10.4%
7	801120.SI	食品饮料	-2.4%	6.3%	-5.9%	-12.9%	-15.2%	-19.3%	-38.3%
8	801790.SI	非银金融	-0.9%	3.1%	3.1%	-0.9%	-13.6%	-10.8%	12.3%
9	801170.SI	交通运输	1.3%	2.4%	-5.3%	-8.1%	-10.7%	-11.1%	-9.3%
10	801110.SI	家用电器	0.4%	1.7%	-6.0%	-5.2%	-8.4%	-1.8%	16.4%
11	801200.SI	商贸零售	0.4%	0.9%	-13.2%	-18.1%	-29.4%	-24.4%	-26.0%
12	801040.SI	钢铁	2.1%	0.6%	-9.6%	-19.8%	-18.6%	-13.5%	-7.2%
13	801160.SI	公用事业	-1.0%	0.6%	-10.4%	-6.6%	2.7%	3.6%	9.6%
14	801750.SI	计算机	1.5%	-2.7%	-12.9%	-16.7%	-17.4%	-14.3%	-6.6%
15	801880.SI	汽车	2.2%	-2.9%	-17.7%	-18.7%	-21.0%	-12.7%	9.6%
16	000300.SH	沪深300	2.3%	-3.4%	-4.2%	-1.4%	1.6%	13.9%	20.5%
17	801180.SI	房地产	0.0%	-3.5%	-12.7%	-15.0%	-19.0%	-17.8%	-36.2%
18	801760.SI	传媒	-2.8%	-4.1%	-15.4%	-21.2%	-23.3%	-15.9%	-9.7%
19	000001.SH	上证指数	1.6%	-4.2%	-5.8%	-5.4%	-2.8%	7.4%	19.9%
20	801130.SI	纺织服饰	1.3%	-4.2%	-10.5%	-15.5%	-15.2%	-11.9%	-12.0%
21	801050.SI	有色金属	8.2%	-6.3%	-12.9%	-17.0%	-7.2%	38.1%	70.2%
22	801140.SI	轻工制造	2.1%	-6.6%	-17.3%	-20.6%	-20.1%	-11.1%	-16.7%
23	801720.SI	建筑装饰	1.7%	-6.6%	-10.9%	-15.6%	-11.0%	-9.2%	-15.6%
24	801210.SI	社会服务	2.3%	-7.6%	-15.7%	-21.2%	-23.6%	-23.1%	-33.2%
25	801970.SI	环保	4.4%	-8.0%	-14.7%	-15.1%	-6.8%	-3.6%	0.1%
26	801230.SI	综合	2.5%	-9.8%	-18.6%	-14.3%	0.5%	28.0%	44.0%
27	801740.SI	国防军工	4.8%	-11.3%	-17.1%	-21.1%	-19.7%	-6.0%	5.7%
28	801730.SI	电力设备	6.9%	-11.4%	-20.4%	-19.9%	-7.8%	23.2%	8.0%
29	801030.SI	基础化工	4.3%	-13.5%	-11.4%	-16.1%	-5.4%	9.4%	8.3%
30	801890.SI	机械设备	5.4%	-17.0%	-15.6%	-7.8%	-0.8%	20.7%	39.3%
31	801770.SI	通信	2.5%	-20.2%	-10.4%	2.7%	35.7%	114.4%	193.1%
32	801080.SI	电子	7.0%	-22.2%	-8.9%	15.8%	36.7%	84.6%	136.4%
33	801710.SI	建筑材料	3.5%	-28.1%	-13.2%	-7.1%	8.1%	15.8%	2.1%

2026/7/27			板块涨跌幅						
序	代码	名称	本周	1个月	2个月	3个月	年初至	1年	3年
1	801080.SI	电子	7.0%	-22.2%	-8.9%	15.8%	36.7%	84.6%	136.4%
2	801770.SI	通信	2.5%	-20.2%	-10.4%	2.7%	35.7%	114.4%	193.1%
3	801950.SI	煤炭	-2.2%	11.3%	-1.4%	-3.8%	14.3%	15.1%	27.1%
4	801710.SI	建筑材料	3.5%	-28.1%	-13.2%	-7.1%	8.1%	15.8%	2.1%
5	801160.SI	公用事业	-1.0%	0.6%	-10.4%	-6.6%	2.7%	3.6%	9.6%
6	000300.SH	沪深300	2.3%	-3.4%	-4.2%	-1.4%	1.6%	13.9%	20.5%
7	801230.SI	综合	2.5%	-9.8%	-18.6%	-14.3%	0.5%	28.0%	44.0%
8	801890.SI	机械设备	5.4%	-17.0%	-15.6%	-7.8%	-0.8%	20.7%	39.3%
9	801960.SI	石油石化	-0.7%	6.4%	-4.0%	-14.7%	-1.4%	9.4%	10.4%
10	000001.SH	上证指数	1.6%	-4.2%	-5.8%	-5.4%	-2.8%	7.4%	19.9%
11	801780.SI	银行	-0.2%	6.5%	3.0%	-1.7%	-4.7%	-9.0%	27.9%
12	801030.SI	基础化工	4.3%	-13.5%	-11.4%	-16.1%	-5.4%	9.4%	8.3%
13	801150.SI	医药生物	-1.4%	9.1%	0.3%	-6.2%	-6.3%	-11.7%	-11.4%
14	801970.SI	环保	4.4%	-8.0%	-14.7%	-15.1%	-6.8%	-3.6%	0.1%
15	801050.SI	有色金属	8.2%	-6.3%	-12.9%	-17.0%	-7.2%	38.1%	70.2%
16	801730.SI	电力设备	6.9%	-11.4%	-20.4%	-19.9%	-7.8%	23.2%	8.0%
17	801110.SI	家用电器	0.4%	1.7%	-6.0%	-5.2%	-8.4%	-1.8%	16.4%
18	801170.SI	交通运输	1.3%	2.4%	-5.3%	-8.1%	-10.7%	-11.1%	-9.3%
19	801720.SI	建筑装饰	1.7%	-6.6%	-10.9%	-15.6%	-11.0%	-9.2%	-15.6%
20	801790.SI	非银金融	-0.9%	3.1%	3.1%	-0.9%	-13.6%	-10.8%	12.3%
21	801120.SI	食品饮料	-2.4%	6.3%	-5.9%	-12.9%	-15.2%	-19.3%	-38.3%
22	801130.SI	纺织服饰	1.3%	-4.2%	-10.5%	-15.5%	-15.2%	-11.9%	-12.0%
23	801750.SI	计算机	1.5%	-2.7%	-12.9%	-16.7%	-17.4%	-14.3%	-6.6%
24	801040.SI	钢铁	2.1%	0.6%	-9.6%	-19.8%	-18.6%	-13.5%	-7.2%
25	801180.SI	房地产	0.0%	-3.5%	-12.7%	-15.0%	-19.0%	-17.8%	-36.2%
26	801740.SI	国防军工	4.8%	-11.3%	-17.1%	-21.1%	-19.7%	-6.0%	5.7%
27	801140.SI	轻工制造	2.1%	-6.6%	-17.3%	-20.6%	-20.1%	-11.1%	-16.7%
28	801880.SI	汽车	2.2%	-2.9%	-17.7%	-18.7%	-21.0%	-12.7%	9.6%
29	801010.SI	农林牧渔	-1.5%	7.2%	-5.7%	-15.4%	-21.2%	-17.7%	-22.8%
30	801980.SI	美容护理	1.6%	7.8%	-6.0%	-14.8%	-21.3%	-29.8%	-45.1%
31	801760.SI	传媒	-2.8%	-4.1%	-15.4%	-21.2%	-23.3%	-15.9%	-9.7%
32	801210.SI	社会服务	2.3%	-7.6%	-15.7%	-21.2%	-23.6%	-23.1%	-33.2%
33	801200.SI	商贸零售	0.4%	0.9%	-13.2%	-18.1%	-29.4%	-24.4%	-26.0%

下载日志已记录，仅供内部参考

2026H1复盘



资料来源：*wind*，长城证券产业金融研究院 注：数据截止2026年7月27日

下载日志已记录，仅供内部参考

2026H1复盘

有色金属行业子板块轮动

2026/7/27	权益涨跌幅						
名称	本周	1个月	2个月	3个月	年初至今	1年	3年
上证指数	2%	-4%	-6%	-5%	-3%	7%	20%
沪深300	2%	-3%	-4%	-1%	2%	14%	21%
SW有色	8%	-6%	-13%	-17%	-7%	38%	70%
SW工业金属	8%	9%	-8%	-12%	-8%	49%	98%
铜	9%	16%	-1%	-5%	-6%	64%	134%
铝	2%	4%	-18%	-22%	-15%	24%	53%
铅锌	13%	-15%	-19%	-23%	-2%	38%	69%
SW能源金属	10%	-24%	-30%	-37%	-25%	16%	1%
锂	10%	-20%	-30%	-40%	-21%	26%	-8%
钴镍	12%	-21%	-21%	-25%	-19%	24%	39%
SW贵金属	13%	17%	-8%	-20%	-4%	27%	78%
黄金	13%	18%	-7%	-19%	-5%	25%	74%
SW小金属	7%	-28%	-14%	-15%	11%	45%	104%
稀土	6%	-23%	-17%	-12%	-4%	6%	61%
钨	6%	-40%	-7%	-9%	61%	151%	292%
其他小金属	10%	-26%	-18%	-20%	2%	53%	63%
SW金属新材料	6%	-26%	-21%	-11%	-11%	4%	40%
磁性材料	7%	-23%	-17%	-6%	-7%	-5%	39%
其他金属新材料	6%	-29%	-26%	-16%	-15%	17%	41%

资料来源：wind，长城证券产业金融研究院　注：本周范围指2026年7月21-2026年7月27日

下载日志已记录，仅供内部参考

长城证券
GREAT WALL SECURITIES

03

行业机会挖掘

回归本源

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 铜——价格复盘：2026H1宏观压制，基本面支撑坚实

- **26Q2铜价复盘：**宏观极致压制，基本面支撑坚实。2026Q2沪铜均价约为 **10.3万元/吨**，环比约增 **2%**，同比约增 **32%**。26Q2铜价整体呈现高位震荡格局，价格上方主要受到宏观预期压制：海外利率路径反复、美元阶段性走强、美国关税及贸易政策扰动持续，市场对全球制造业需求和风险资产定价偏谨慎，铜价多次在高位面临回调压力。但从基本面看，铜价下方支撑依然坚实：矿端供应扰动频发，铜精矿加工费维持低位，冶炼端利润承压。我们认为**整体来看，26Q2铜价并非由单一需求强势推动，而是在“宏观压制估值、基本面托底价格”的双重作用下维持强势震荡，短期上行弹性取决于宏观风险缓和与美元回落，中长期铜价中枢仍受资源约束和结构性需求支撑。**

图1：2026H1铜价以及铜矿表现

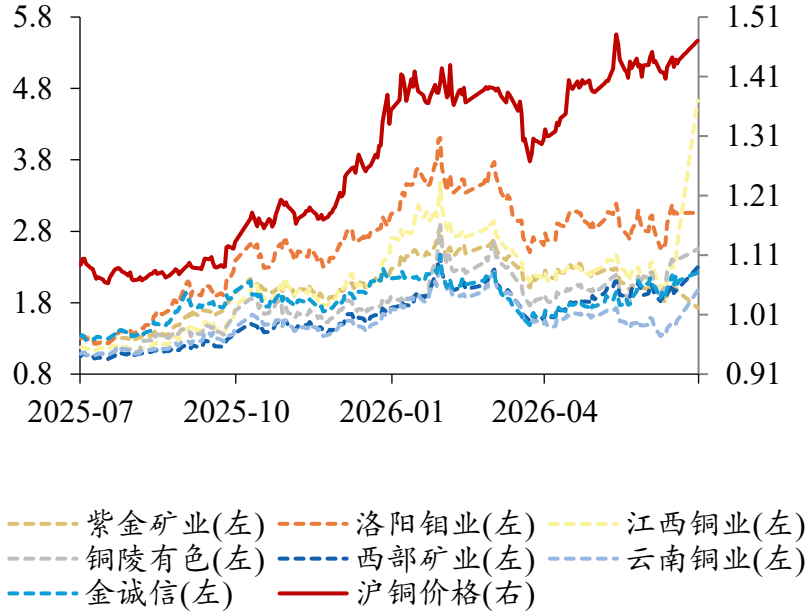


图2：美元指数反复宏观压制铜价

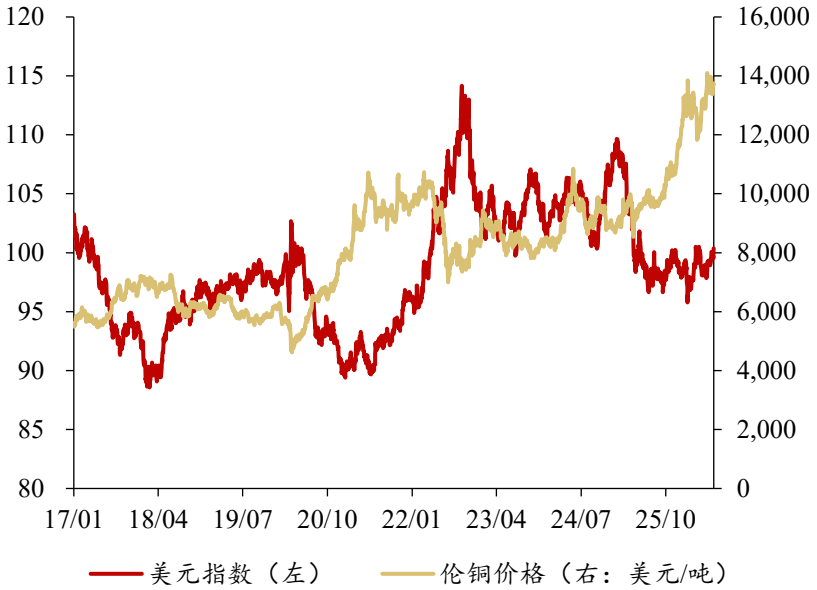
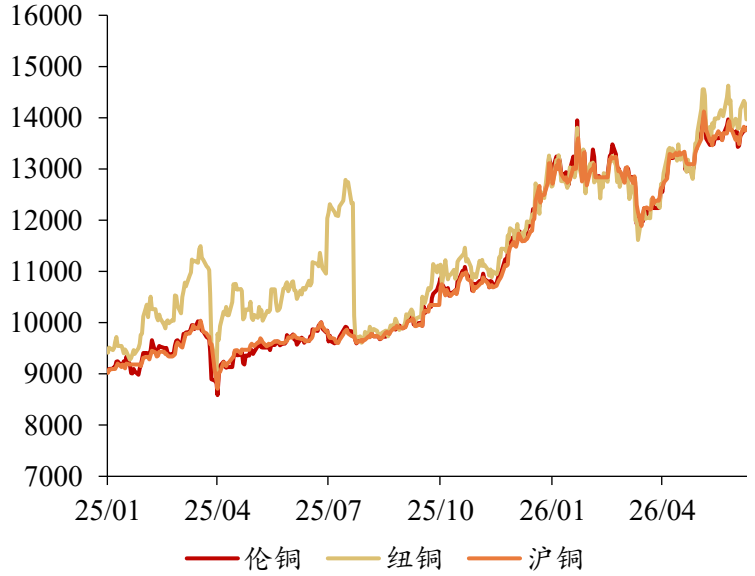


图3：2026年纽铜与伦铜、沪铜价差持稳（美元/吨）



资料来源：*SMM*，*wind*，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 铜——库存：非传统反向相关关系，战略金属地位上升至国家安全

美国铜进口关税预期仍对铜价形成较强支撑，26Q2纽铜与伦铜价差虽较2025年高位有所收敛，但仍维持正溢价。6月1日至4日COMEX铜较LME铜溢价约400美元/吨，阶段性最高触及600美元/吨；截至6月17日，COMEX美铜约6.3355美元/磅、LME伦铜约13805美元/吨，折算后纽铜较伦铜溢价约162美元左右。 价差驱动下，贸易商持续将LME仓单注销并转运美国，COMEX库存维持高位、非美地区可流通库存偏紧，对铜价形成阶段性支撑。

- 方向不一致：LME和国内社会库存的微弱负相关符合“库存上升则价格承压”的经典理论，然而COMEX和SHFE库存出现微弱正相关，这可能反映了价格驱动库存的现象，即当价格因强烈的看涨预期和金融推动而上行时，会刺激显性库存的同步积累，从而扭曲了传统的反向关系。

图1：LME铜与LME库存

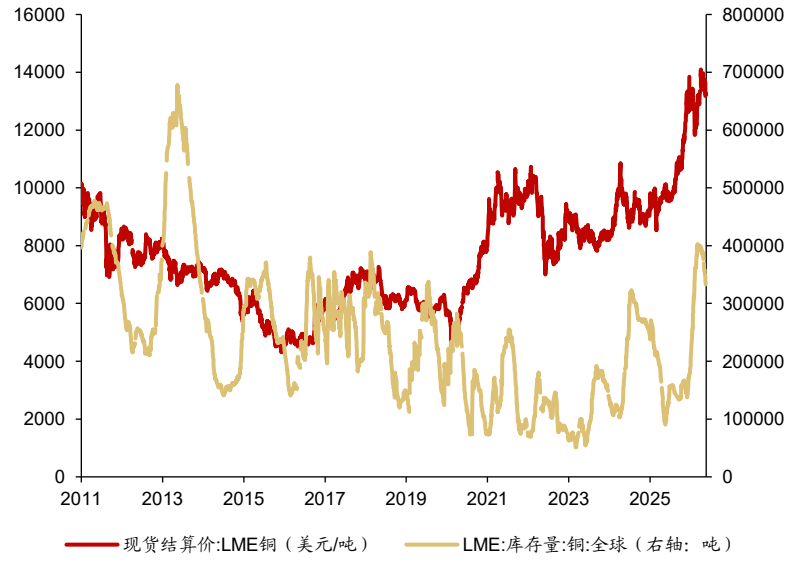


图2：COMEX铜与库存

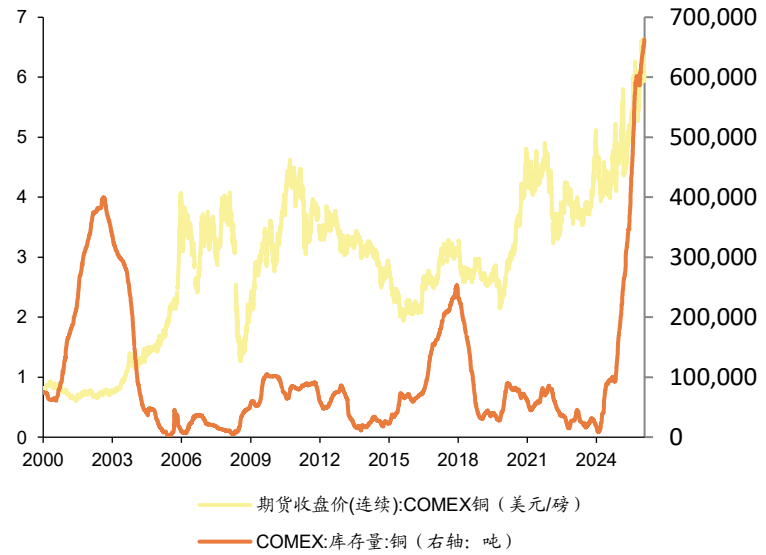
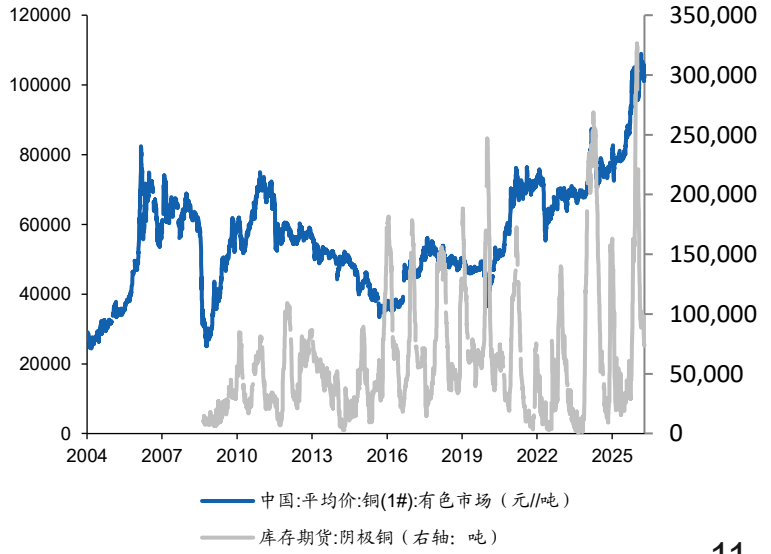


图3：SHFE铜与LME库存



资料来源：*wind*，长城证券产业金融研究院 注：数据截止2026年6月30日

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 铜——全球铜矿梳理：2026Q1产量同比下滑3%

- **我们梳理了全球约17家矿企规划(占全球铜矿产量约60%)，2026年净增量合计仅14万吨，相较2025年全球铜矿总产量增速仅1.04%。智利Escondida品位计划性下降（同比下滑13%），自由港印尼Grasberg停矿，同时卡莫阿发布2026年矿产铜指引从38-42万吨下调到29-33万吨，嘉能可下调2026年产量指引到84万吨（此前为93万吨）。国际铜研究组织（ICSG）已将2026年全球铜矿产量增速预期从2.3%下调至1.6%。2026年年内存在大量的供给扰动：2026Q1前17大矿企实现铜矿产量约328万吨，同比下滑3%，Q1全年目标完成率仅为23%。**

图：2026年前17大矿企供给统计

单位：万吨	企业	2023	2024	24增量	2025A	25增量	2026E	26增量	2026Q1	Q1同比	Q1完成率
Rio Tinto Corp	力拓	62	70	8	88	19	84	-5	23	9%	27%
MMG	五矿资源	35	40	5	51	11	53	2	13	9%	24%
Teck	泰克	30	45	15	45	1	49	4	14	32%	28%
BHP Group	必和必拓	172	187	15	202	16	195	-7	48	-7%	24%
CODELCO	智利国家铜业	133	133	0	133	1	134	1	30	-7%	22%
Antofagasta	安托法加斯塔	66	66	0	66	0	68	2	14	-8%	21%
Vale	淡水河谷	33	35	2	38	4	37	-2	10	13%	28%
Zijin	紫金矿业	102	107	5	109	2	120	11	26	-10%	22%
KGHM Polska Miedz	波兰铜业	51	54	3	54	0	54	0	13	-1%	25%
Southern Copper	南方铜业	91	98	7	95	-2	95	0	23	-4%	24%
Nornickel	诺利斯克镍业	43	43	1	43	-1	42	-1	10	-10%	24%
CMOC	洛阳钼业	42	65	23	74	9	79	5	19	10%	24%
First Quantum Minerals	第一量子	71	43	-28	40	-4	44	4	10	-3%	22%
Lundin Mining	伦丁矿业	32	37	5	33	-4	35	2	8	-5%	23%
Anglo American	英美资源	83	77	-5	70	-8	73	4	17	1%	23%
Glencore	嘉能可	101	95	-6	85	-10	84	-1	20	19%	24%
Freeport-MCMoRan	自由港	191	191	0	153	-38	140	-13	30	-24%	21%
合计		1335	1386	52	1384	-3	1398	14	328	-3%	23%

资料来源：各公司公告，长城证券产业金融研究院 注：数据截止2026年6月30日

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 铜—— 2026年铜需求：全球电力需求激增，重回4%增速

- **全球电力需求重回高速增长区间，国际能源署（IEA）预计，2025–2027 年全球电力需求将以年均 4% 的速度增长——这是多年停滞后的再加速，而主要动力正来自全球数据中心和 AI 训练集群的爆发性扩张。**

➢ 数据中心在全球能源系统中是相对较新的参与者。目前，数据中心的用电量估计约为415太瓦时（TWh），约占2024年全球用电量的1.5%。过去五年中，它每年增长12%。全球数据中心的用电量预计将翻倍，到2030年达到约945太瓦时，约占2030年全球总用电量的3%。

➢ 工业用电量持续攀升，工业产出值增长持续超预期。电气化、电动汽车的普及以及机械、电子等持续发挥“压舱石”作用，工业机器人、服务机器人、动车组、高技术制造业、装备制造业等新质生产力需求为经济发展持续注入新的活力。

图1：全球电力需求增量：Twh（2024-2030）

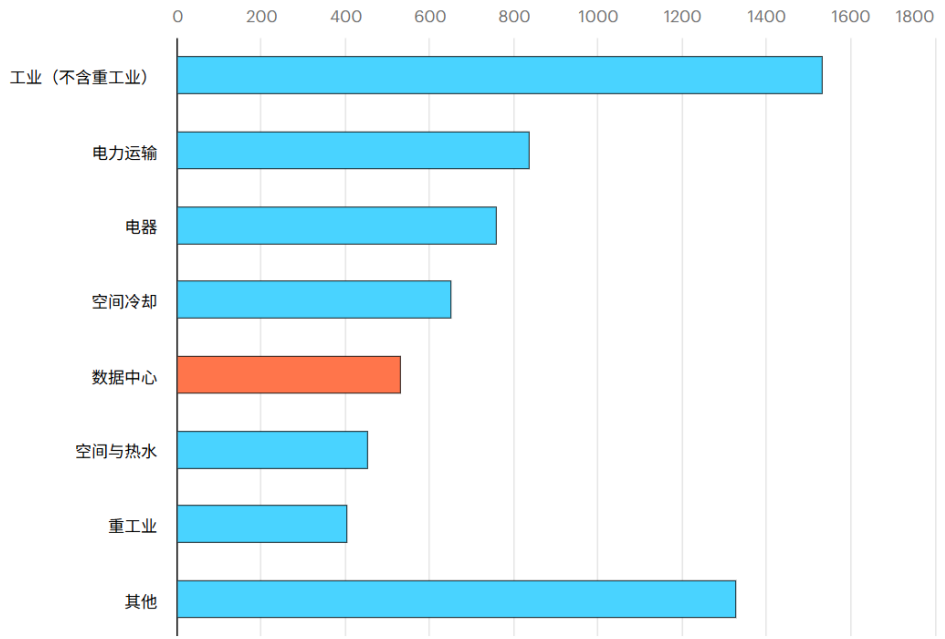
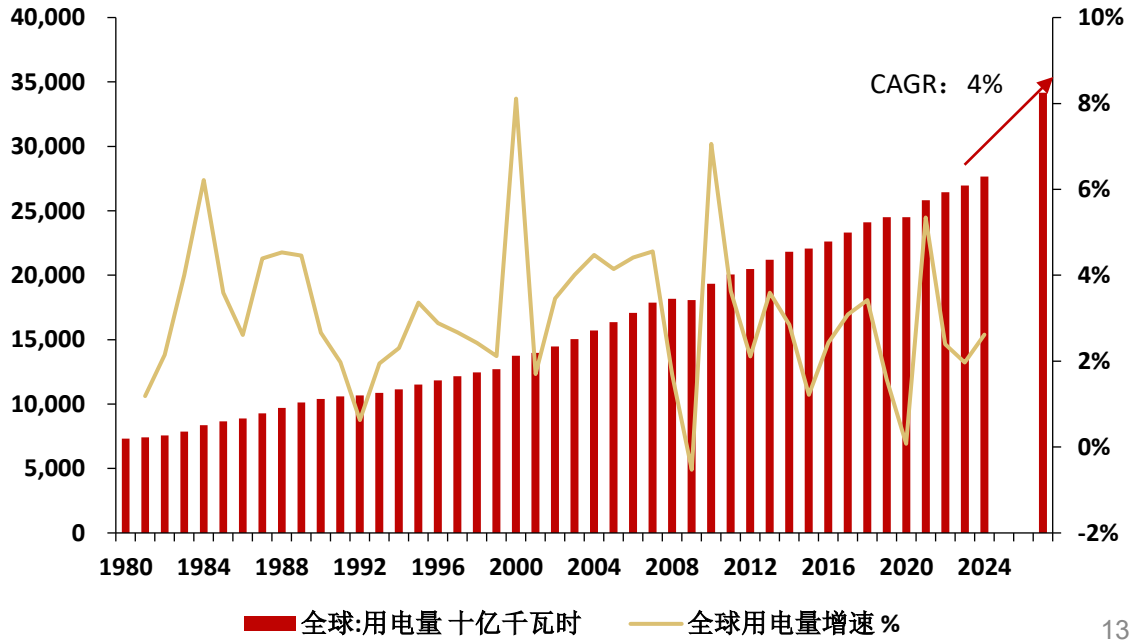


图2：全球电力需求增长重回高速增长区间，预计2024-2030年年均增速为4%



资料来源：*IEA*，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 铜——
供给收紧催化供需矛盾，电力基建持续贡献需求增速

表：供需平衡表（单位：万吨）

		2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
供给端	全球精炼铜产量（万吨）	2490	2528	2651	2740	2767	2764	2833
	增速		1.5%	4.9%	3.4%	1.0%	-0.1%	2.3%
	全球铜矿产量（万吨）	2120	2190	2260	2300	2316	2300	2356
	增速		3.3%	3.2%	1.8%	0.7%	-0.7%	2.%
	全球再生铜产量（万吨）	410	412	452	464	476	489	502
	增速		0.7%	9.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
	精炼系数	1.02	1.03	1.02	1.01	1.01	1.01	1.01
需求端	全球铜需求：万吨	2974	3000	3033	3140	3225	3262	3360
	全球铜需求增速：%		0.9%	1.1%	3.5%	2.7%	1.2%	3.0%
需求拆分	电力电子（含风光储）	827	857	873	923	960	964	1020
	同比增速：%		4%	2%	6%	4%	0%	6%
	房屋建筑	822	791	786	776	767	758	749
	同比增速：%		-4%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
	交通领域(含新能源)	371	388	406	458	483	502	522
	同比增速：%		5%	5%	13%	5%	4%	4%
	消费（家电/3C）	665	678	690	697	733	756	786
	同比增速：%		2%	2%	1%	5%	3%	4%
	其它	288	286	279	284	283	282	283
	同比增速：%		-1%	-2%	2%	0%	0%	0%
增量需求	新能源汽车	50	82	109	141	175	204	233
	新能源汽车用铜量同比增速（%）		65%	33%	30%	24%	17%	14%
	光伏	103	139	246	324	373	357	402
	光伏用铜量同比增速		31%	66%	28%	4%	-12%	6%
	风电	91	77	114	115	132	156	168
	储能				19	29	51	75
	机器人				52	77	81	85
	数据中心（跟电力需求重叠-与表内数据无勾稽关系）				35	37	52	76
供需缺口：万吨		-46	-29	7	30	-28	-68	-97

资料来源：*wind，ICSG，IEA，Navigant Research，GWEC，SMM*，国际太阳能光伏网，北极星太阳能光伏网，各矿业公司官网，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 铜——刺激铜矿新开发的铜价测算：铜价中枢上移

- **IRR决策模型：行业主流矿商在铜矿开发决策（FID）阶段通常要求**
  - BHP Escondida新选矿厂：IRR 13-16%（2026年2月披露）
  - 中型矿商/新兴市场项目：15-20%（更高风险溢价）

参数	单位	情景A：优质棕地扩建		情景B：标准绿地新矿（基准）		情景C：偏远/高难度绿地	
		IRR=13%	IRR=16%	IRR=13%	IRR=16%	IRR=15%	IRR=20%
年产铜量	万吨/年	15	15	15	15	15	15
资本开支强度	美元/吨铜产能	15,000	15,000	22,000	22,000	30,000	30,000
初始总资本开支	亿美元	22.50	22.50	33.00	33.00	45.00	45.00
AISC（全维持成本）	美元/磅	2.00	2.00	2.50	2.50	3.00	3.00
AISC（折算）	美元/吨	4,409	4,409	5,512	5,512	6,614	6,614
所得税率	%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
建设期	年	5	5	5	5	5	5
生产期	年	20	20	20	20	20	20
产能爬坡：第1年	%满产	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
产能爬坡：第2年	%满产	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
产能爬坡：第3年起	%满产	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
目标IRR（名义）	%	13.0%	16.0%	13.0%	16.0%	15.0%	20.0%
年金系数（[1-(1+r)^-20]/r）	-	7.0248	5.5755	6.4624	5.5755	5.8474	4.6755
★ 激励铜价（美元/吨）	$/t	**9,121**	**10,613**	**12,422**	**14,610**	**17,967**	**23,871**
★ 激励铜价（美元/磅）	$/lb	**4.14**	**4.81**	**5.63**	**6.63**	**8.15**	**10.83**

资料来源：BHP等公司公告，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

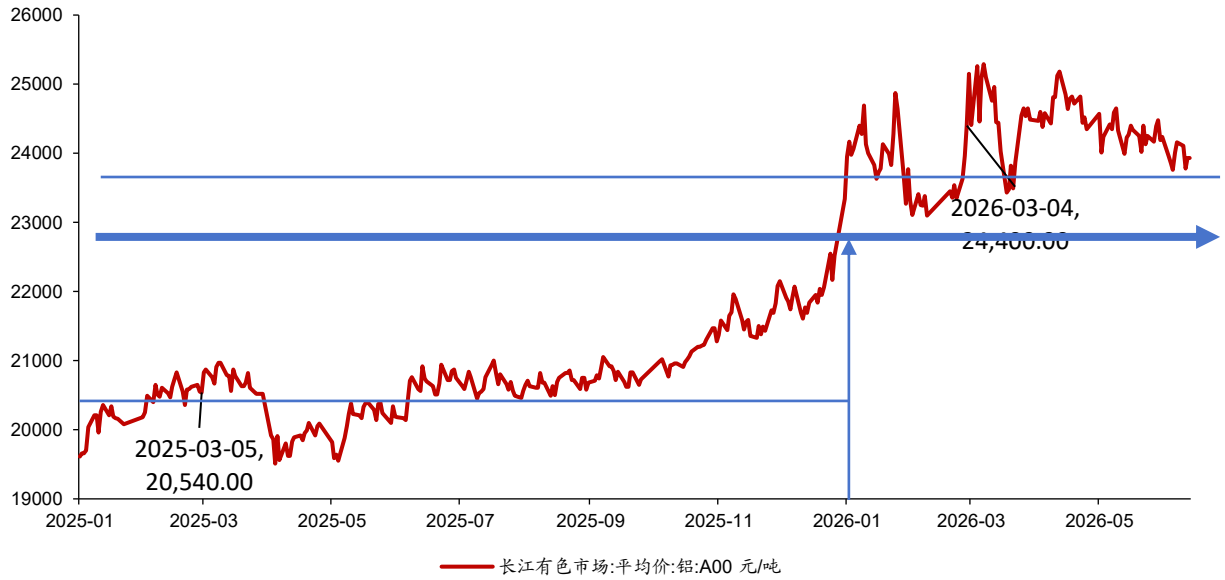
3.2 铝——价格复盘：宏观存在压制，伦沪逻辑分化

- **伦铝：**2026年3月以来在中东电解铝停产催化之下，伦铝价格率先突破，呈现出明显的单边上涨趋势，自2986美元上涨至3855美元（涨幅29%），后随着美伊预期缓和，伦铝价格回落至3359美元，与美伊冲突阶段性呈现出强相关性；
- **沪铝：**沪铝价格对海外短缺表现相对较为平淡，依赖国内基本面定价为主，自2025下半年进入价格主升， 2026上半年处于23000-25000区间内震荡，与供需结构以及下游景气度呈现较强的相关性。

图1：伦铝价格&美伊冲突



图2：长江有色市场:平均价:铝:A00 元/吨



资料来源：*ifind*，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 铝——库存：海外库存危机，国内库存逐步去库

- **海外库存处于历史新低，LME可交割库存低：**截止到2026年6月30日，LME铝库存约为30万吨，从LME仓库6月底数据来看，俄铝库存约为23万吨，剩余可交割库仅约为7万吨。
- **国内库存去库延后，当前已开启流畅去库：**铝棒社会库存于2026年3月已开启去库，去库流畅，截止到2026年6月30日，中国铝棒社会库存降至13万吨，相较于2026年3月高点去库27万吨；铝锭社会库存出现去库延后，2026年5月中开始去库，截止到2026年6月30日，相较于2026年4月高点去库27万吨。**从同比数据来看，截止到2026年6月30日，铝棒库存同比基本持平，铝锭库存增加36万吨，主要源于国内外供需结构分化，上半年国内出现明显的指标投产带来的增产上量。**

图2：铝期货库存：海内外分化显著

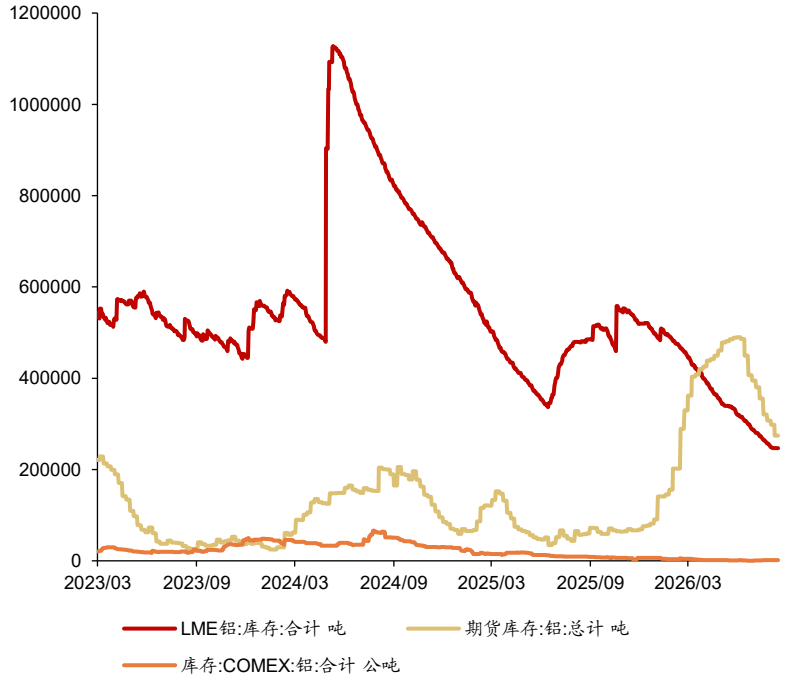


图2：国内铝锭社会库存去库延后

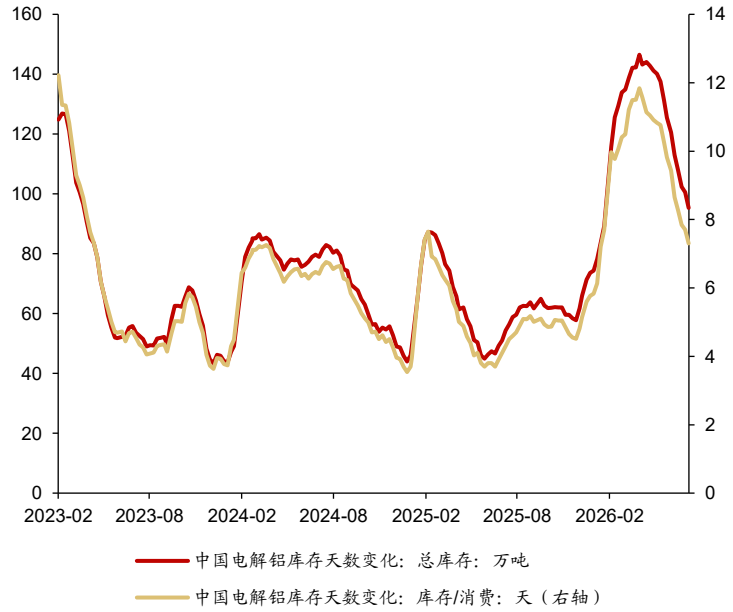
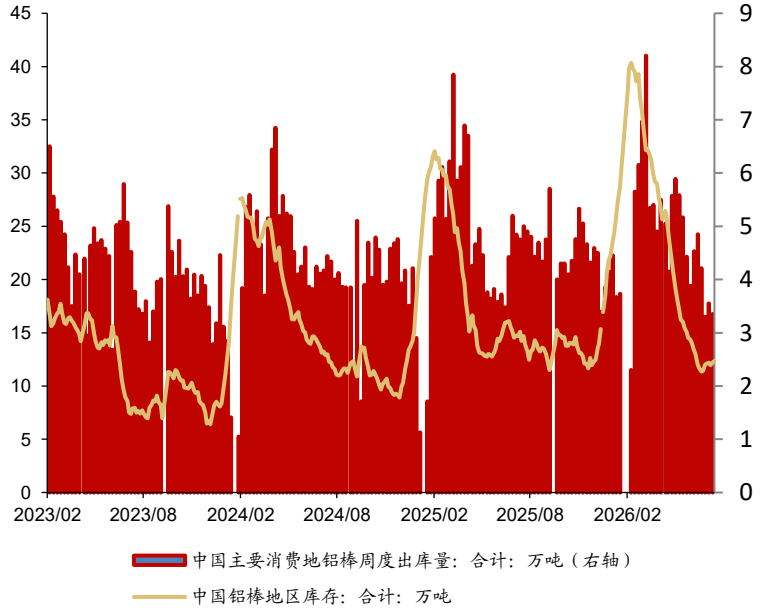


图3：铝棒社会库存去库流畅



资料来源：*ifind*，*SMM*，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 铝——国内供给：指标争议再现，市场低估节能降耗决心

- **从短期节奏上来看，2026年上半年是国内电解铝指标集中投产的最后窗口期：**截止到2026年6月，国内电解铝运行总产能达到4543万吨，**产能利用率达到100%，国内投产压力基本完全释放。**从各省份的产能增长来看，内蒙古/辽宁/新疆产能增长较为显著，分别涉及霍煤鸿骏扎铝的35万吨，天山铝业的24万吨，辽宁忠旺的30万吨指标，闲置指标基本完全告罄，广西/四川/贵州等地存在不同程度的小幅复产。2026年5月13日，工信部正式印发年度工业节能监察通知，将电解铝列为14个高耗能重点行业之首，明确要求**2026—2027年实现全国电解铝行业节能监察全覆盖**，彻底杜绝监管盲区。5月起，生态环境部联合多部门开展全国环保专项督查，阿拉丁（ALD）调研，从样本电解铝企业产能变化来看，除北方电解铝项目投复产之外，**5月份以来，广西某电解铝企业实际运行产能有所下降，环比减产10万吨**，6月开始从区域供应上有所体现。

- **电解铝行业的盈利主要来源于政策红利：供给侧改革政策&低碳政策。**2026年6月15日，国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、国务院国资委、国家能源局5月18日印发通知，决定组织开展钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、炼油、乙烯、合成氨、甲醇、煤电等重点**行业节能降碳改造攻坚三年行动**，政策持续性强。

图1：电解铝运行产能及产能利用率

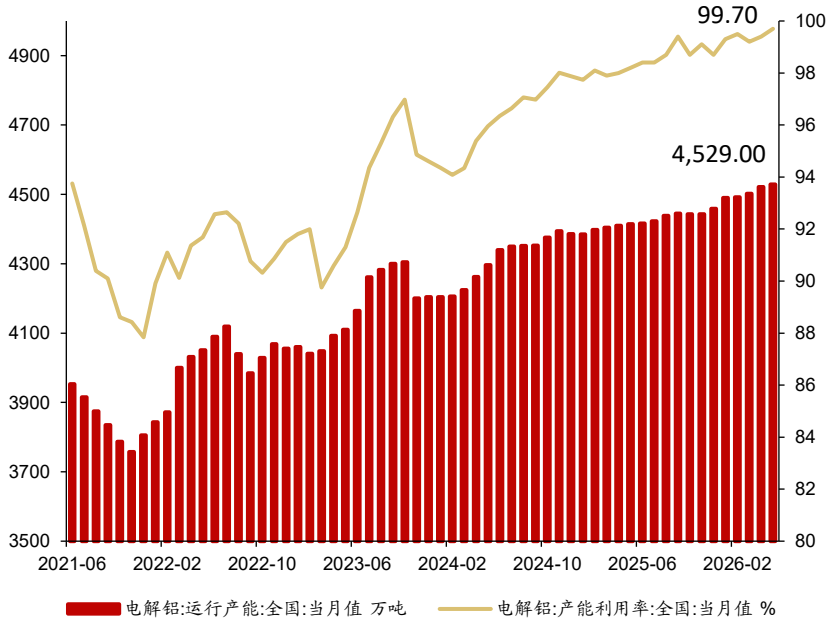


图2：分省份电解铝产能变化：万吨

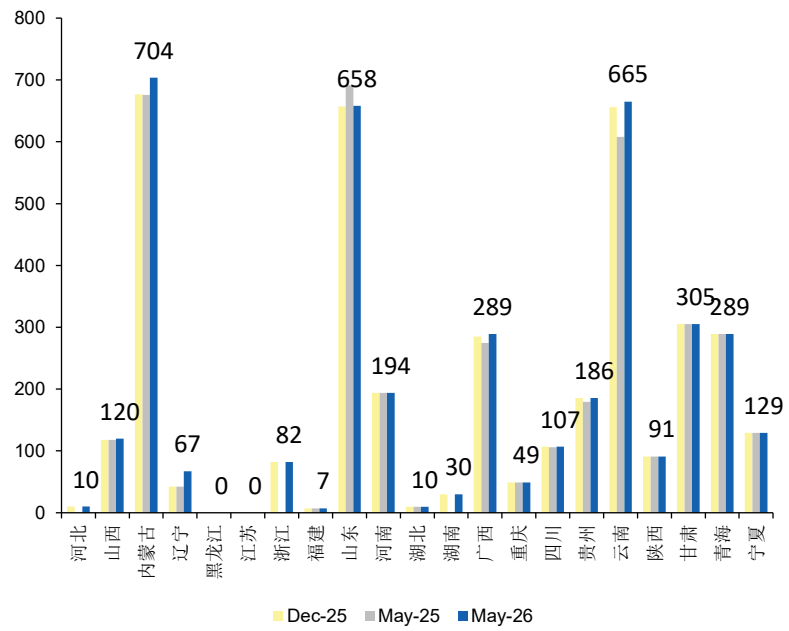


图3：节能降碳改造监察（2026）



资料来源：*ifind*，工信部，中国政府网，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 铝——全球供给：中东减产加大供给风险，区域性供需失衡

全球电解铝供给情况：截止到2026年6月，全球电解铝单月产量598万吨，同比下降9万吨，环比下降18万吨，全球电解铝累计产量3631万吨，同比下降18万吨，主因在于国内电解铝产量大幅增产累计增加38万吨；**2026H1中东电解铝停产目前累计影响62万吨（减产效应预计将于2026下半年集中体现），中东减产效已于2026年4月开始逐步体现，但由于国内电解铝增产，全球产量并未于2026上半年出现显著变化。**

中东电解铝变化情况：美伊冲突期间，据不完全统计，中东供关停产能约212万吨。其中卡塔尔因天然气短缺有序停产，截止到2026年6月14日，卡塔尔宣布终止跟挪威海德鲁的独家营销代理关系，再次宣布不可抗力，全面重启需 6～12个月；巴林因铝厂设施被打击，减产19%；阿联酋环球铝业的AlTaweelah冶炼厂因电力中断进入非受控停运状态，修复期或长达12个月。产能修复影响或将于2027年下半年方能初见端倪。

图1：全球电解铝供给情况：万吨

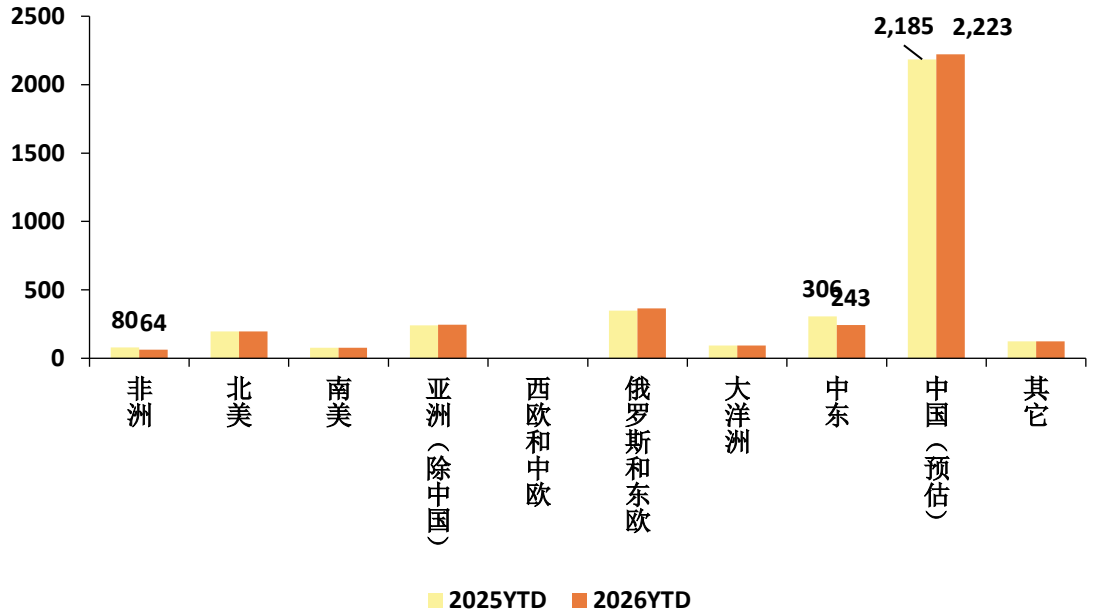


图2：中东电解铝变化情况

国家	氧化铝建成产能：万吨	氧化铝产量：万吨	电解铝建成产能：万吨	电解铝产量：万吨	电解铝停产产能：万吨
伊朗	25	23.4	80.4	63.6	
沙特阿拉伯	185	181.5	90	90.8	
阿联酋	245	244.3	269	269.5	155.0
巴林			160	162.7	30.9
卡塔尔			66.2	66.2	26.5
阿曼			39.5	39.9	
总计	455	449.2	705.1	692.7	212.4

资料来源：*IEA*，*SMM*， CFC金属网，铝途，长城证券产业金融研究院。备注：数据截止到2026年6月30日。

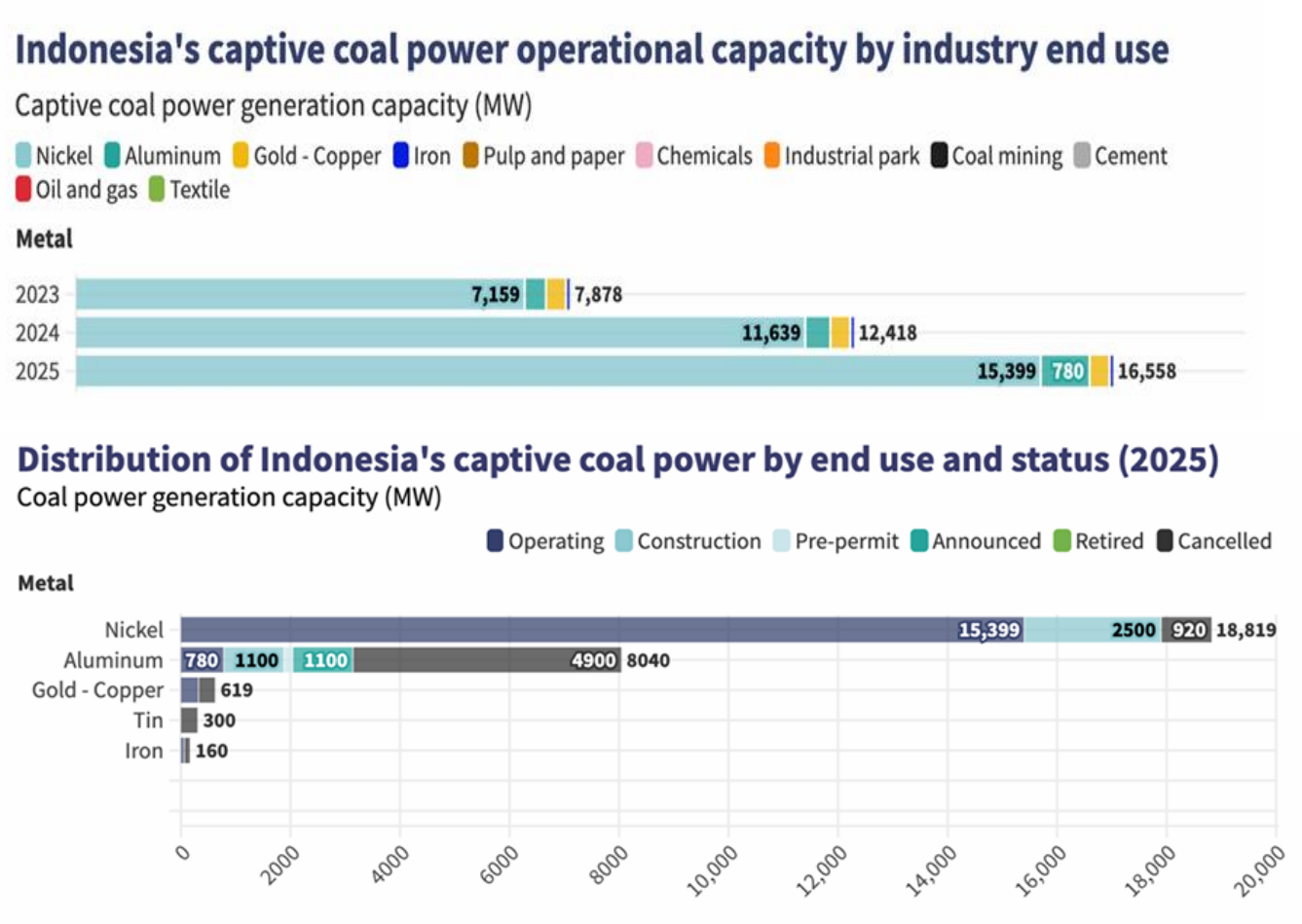
下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 铝——海外供给：电力资源仍为长期难题，低估全球电力建设现状

全球电力紧缺：目前，数据中心的用电量估计约为415太瓦时（TWh），**约占2024年全球用电量的1.5%。**过去五年中，它每年增长12%。全球数据中心的用电量预计将翻倍，到2030年达到约945太瓦时，**约占2030年全球总用电量的3%。**根据IEA测算，**全球电力供给增速约为3.3%**，形成显著的供需缺口。

印尼投产方面：印尼规划产能庞大，实际的电力进展却很难快速投产，我们对印尼现有电力情况进行梳理，据CREA/GEM 统计显示，截止到2025年底镍产业主导的地区的总装机容量，仍是主要的自备煤电用户，运行中容量为15.4吉瓦，建设中容量为2.5吉瓦；**铝产业运行中容量0.78吉瓦，建设中容量1.1吉瓦，已宣布1.1吉瓦。**

图：印尼电力情况



资料来源：*IEA*，*CREA*，长城证券产业金融研究院。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 铝——需求端：开工率水平稳步提升，板带箔表现亮眼

图1：原生铝合金开工率

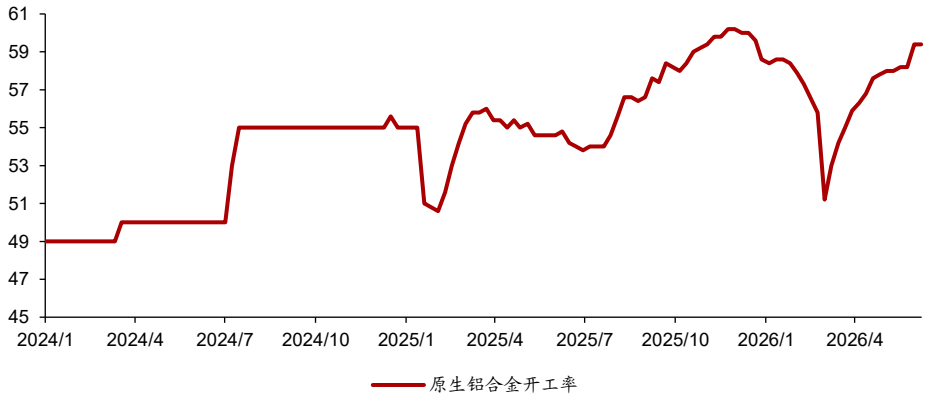


图2：铝板带开工率：%

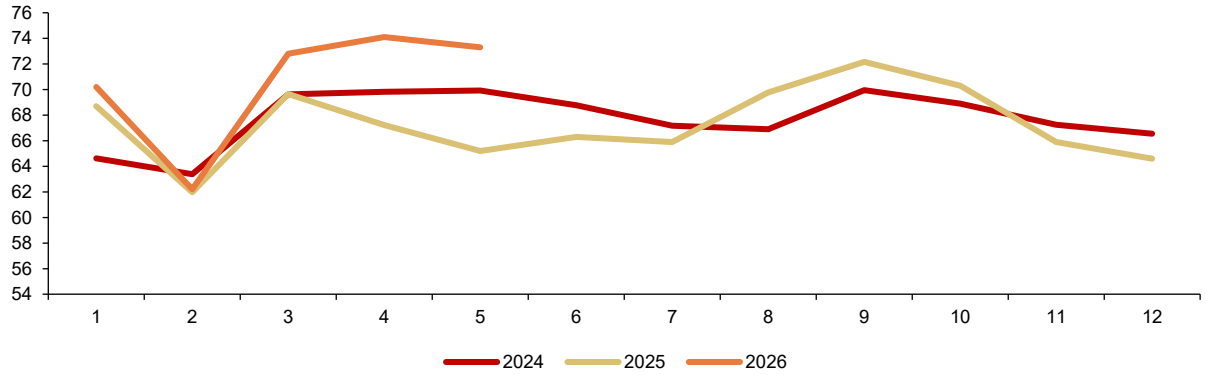
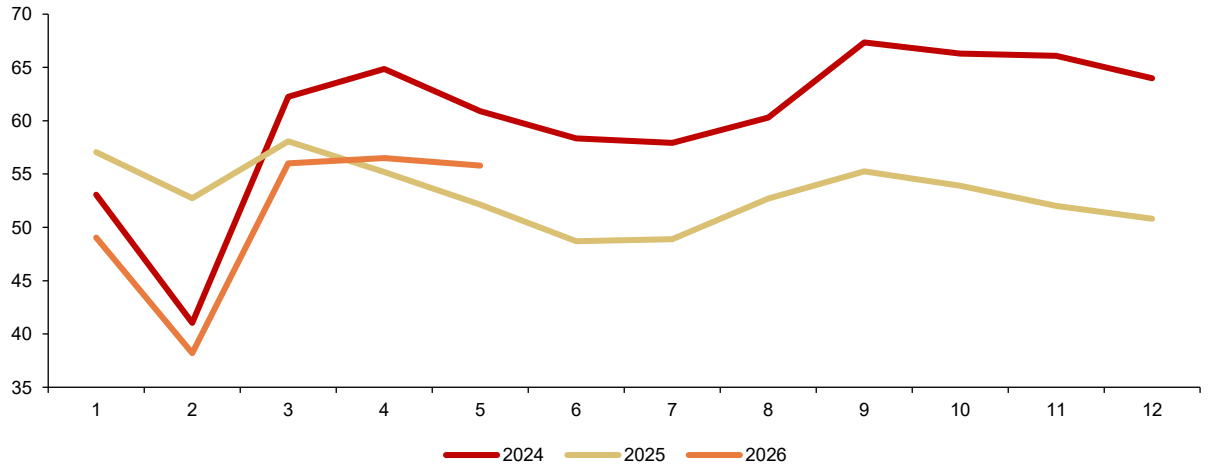


图3：铝箔开工率：%



图4：工业铝型材开工率：%



资料来源：*SMM*，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 铝—— 供需平衡表：2026年电解铝短缺格局激化，长期产能受限于ODI限制

表：供需平衡表（单位：万吨）

		2021 万吨	2022 万吨	2023 万吨	2024E 万吨	2025 万吨	2026E 万吨	2027E 万吨	2028E 万吨
供给		6709	6846	7072	7286	7355	7341	7657	7835
供给增速（%）			2%	3%	3%	1%	-0.4%	4%	2%
国内	新建产能			23	37	13.5	78.4	17.5	0
	复产产能			101	151	35			
	运行产能	3884	4043	4167	4355	4404	4487	4505	4505
海外	新建产能			40	25	44	80	197	121
	复产产能			40	0	21	26	114	57
	减产产能			20	0	0	217	12	0
	运行产能	2825	2803	2863	2888	2952	2854	3152	3330
需求		6902	6866	7064	7,285	7,446	7,439	7,635	7,851
需求增速			-1%	3%	3%	2%	0%	3%	3%
传统需求	建筑	1704	1558	1617	1497	1390	1310	1310	1334
	建筑同比增速（%）		-9%	4%	-7%	-7%	-6%	0%	2%
	电力&机械	1306	1340	1375	1411	1448	1491	1536	1582
	电力&机械同比增速（%）		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
	交通（传统油车/轨交等）	1473	1360	1175	1115	1055	998	958	929
	交通同比增速（%）		-8%	-14%	-5%	-5%	-5%	-4%	-3%
	包装&消费	968	1018	827	869	875	880	885	890
	包装&消费同比增速（%）		5%	-19%	5%	1%	1%	1%	1%
新能源需求	其他	1024	1029	1036	1042	1049	1055	1062	1068
	新能源汽车	119	200	450	599	750	887	1040	1182
	光伏	217	283	470	600	697	605	615	618
	风电	91	77	114	128	145	156	167	178
	储能	3	9	14	23	38	58	63	70
供需平衡		-193	-20	-34	-42	-72	-98	22	-16

资料来源：*wind*，*ICSG*，*IEA*，*Navigant Research*，*GWEC*，*SMM*，*CRU*，国际太阳能光伏网，北极星太阳能光伏网，各矿业公司官网，长城证券产业金融研究院

备注：当前复产假设基于中东产能预期将于2027年Q2集中复产，如后续复产预期反复将于供需表产生较大影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 铝——利润：电解铝利润丰厚，氧化铝基本维持盈亏平衡

- **受益于铝价上行，截止到2026年6月30日，2026H1电解铝平均利润为7789元/吨，同比增长169%,**从年初至今电解铝企业平均利润维持在7000元/吨以上，主要系铝价大幅上涨同时氧化铝/动力煤等原料成本均处于历史低位。
- **氧化铝利润转移回到电解铝端，氧化铝价格靠近盈亏平衡线。**铝土矿宽松带动氧化铝产能利用率提升，氧化铝格局走向宽松，截止到2026年6月30日，几内亚矿价约为70美元，氧化铝完全成本约为2800元/吨，现金成本约为2550元/吨。

图1：电解铝成本利润模型：元/吨

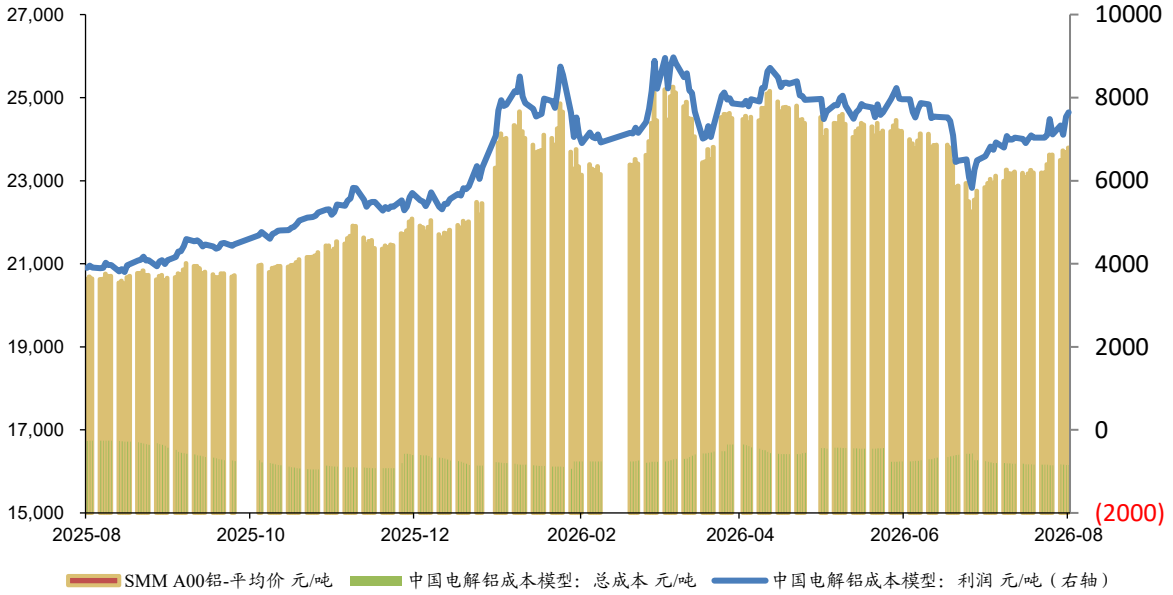
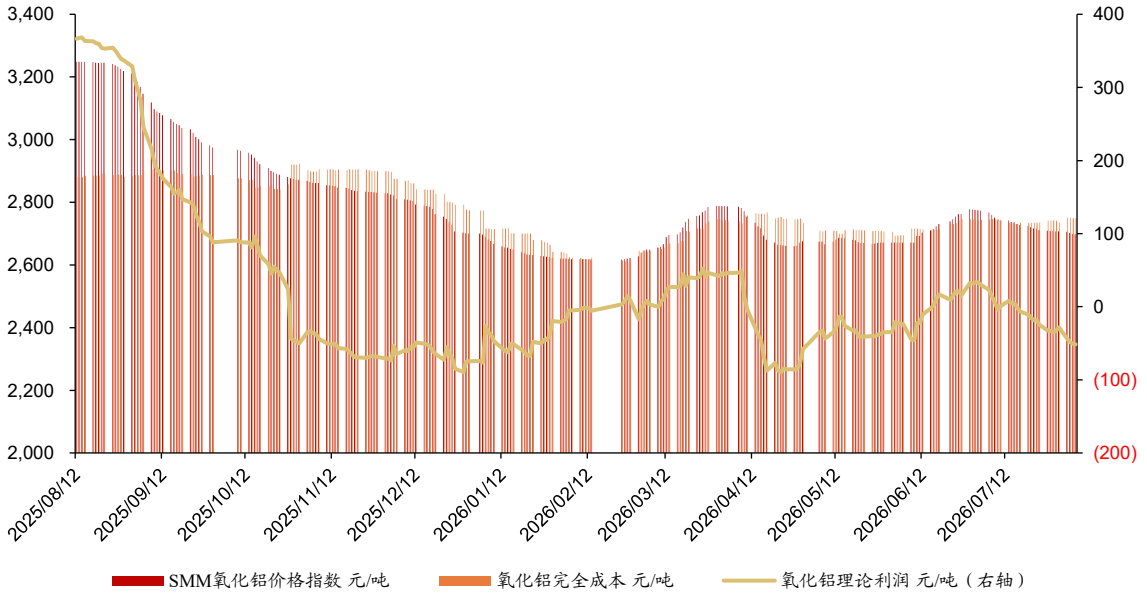


图2：氧化铝成本利润模型：元/吨



资料来源：*SMM*，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 铝——氧化铝：铝土矿盈利见底，几内亚政府或减量控价

- **铝土矿作为初级核心资源，全球分布相对集中，但产储量严重不匹配，整体呈现出储量充足而产量局限的格局，供给主要集中在几内亚，政策风险导致矿端存在较大的脆弱性。资源过度集中形成了行业增长中较大的风险敞口。**

➢ 根据几内亚矿业局数据，2026年Q1几内亚铝土矿发运量6090万吨，同比增长1230万吨，同比增长25%。2026年5月，几内亚矿业与地质部长布纳·西拉明确表示：“供应量绝不能超出需求量”，计划于6月出台铝土矿出口管制方案，推动价格回归合理区间。据SMM测算，截至5月22日，几内亚主要港口铝土矿日均发运量环比下滑约21.8%。**截止到2026年6月，全球铝土矿出港量累计同比增长约2507万吨；从国内来看，1-6月国内铝土矿产量累计增产8万吨。**

图1：1-6月国内产量累计同比增加8万吨

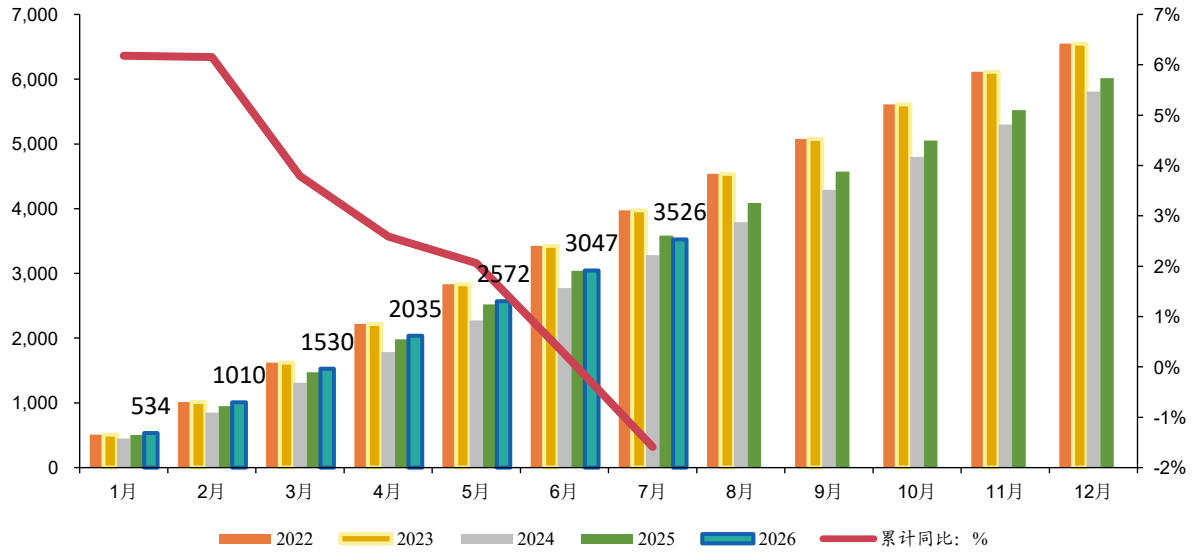
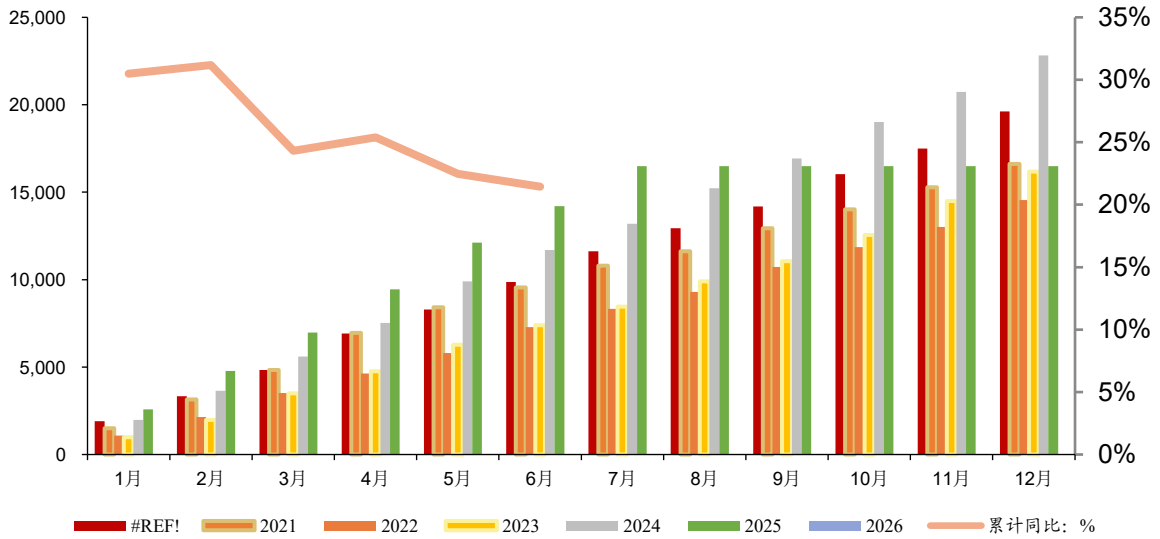


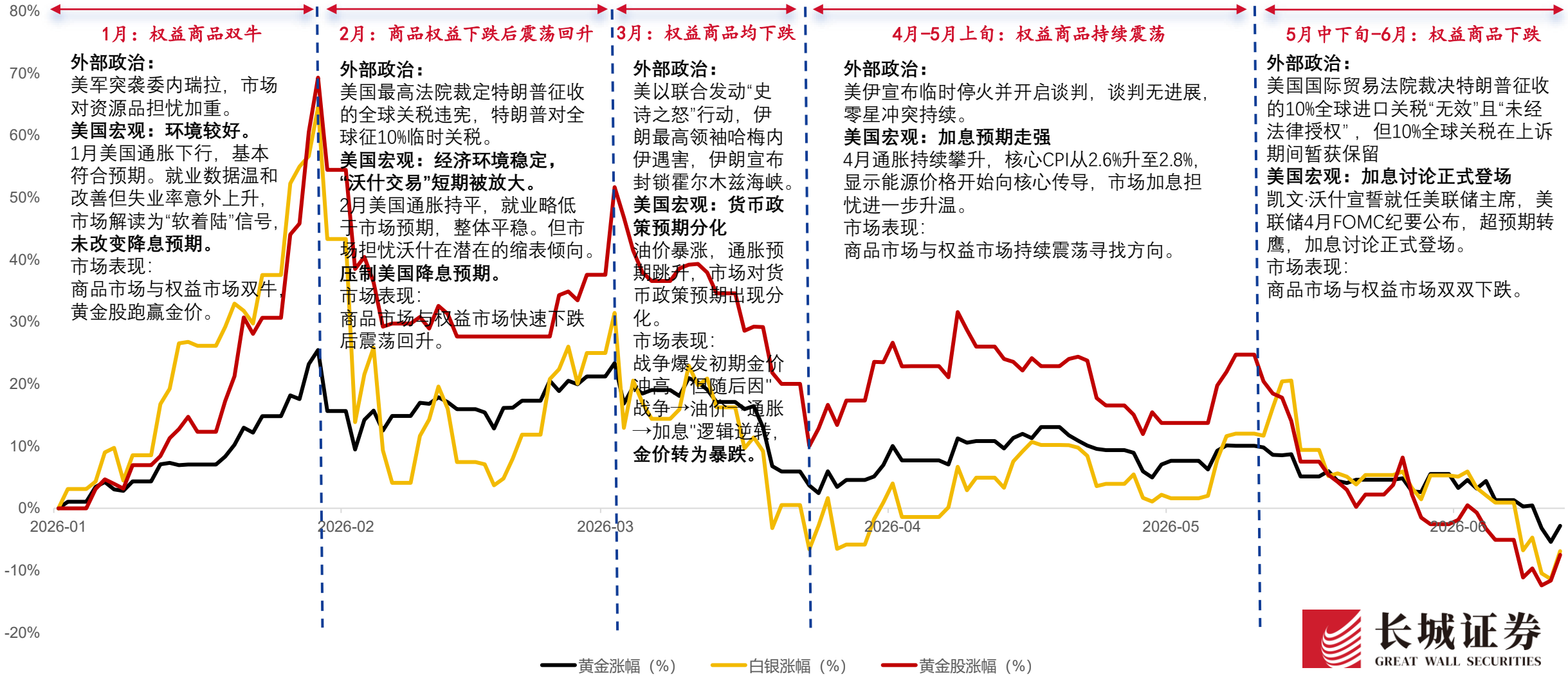
图2：1-6月铝土矿出港量同比增长2507万吨



资料来源：*SMM*，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 黄金——26H1复盘：政策预期转向，金银承压



资料来源：*wind*，长城证券产业金融研究院

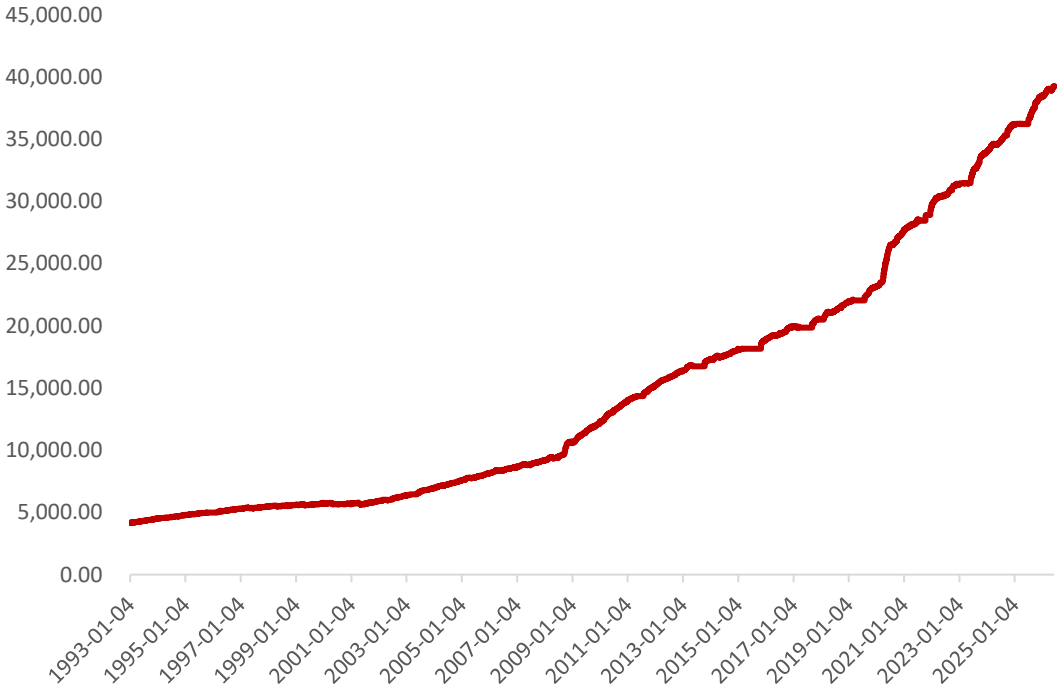
下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 黄金——长期框架利好，短期加息预期压制

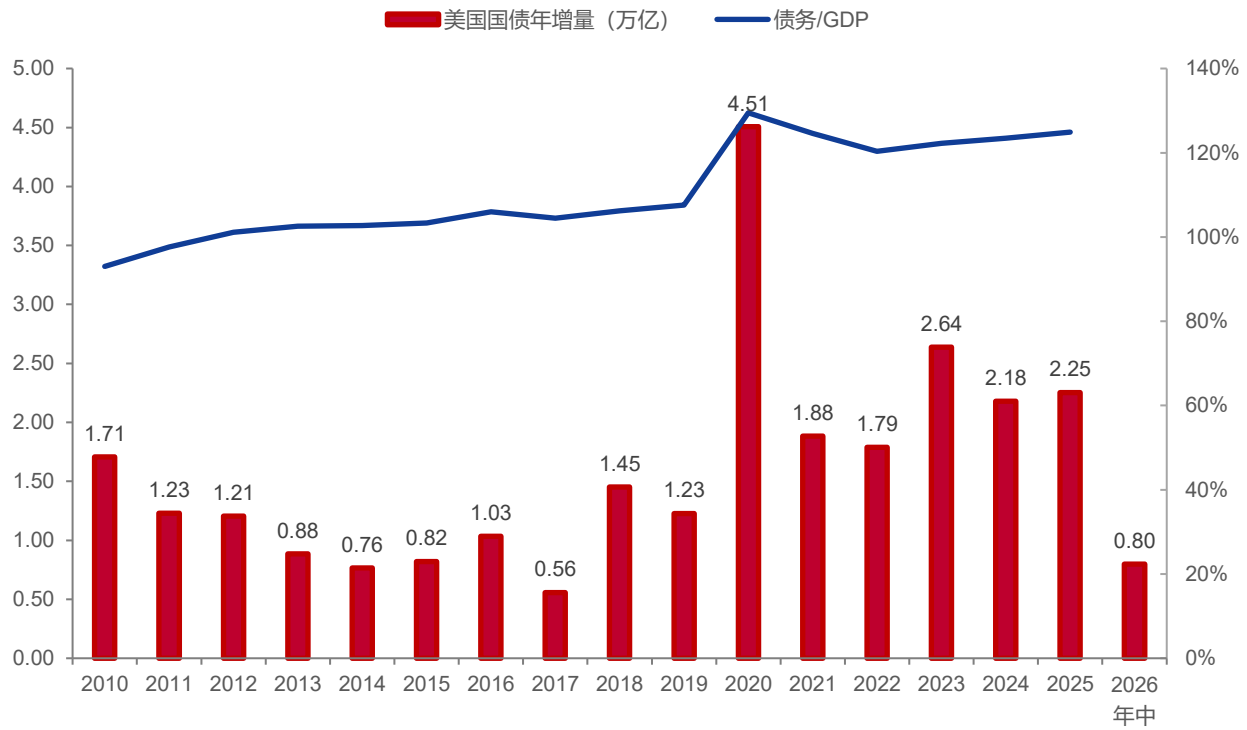
1、美元信用框架正在经历“慢性侵蚀而非急性崩塌”：这种渐进式的信用流失，恰恰是黄金长期牛市最坚实的底仓逻辑—它不会推动金价在下周或下个月暴涨，但它确保了4000美元/盎司以下的黄金在战略配置视角下是便宜的。

（1）财政信用危机：美国国债总额加速上升，2026年底或破40万亿大关。美国国债总额呈加速上升态势，今年6月美国国债已超39万亿，近三年美国国债均以2万亿以上的年增速攀升且下半年增量更大，以目前增长速度线性外推，2026年末美国国债规模或破40万亿大关，年度利息支出超1万亿美元，2025年底债务/GDP已超120%。

图：美国国债总额加速上升（十亿美元）



图：美国国债年度增速（万亿美元）



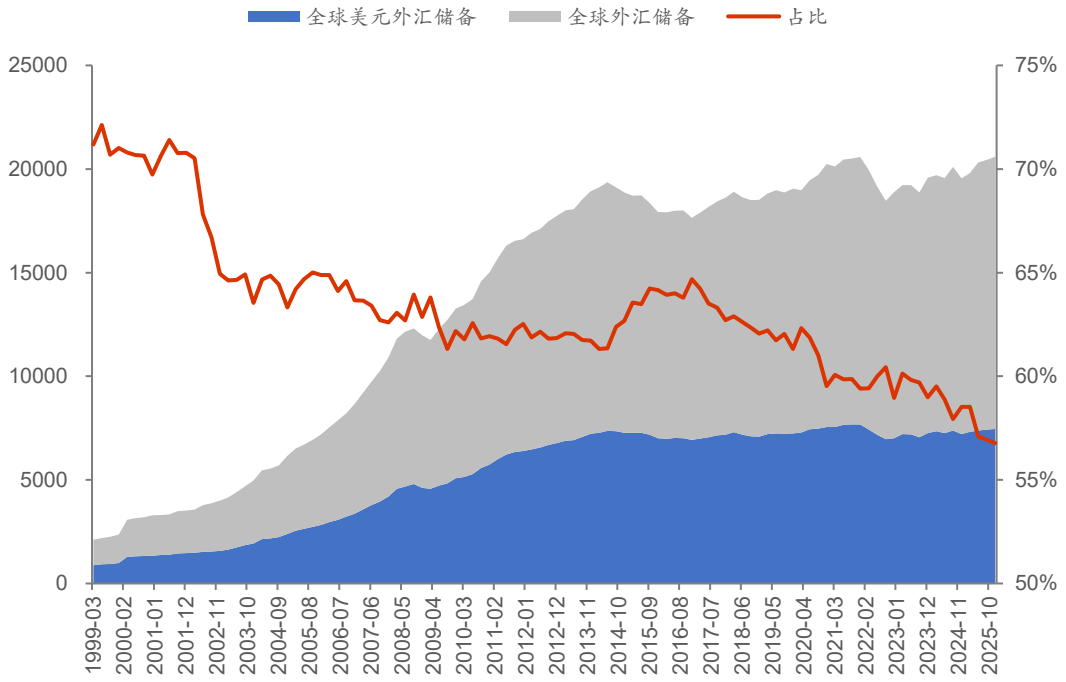
资料来源：wind，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

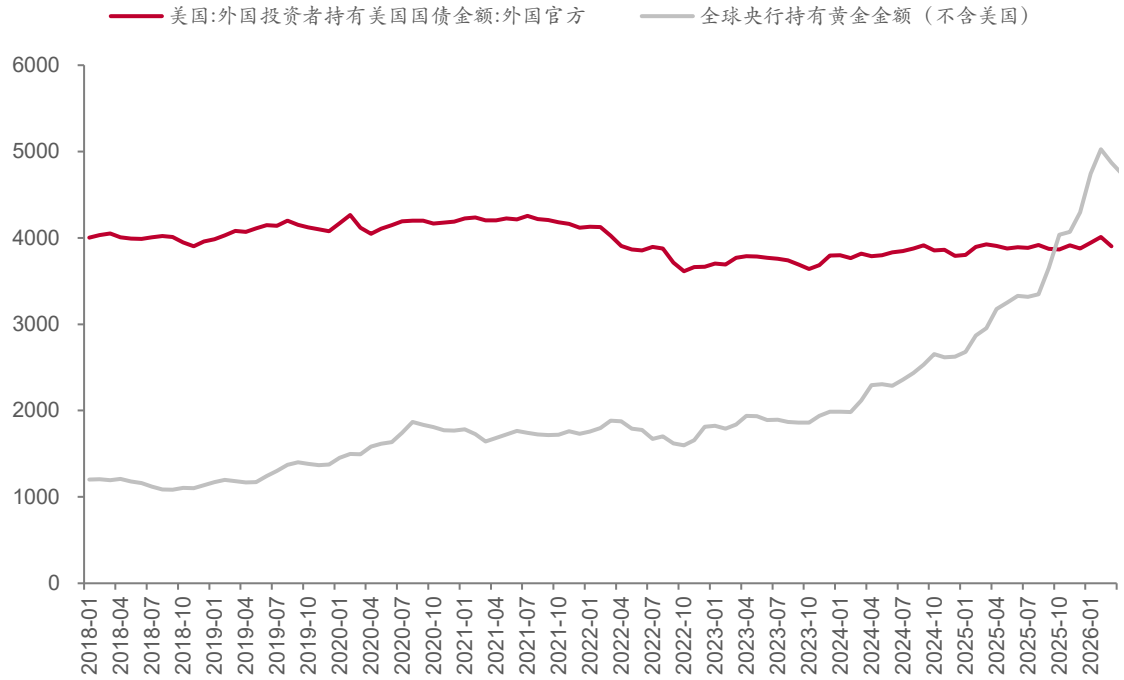
3.3 黄金——长期框架利好，短期加息预期压制

（2）储备信用危机：美国国债之外，黄金是主流避险与储备资产。美元的价值背书之一是“美国是全球安全提供者”，但美伊战争暴露了美国同时也是全球不稳定的制造者，这种角色的矛盾性正在被各国央行定价。2026年4月全球央行黄金储备总价值首次超过外国持有的美债总值（4万亿 vs 3.9万亿）——这是一个时代转折信号。

图：美元在全球外储中的份额变化



图：全球央行黄金储备总价值超过外国持有的美债总值



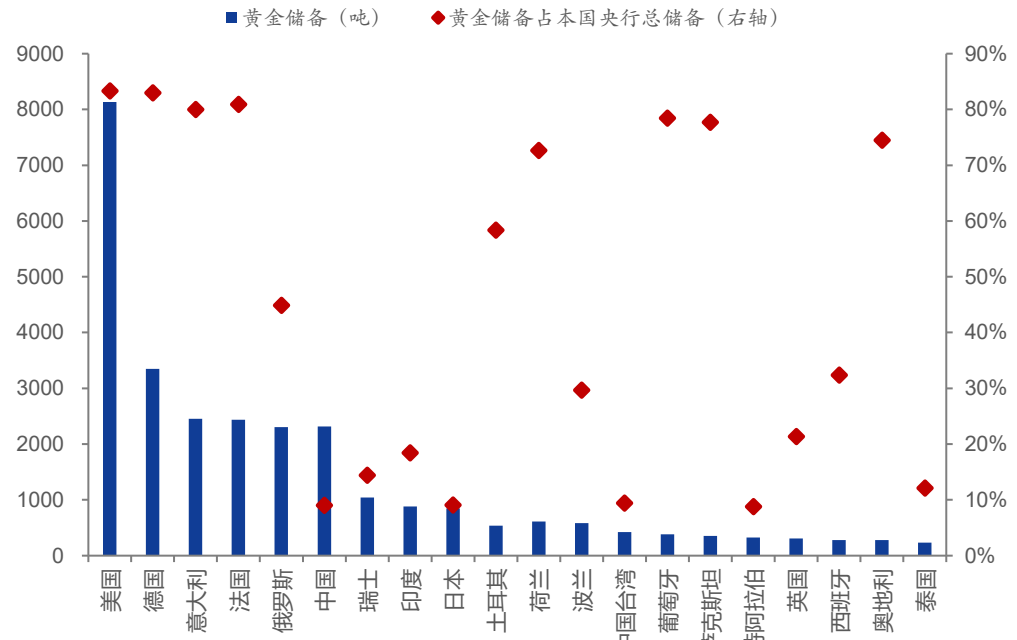
资料来源：wind，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

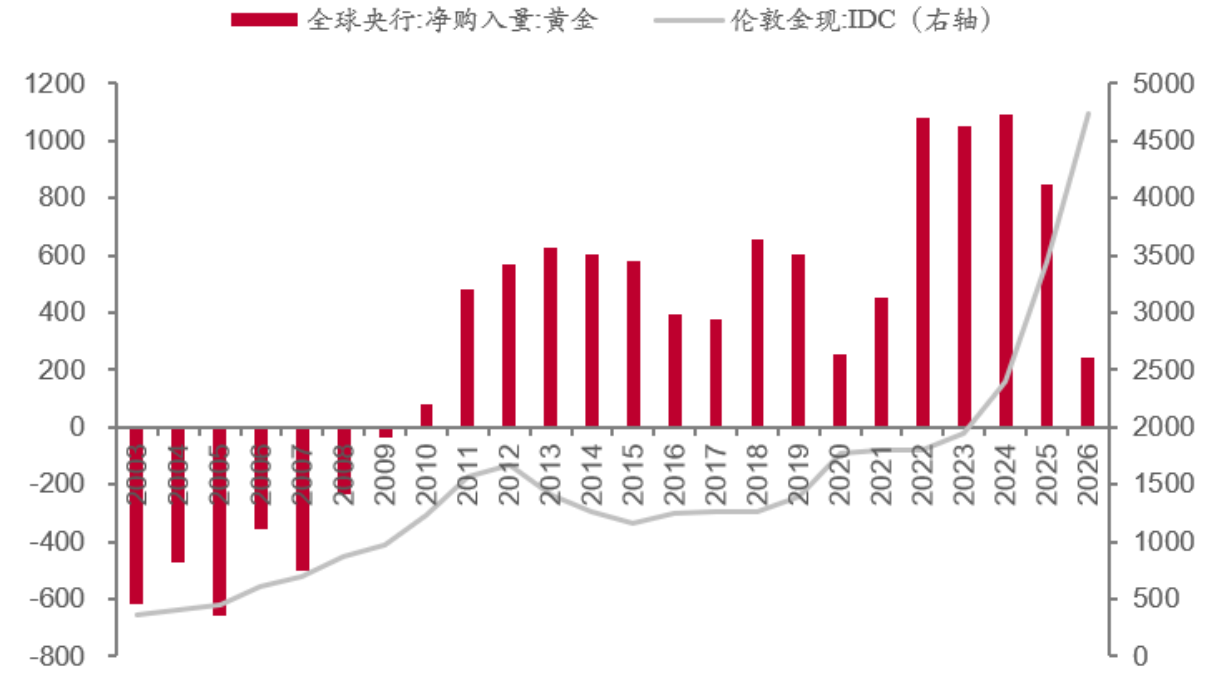
3.3 黄金——长期框架利好，短期加息预期压制

2、央行增持，重要的边际买盘。部分欧洲国家（如德国、意大利、法国）以及一些中东国家（如沙特阿拉伯）的黄金储备占比较高，普遍在60%至80%之间。而中国、印度、泰国等亚洲国家的占比则相对较低，均在 10%以下。Omar Zulaica在BIS Working Paper No. 906（2020）的研究表明，黄金在外储中的最优配置比例高度依赖于组合久期和记账货币选择：低久期储备货币组合仅需0-5%，而在高久期（5年以上）或以商品/新兴市场货币计价的场景下，20%-50%的黄金配置能够提升组合的风险分散效果。因此按照20%-50%的黄金储备比例计算，新兴经济体央行仍有较大购金空间。

图：黄金储备占各国及地区央行总储备比例



图： 2022年后央行购金数量显著提升（年均购金上升至1000吨）



资料来源：世界黄金协会，wind，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 黄金——长期框架利好，短期加息预期压制

3、中东地缘冲突在初期和后期利好黄金价格。复盘历史来看，当下与1970-1980年代具备相似性，地缘冲突对贵金属的影响分为三个阶段，即一阶段的避险情绪消化、二阶段的降息收敛、三阶段的滞胀风险交易。一阶段的避险情绪消化已经在3月初进行了显著交易，在3月2日达到最高5419美元/盎司的水平，当前处于二阶段即市场的交易主线或集中于通胀抬升带来的降息预期推迟，也就是“胀”的利空效应。随着通胀效应的渐次显现而带来滞的担忧，市场或将进入三阶段，“滞”的交易带来降息预期改善后，贵金属将迎来上行驱动，黄金更加受益。

图：历次中东战争对核心资产影响

	起始时间	结束时间	战争持续时间（天）	原油价格峰值涨幅	伦敦金峰值涨幅	10年期美债收益率走势	美元指数走势	美国CPI走势	伦敦金现走势	情况
第四次中东战争（赎罪日）	1973年10月	1973年10月	18	300%	80%-	-	-		上涨	OPEC 石油禁运（政治武器）
伊朗革命	1978年1月	1979年2月	400	160%	276%上涨	下跌	上涨(6%-9%)		上涨	原油供给断崖（产量损失450万桶/日）
两伊战争	1980年9月	1988年8月	2889	22%	0%下跌	先上涨后下跌	下跌(13%-4%)		先下跌后上涨	伊朗伊拉克减产（产量损失400万桶/日）
第五次中东战争	1982年6月	1982年9月	115	1%	48%下跌	上涨	下跌(7%-3%)		上涨	急性 spike 与快速消退的模板
海湾战争	1990年8月	1991年2月	210	83%	9%下跌	下跌	整体处于高位(5%-6%)		短期上涨，后震荡下跌	供给恐惧，但未实际中断
伊拉克战争	2003年3月	2011年12月	3195	473%	329%下跌	下跌	波动较大（1%-5%）		上涨	中长期结构性驱动（非单纯战争）

长城证券 GREAT WALL SECURITIES

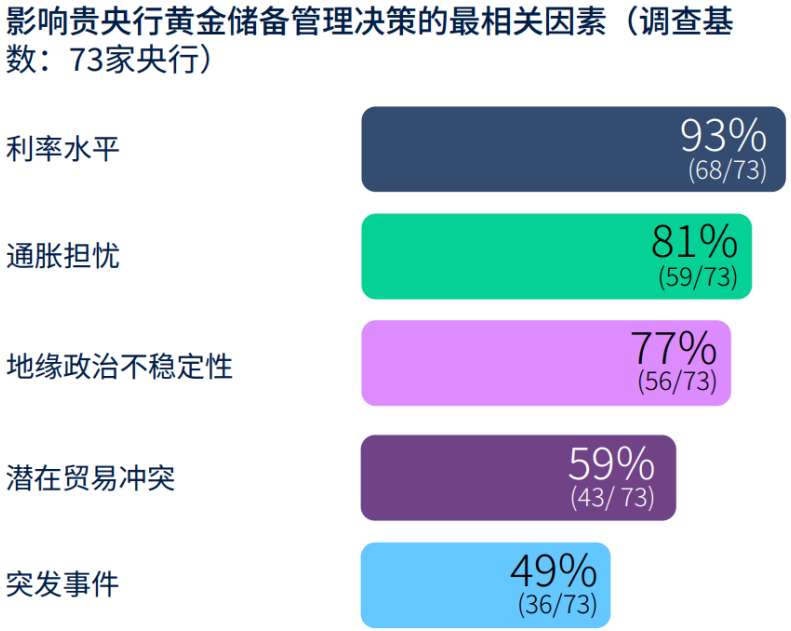
资料来源：wind，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 黄金——长期框架利好，短期加息预期压制

4、美伊战争中断了美联储的宽松货币政策预期，导致了上半年黄金价格的下跌。利率是决定机构特别是央行是否买入的重要因素：根据对73家央行的调查可知，利率水平是所有央行黄金储备决策的TOP1因素。因此判断利率未来走向是决定机构是否配置的关键。虽然美联储于2025年12月1日结束缩表，但是美伊冲突中断了市场对其政策宽松的预期。随着美伊战争给美联储利率政策带来新增约束，市场预期下半年美联储不降息，甚至有40%以上的概率在年底加息25bp。

图：利率框架为什么如此重要？来自央行的答案



图：美伊战争带来的新增约束

维度	战前	战争期间
核心通胀	黏性在 2.5-3%	已因能源冲击扩大至 3.5%-4%+
经济增长	软着陆预期	战争不确定性导致商业投资冻结，Q2/Q3增长显著放缓
就业市场	稳定 4.0-4.3%	部分行业（航空、物流、制造）或受能源成本挤压裁员
通胀预期	相对锚定	战争后脱锚风险上升（家庭和企业的长期通胀预期上行）
财政空间	本就紧张	战争支出+能源补贴+SPR回补 → 赤字进一步恶化
美元	走强	战争初期避险推高美元，但停战协议后回落

图：6月市场对美联储的加息预期

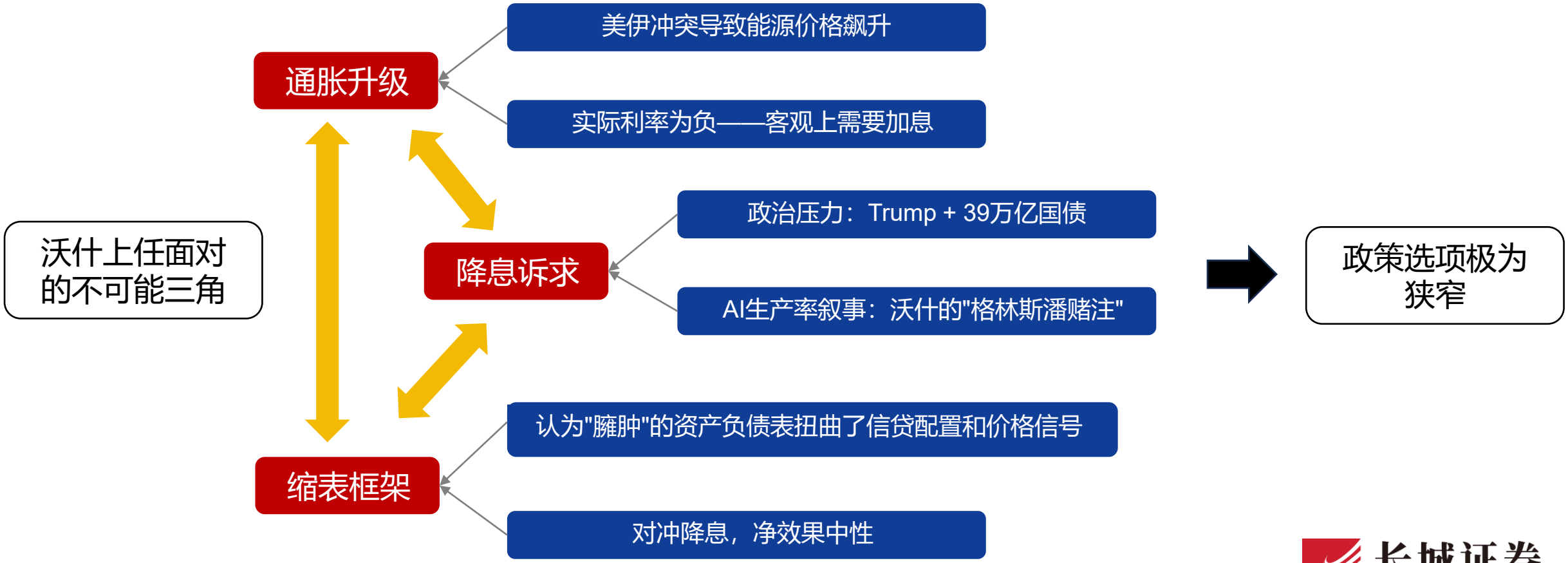
	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.0%	0.0%	41.1%	58.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	0.0%	30.2%	54.2%	15.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	17.4%	44.0%	31.9%	6.6%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	15.0%	40.4%	33.6%	10.1%	0.9%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	11.2%	33.9%	35.3%	16.1%	3.3%	0.2%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	10.5%	32.4%	35.2%	17.3%	4.1%	0.4%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.0%	10.1%	31.7%	35.1%	18.0%	4.6%	0.6%	0.0%
2027/7/28	0.0%	0.6%	11.3%	31.8%	34.2%	17.2%	4.3%	0.5%	0.0%
2027/9/15	0.1%	1.6%	13.3%	32.1%	32.5%	15.9%	4.0%	0.5%	0.0%
2027/10/27	0.2%	2.6%	14.8%	32.1%	31.2%	15.0%	3.7%	0.4%	0.0%
2027/12/8	0.1%	2.1%	12.4%	28.6%	31.4%	18.3%	6.0%	1.1%	0.1%

资料来源：世界黄金协会，wind，芝商所，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 黄金——长期框架利好，短期加息预期压制

4、沃什困境：降息诉求、通胀约束和缩表框架。



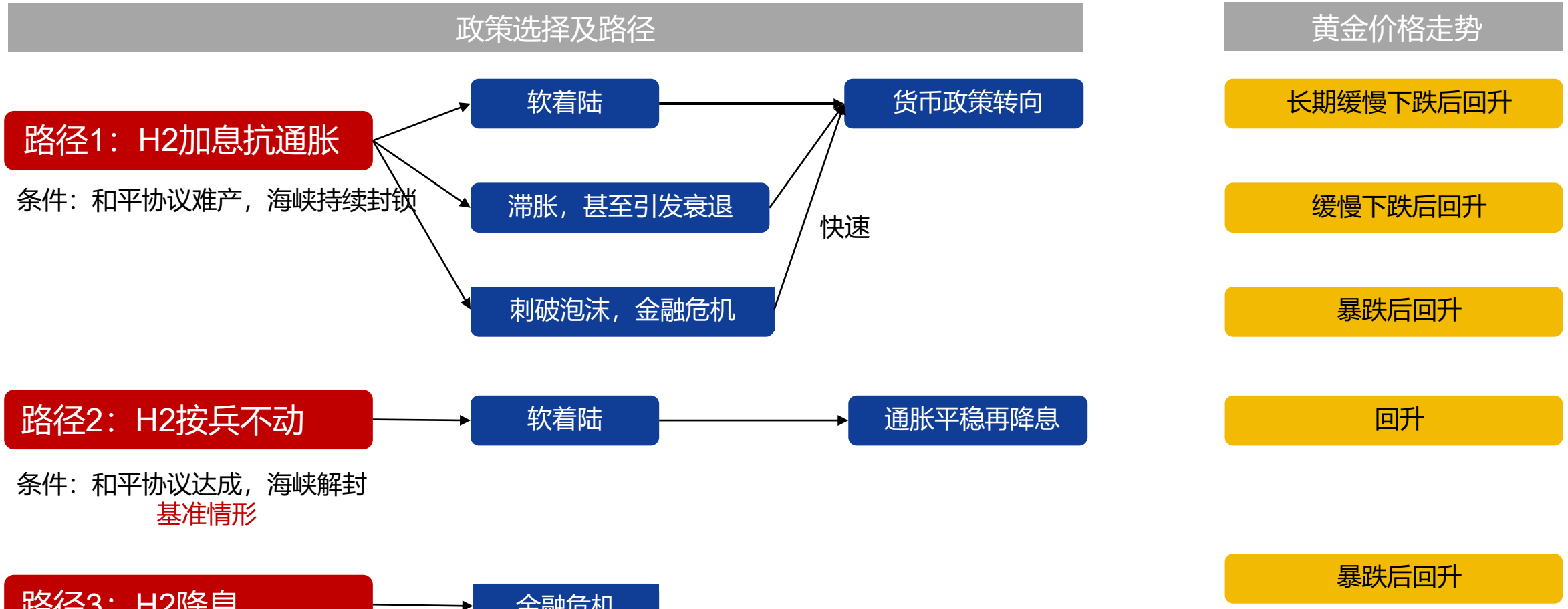
长城证券 GREAT WALL SECURITIES

资料来源：长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 黄金——长期框架利好，短期加息预期压制

4、美联储的政策选择及其对黄金价格的影响。



资料来源：长城证券产业金融研究院

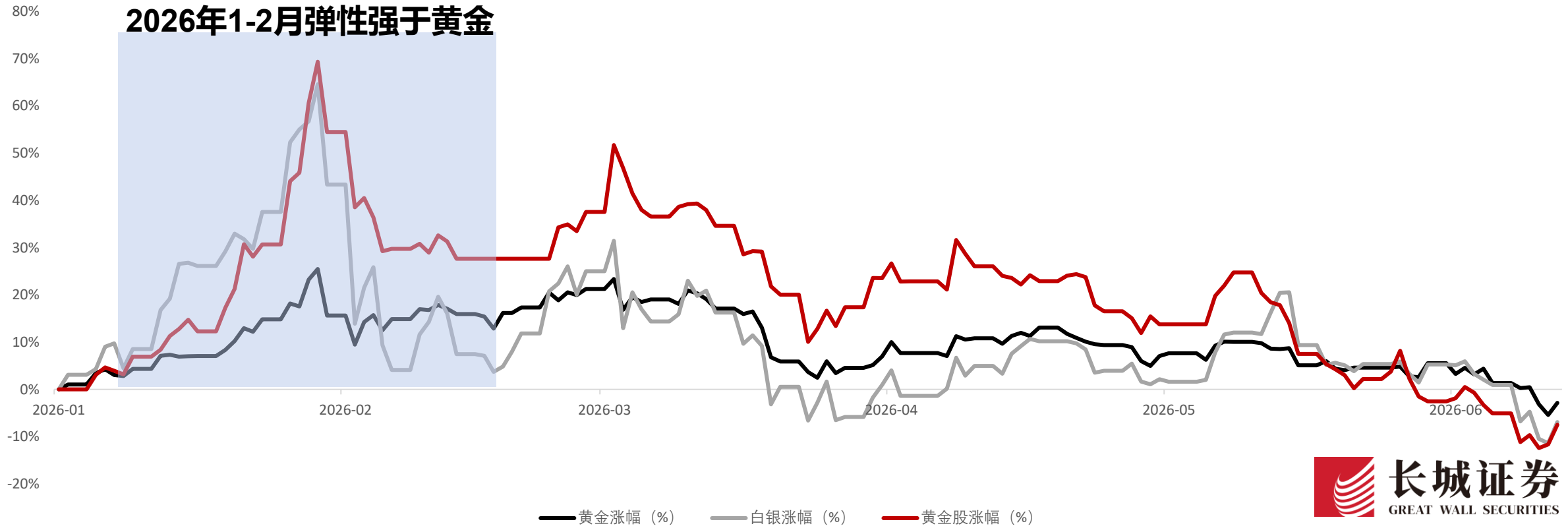
长城证券 GREAT WALL SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

3.4 白银——供需矛盾日渐突出，短期加息预期压制

白银：黄金之影，如影随形。我们认为白银走势跟随黄金，价格可以看作弹性更大的黄金。今年白银与黄金的走势仅在4月有所背离，随后快速修复，因此对于白银价格的判断更多的是对于黄金价格的判断。

图：2026年白银和黄金走势在大部分时间都是一致的



长城证券 GREAT WALL SECURITIES

资料来源：wind，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

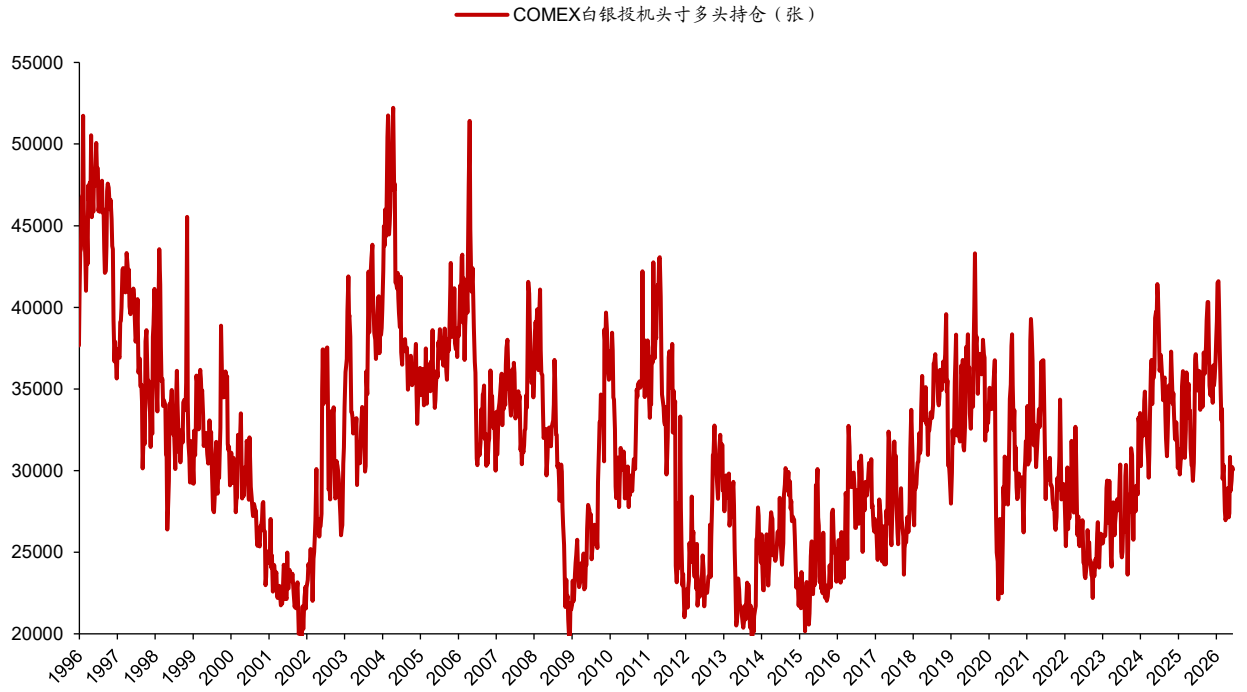
3.4 白银——低库存+投机挤出=易涨难跌

从底层逻辑来看，白银未来或面临供需失衡的风险。供给方面，白银短期的库存降至底部，而需求方面，白银的工业需求较为稳定，商品基本面属性有较大供需缺口。期货方面，COMEX白银投机性头寸逐渐出清，进入历史低位，价格有望底部企稳。

图：COMEX白银库存降至底部（金衡盎司）



图：白银投机性头寸大幅出清



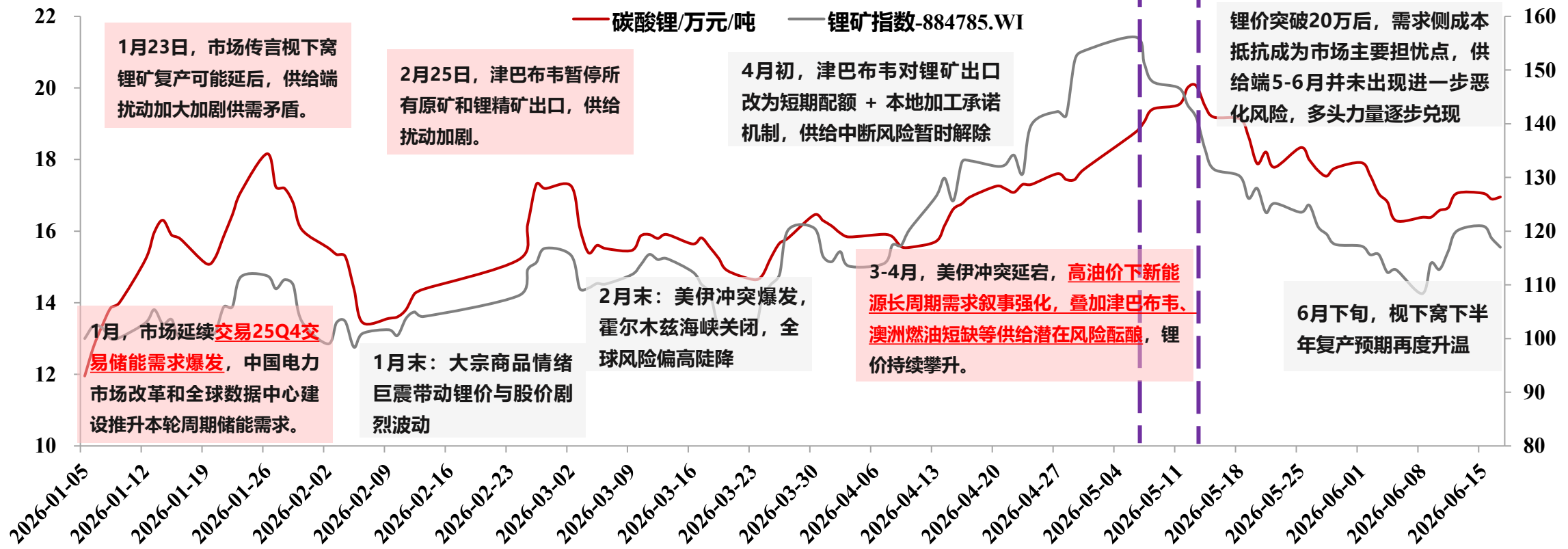
资料来源：wind，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.5 锂——2026H1锂：周期反转，未完待续

- 商品表现：2026H1，锂价巨幅波动但整体呈现趋势向上，碳酸锂价格最高突破20万/吨，整体价格表现围绕重点区域的供给风险（津巴布韦、枧下窝、澳洲）与需求侧反馈展开；权益端整体跟随锂价表现，在锂价冲破20万/吨过程中股价率先出现获利兑现表现；

- 本轮锂价反转周期来自于25H2以来储能需求的持续爆发，在锂价中枢明显抬升后供给端暂未出现超预期供给释放，且海外锂矿供给区域纷纷出现不同程度的扰动，供需共振支撑本轮周期反转，价格中枢持续抬升。



资料来源： *wind*，路透社，Benchmark，新华财经，每日经济新闻，鑫椤锂电，长城证券产业金融研究院（锂矿指数以2025年末收盘价为基准值100进行统一处理）

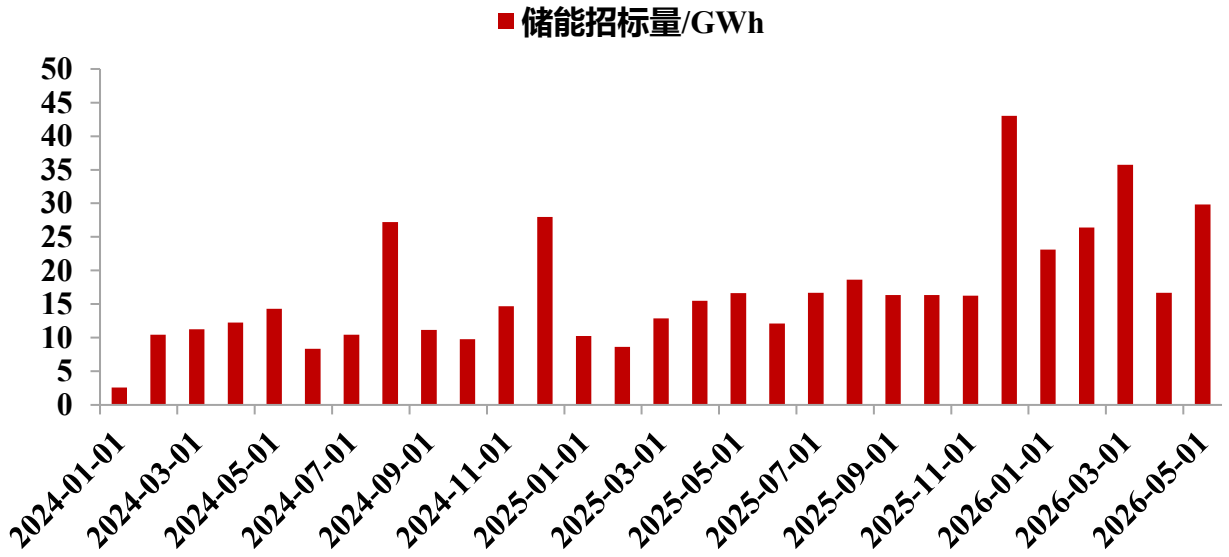
下载日志已记录，仅供内部参考

3.5 锂——2026H2锂：趋势不改，只待东风

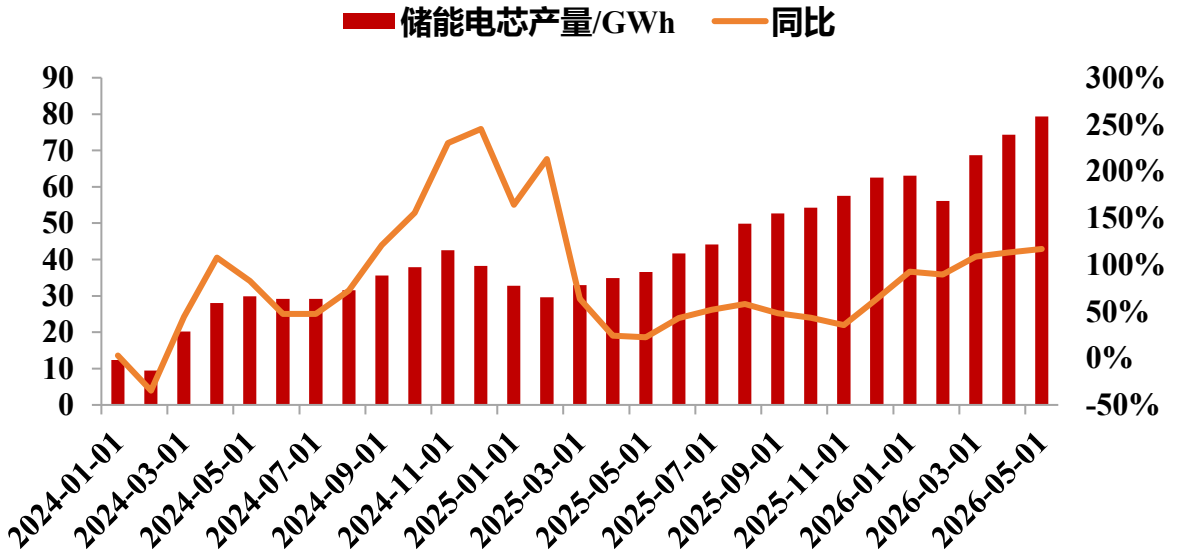
本轮周期反转的核心在于储能需求的爆发

- 25H2至今，我们认为主导本轮锂价周期反转的核心驱动因素来自于储能需求的持续爆发预期，据SMM，2026年1-5月我国储能电芯产量为341GWh，同比增长105%，且近三个月产量同比增速持续提升，验证了当前储能需求的火爆；
- 从SMM统计全国范围内储能招标数据来看，2026年1月-5月招标量虽有波动，仍显著高于2025年同期水平；
- 我们认为，在当前全球能源体系结构转型的宏观背景下，除光伏电站、电网、户储外，AI数据中心也逐步成为新的储能应用场景，叠加美伊冲突对全球范围内造成的一次性能源冲击创伤，全球储能需求有望持续高增。

SMM口径全国储能招标量



2024.01至今储能电芯产量



资料来源： *wind*，*SMM*，长城证券产业金融研究院

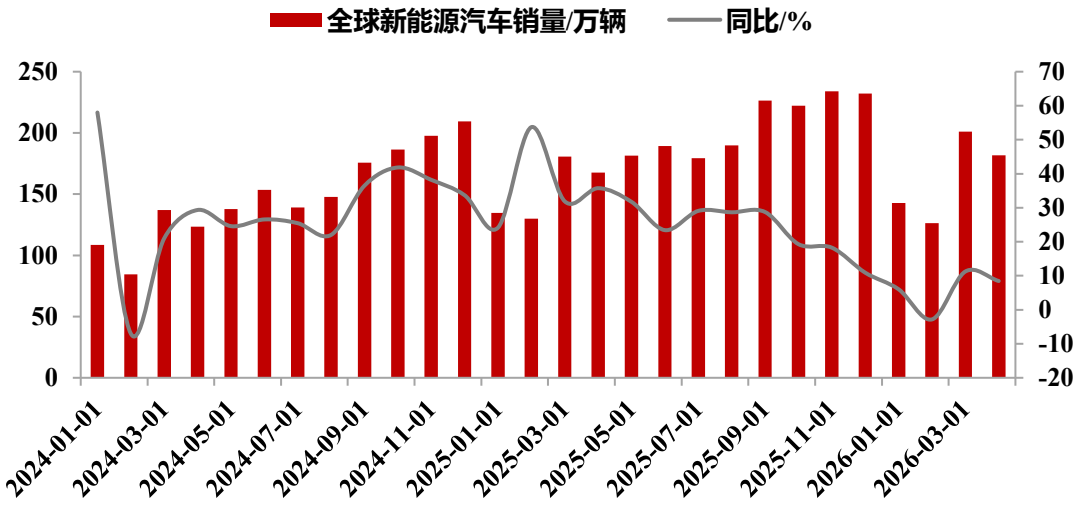
下载日志已记录，仅供内部参考

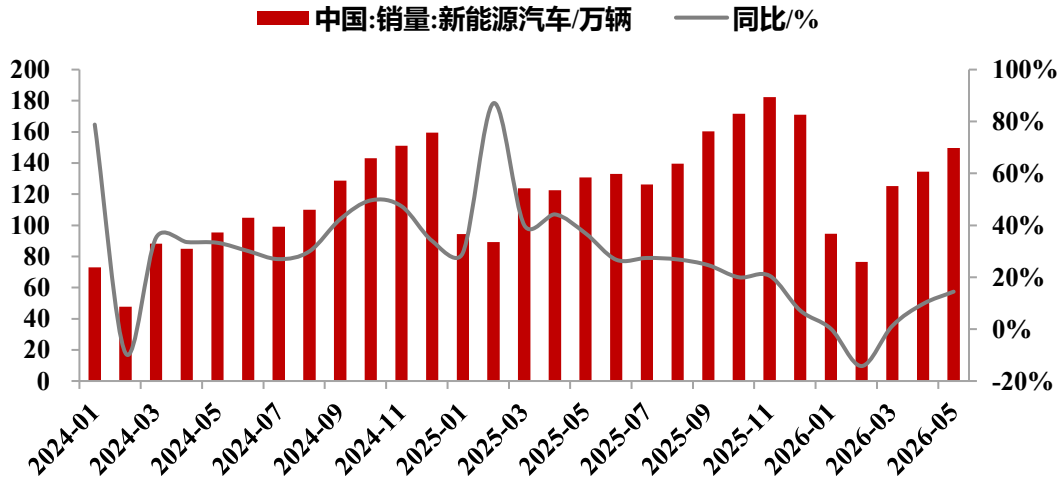
3.5 锂——2026H2锂：趋势不改，只待东风

动力端重视海外渗透率提升潜力及单车带电量提升的产业趋势

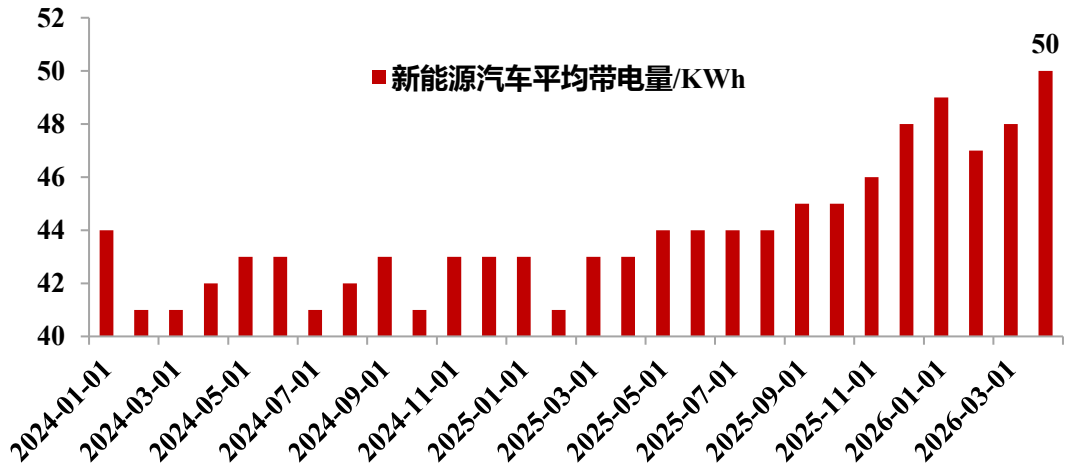
- 2025年至今，中国新能源汽车销量渗透率达到较高水平，带来销量增速逐步放缓，2026年1-5月中国新能源汽车销量580万辆，同比增长为4%；
- 从全球市场来看，中国仍然是新能源汽车的主力消费市场，据乘联社，2026年1-4月全球新能源汽车渗透率为21.4%，仍然具备较大渗透率提升潜力；
- 另一方面，2024年至今新能源汽车单车带电量也明显抬升，据SMM 2026年4月新能源汽车平均带电量已提升至50 KWh，各品牌新发布车型续航水平提升或为普遍趋势，由此带动的单车带电量的提升趋势有望为动力电池注入新的增长动能。

全球及中国新能源汽车销量及同比增速





2024年至今新能源汽车单车带电量



资料来源： *wind*，SMM，乘联社，长城证券产业金融研究院

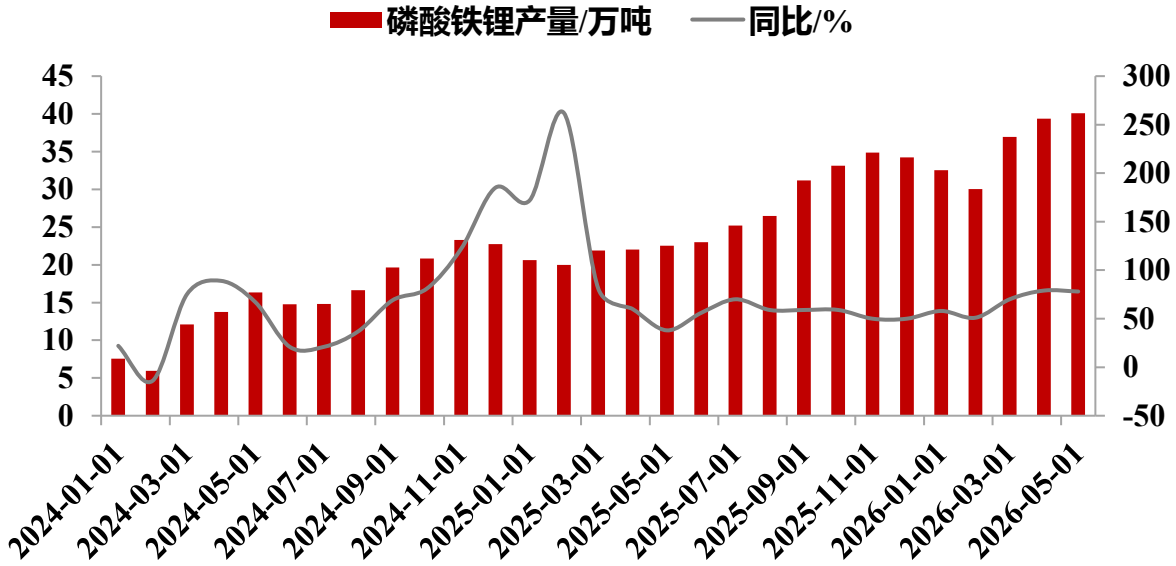
下载日志已记录，仅供内部参考

3.5 锂——2026H2锂：趋势不改，只待东风

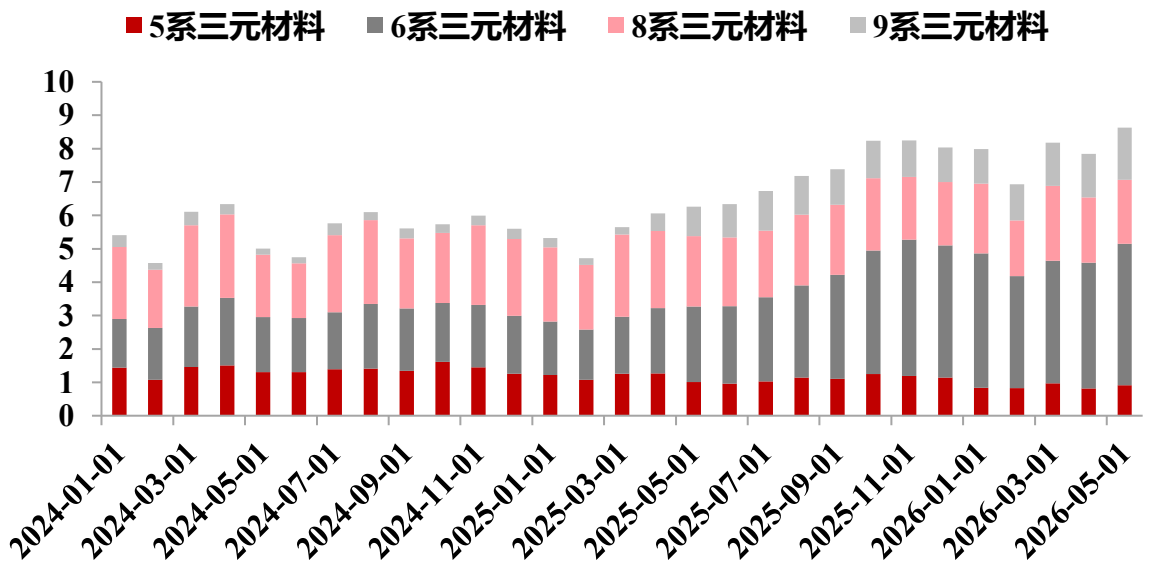
铁锂持续扩张，三元稳步增长

- 根据SMM数据，磷酸铁锂2026年1-5月产量合计179万吨，同比增长67%；三元材料来看，主流牌号三元材料1-5月产量合计39.5万吨，同比+41%；
- 整体看，磷酸铁锂与三元电池材料均处于快速增长区间，验证了终端的优异需求；电池端磷酸铁锂产量增速更快，份额进一步提升，三元材料也保持着较快增长，但仍然面临来自磷酸铁锂的份额蚕食挑战。

磷酸铁锂产量及增速



三元电池材料产量/万吨



资料来源： *wind*，SMM，长城证券产业金融研究院

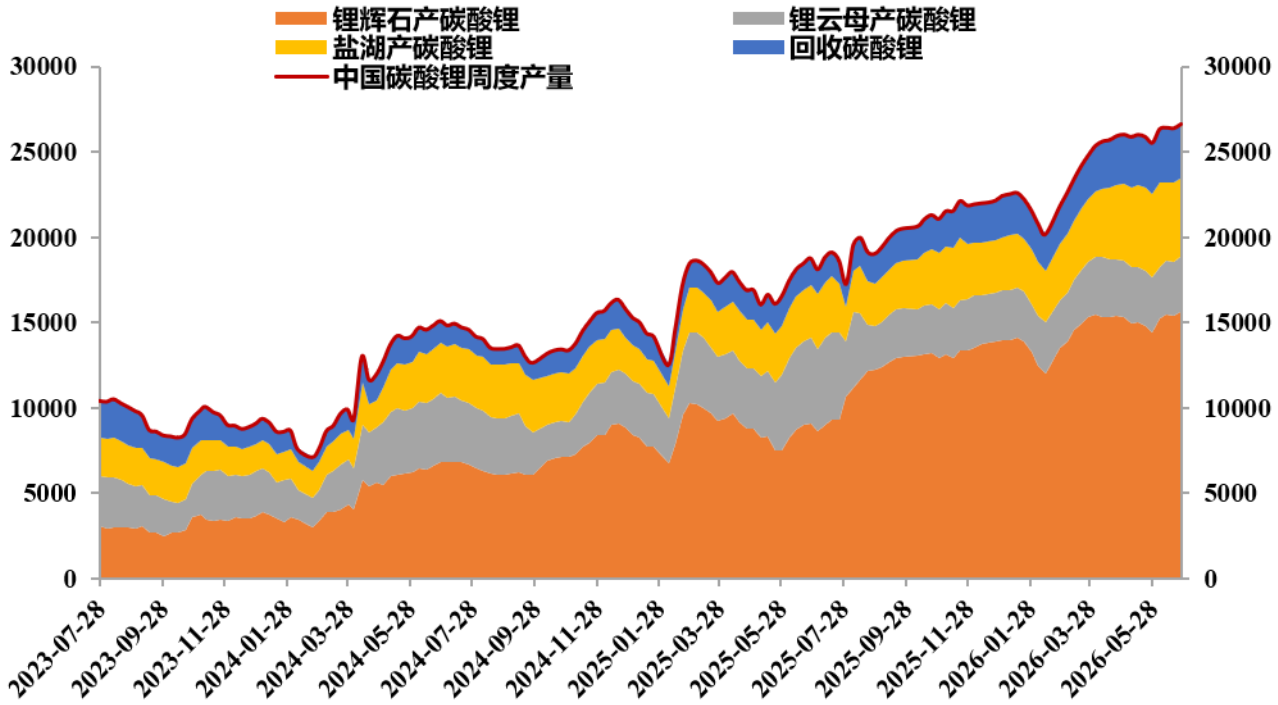
下载日志已记录，仅供内部参考

3.5 锂——2026H2锂：趋势不改，只待东风

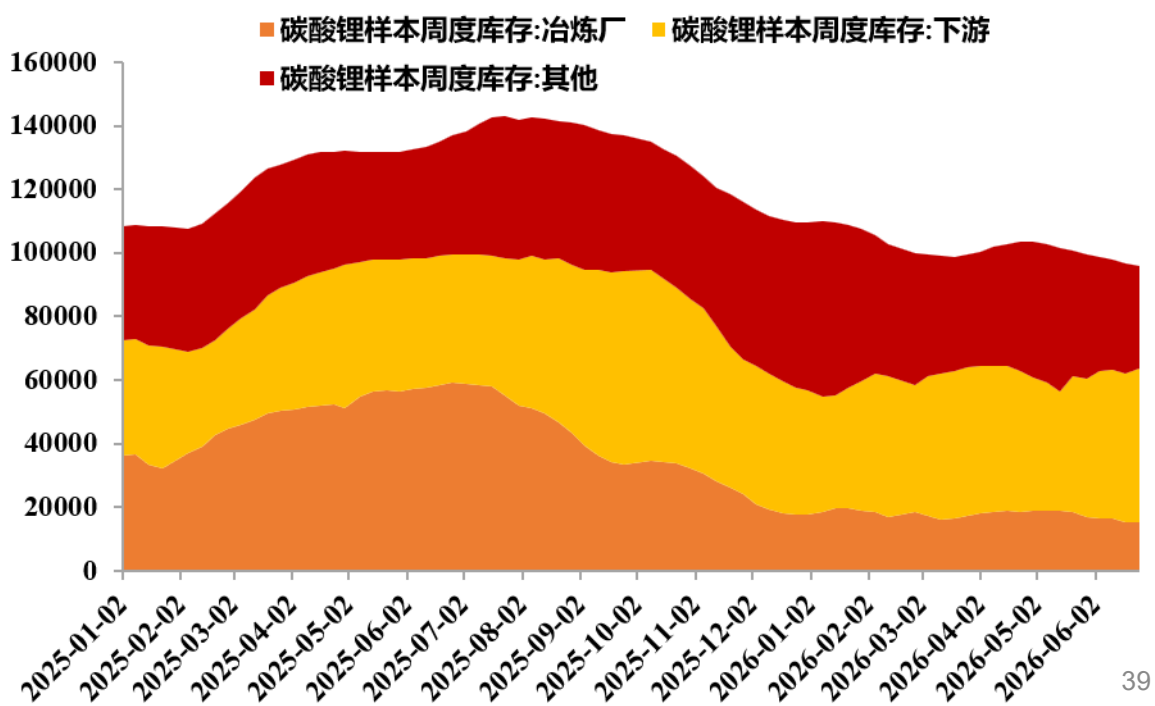
供需双旺，库存持续去化，重视Q3旺季供应压力

- 行业目前处于供需双旺态势，产量持续爬升，现阶段周度碳酸锂产量已突破2.5万吨，但国内外目前主要锂矿供应区域面临不同程度的干扰（津巴布韦锂精矿出口限制政策、南美盐湖气候风险、宜春锂云母矿复产节奏等），因此26H2-27年应当关注可能发生的潜在供应扰动；
- 库存端看，截至6月25日，样本碳酸锂库存合计9.5万吨，25Q4至今行业库存处于持续去库状态，行业供需持续趋紧，**持续去库的趋势也指向26H2终端旺季阶段或将面临阶段性的供给压力**。

碳酸锂周度产量/吨



2025年至今碳酸锂行业库存/吨



资料来源： *wind*，SMM，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.5 锂——2026H2锂：趋势不改，只待东风

强势需求预期有望延续，供给不宜过度乐观，紧平衡格局延续

- 根据我们假设测算，2026/2027碳酸锂总需求有望达218.2/265万吨，而总供给分别约为209.1/262.2万吨，2026/2027年分别紧缺9.1/2.8万吨，行业供需紧平衡的格局有望延续；
- 此外，展望26H2，终端旺季需求与潜在的供应风险共存，行业库存持续去化也为后续供需矛盾凸显埋下伏笔。

锂行业供需平衡表

消费结构	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
全球新能源汽车销量合计（万辆）	669	1,087	1,467	1,831	2,197	2,416	2,779
纯电车合计（万辆）	473	795	1,116	1,419	1,731	1,917	2,147
插混车合计（万辆）	196	292	351	412	466	499	559
电池需求量（GWh）	371	684	828	1,070	1,472	1,745	2,125
对应碳酸锂需求量（万吨LCE）	30.3	55.8	56.3	72.8	100.1	118.7	144.5
储能需求（GWh）	44	122	185	351	667	1067	1387
对应碳酸锂需求量（万吨LCE）	3.2	8.8	12.2	21.1	40.0	64.0	83.2
3C消费电子（GWh）	125	114	137	147	155	168	176
对应碳酸锂需求量（万吨LCE）	9.6	8.8	10.5	10.3	10.9	11.8	12.3
其他（万吨LCE）	18.6	19.6	20.6	21.6	22.7	23.8	25.0
全球碳酸锂需求量（万吨LCE）	61.7	92.9	99.6	125.7	173.6	218.2	265.0
全球碳酸锂供给量（万吨LCE）	60.4	83.7	107.8	138.6	174.6	209.1	262.2
供需平衡	-1.3	-9.2	8.1	12.9	1.0	-9.1	-2.8

资料来源：SNE，SMM，*wind*，GlobalData等，长城证券产业金融研究院测算

下载日志已记录，仅供内部参考

3.5 锂——2026H2锂：趋势不改，只待东风

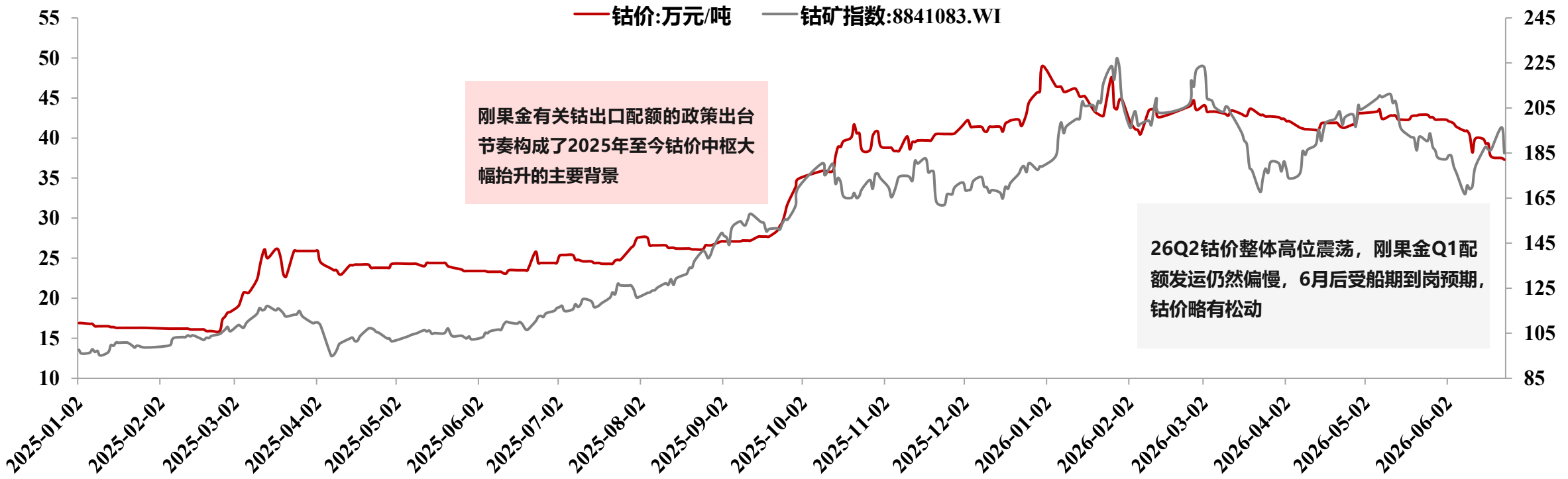
业绩兑现度与自有矿成长性是标的选择的两大法门

➢**建议关注自有矿绝对体量与增速较快行业龙头：赣锋锂业，天齐锂业，盐湖股份，华友钴业，中矿资源，盛新锂能，大中矿业，永兴材料等。**

下载日志已记录，仅供内部参考

3.6 钴——2026H1：配额托举下的高位震荡

- 2025年2月刚果金禁止钴产品出口，随后多次延长禁令，2025年9月出台细则，整体供给收紧超预期，钴价中枢逐步抬升；2025年10月16日起刚果（金）取消全面禁令，改为年度出口配额：2025年剩余时间允许出口 18,125吨，2026年和2027年年度上限均为 96,600吨；
- 因为新配额体系准备和落地过程拖延，ARECOMS允许2025年四季度配额延至2026年3月31日前执行；2026Q1刚果（金）钴出口约 48,800吨，低于2025年同期约 123,000吨；整体上26H1钴价呈现高位震荡格局，截至6月26日，钴价为37.3万元/吨。



资料来源： *wind*，路透社，百川盈孚，SMM，长城证券产业金融研究院（钴矿指数以2025年末收盘价为基准值100进行统一处理）

下载日志已记录，仅供内部参考

3.6 钴——2026H2：供需双弱，高位徘徊

供需双弱格局下，钴价有望维持高位

➢ **2025年3月后，刚果金限钴出口禁令及后续配额政策显著改善了电解钴供需格局，2026年1月至今月度供需缺口仍在，值得注意的是伴随前期发货延迟的钴产品在5月陆续到港，5月供需缺口有所收窄；我们认为在刚果金配额维持下的钴行业供给存在约束，尽管需求端较为疲软，仍可维持高位。**

电解钴月度供需平衡

	产量: 吨	进口量: 吨	出口量: 吨	合金需求: 吨	磁材需求: 吨	其他需求: 吨	供应量: 吨	需求量: 吨	平衡值: 吨
2026-05-31	520	1427	255	1288	204	1160	1692	2652	-960
2026-04-30	345	1334	218	1298	219	1680	1461	3197	-1736
2026-03-31	395	961	413	1265	205	1550	942	3020	-2078
2026-02-28	255	1721	313	1198	172	1303	1663	2673	-1010
2026-01-31	305	1901	847	1250	196	1320	1358	2766	-1408
2025-12-31	460	1691	585	1255	210	1148	1566	2613	-1047
2025-11-30	350	1633	1051	1258	215	1155	932	2628	-1696
2025-10-31	510	280	187	1248	230	1150	603	2628	-2025
2025-09-30	1540	861	530	1238	225	1145	1871	2608	-737
2025-08-31	2065	431	411	1235	183	1140	2085	2558	-473
2025-07-31	2090	575	979	1230	180	1133	1686	2543	-857
2025-06-30	2340	547	930	1240	190	152	1957	1582	375
2025-05-31	2990	651	2986	1250	200	160	655	1610	-955
2025-04-30	3650	840	4086	1260	215	177	404	1652	-1248
2025-03-31	5630	525	1352	1228	201	148	4803	1577	3226
2025-02-28	5040	475	452	1185	183	116	5063	1484	3579
2025-01-31	5060	499	1506	1202	188	1368	4053	2758	1295

资料来源： *wind*，SMM，长城证券产业金融研究院

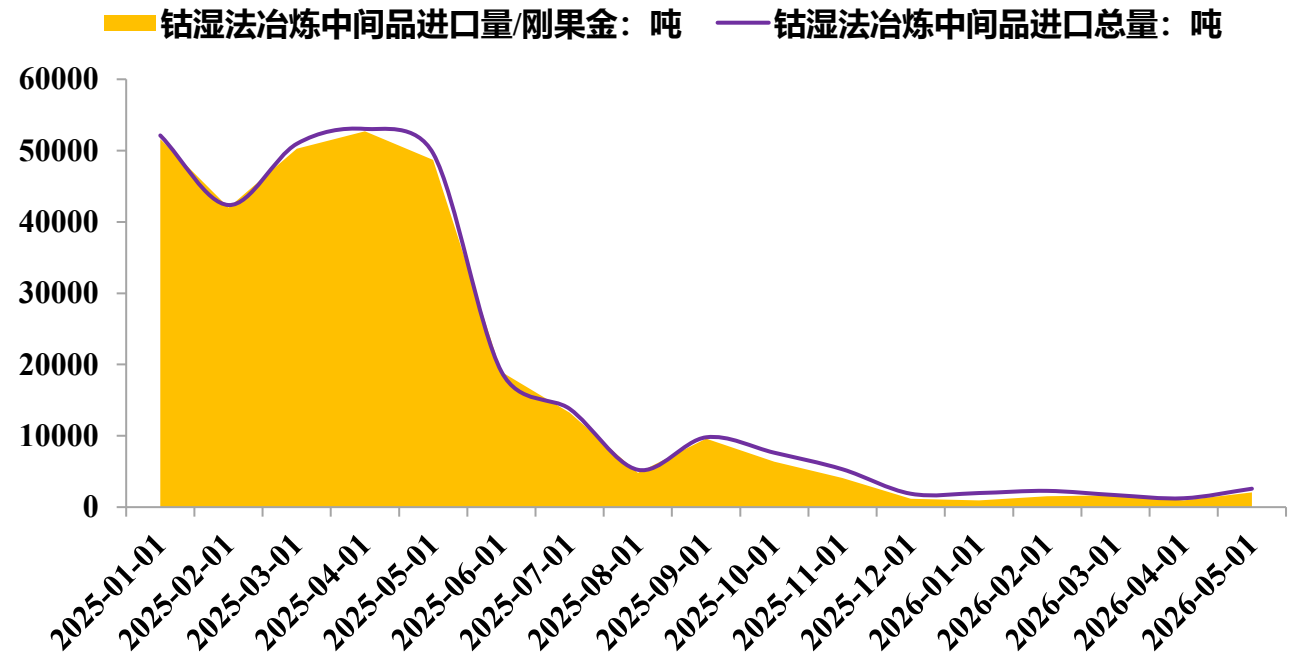
下载日志已记录，仅供内部参考

3.6 钴——2026H2：供需双弱，高位徘徊

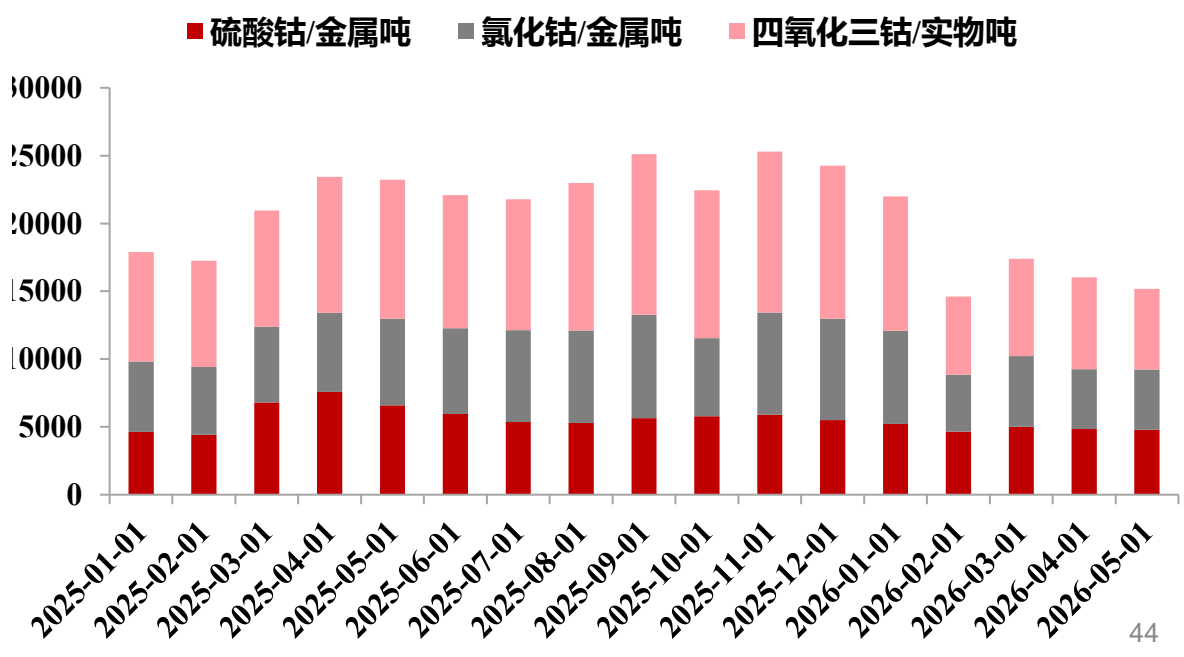
供需双弱格局下，钴价有望维持高位

- 本轮钴周期反转的核心来源于刚果金坚决的出口禁令及后续的配额制政策，从国内进口数据看，2025年5月后进口量断崖式下滑，直至2026年5月整体进口量未有明显修复，验证此次出口管制的有效性，而以量换价的政策效果预计将进一步反馈刚果金政策持续性保持当前约束性政策，供给约束托底本轮周期；
- 从国内钴盐产量看，2026年以来受制于原料端紧张，月度产量仍在持续下滑，也侧面反映需求端疲弱表现。

钴湿法冶炼中间品进口数据



国内各类钴盐产量



资料来源： SMM，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.6 钴——2026H2：供需双弱，高位徘徊

重视配额大户及印尼湿法镍项目伴生钴收益

- 结合前述关于本轮钴价周期仍将在刚果金配额约束下高位维持的判断，我们认为标的端应当优先选择：**①在刚果金年度配额分配中占比较高的企业；②印尼湿法项目量增明确的标的**；

- 建议关注：华友钴业、盛屯矿业、力勤资源、洛阳钼业、腾远钴业、寒锐钴业。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.7 镍——2026H1镍：供给冲击预期下的双峰试探

- 商品表现：2026H1镍价主要跟随印尼供给政策的预期及冶炼成本项目激增的趋势波动，整体呈现宽幅震荡；印尼RKAB政策、硫磺价格、新HPM定价机制为主要扰动因子；高库存之下的过剩基本面仍未发生实质性改善；
- 权益表现：2026H1镍价的核心矛盾，是“印尼供给收紧”的预期，与“全球镍库存仍处历史高位”的弱现实之间的反复博弈；市场从Q1交易印尼控产预期，逐渐转向Q2验证矿端利润、冶炼成本（硫酸&镍矿）和真实减产。



资料来源： *wind*，长城证券产业金融研究院（镍矿指数以2025年末收盘价为基准值100进行统一处理）

下载日志已记录，仅供内部参考

3.7 镍——2026H2镍：供需改善预期仍存

过剩格局暂未缓解，弱势基本面延续

➢ **据SMM，25Q4及26Q1全球原生镍供给分别为96.7/89.27万吨，而全球原生镍需求分别为92.53/85.38万吨，分别过剩4.17/3.89万吨，全行业过剩格局仍在延续，弱势基本面特点突出。**

镍行业供需平衡

日期	全球-纯镍产量: 季度(万镍吨)	中国NPI产量: 季度(万镍吨)	印尼NPI产量: 季度(万镍吨)	全球-FeNi产量: 季度(万镍吨)	全球-原生镍盐产量: 季度(万镍吨)	全球-其他镍原料产量: 季度(万镍吨)	全球-原生镍总供应量: 季度(万镍吨)	中国+印尼不锈钢耗镍量: 季度(万镍吨)	(除中国及印尼)其他国家不锈钢耗镍量: 季度(万镍吨)	全球-电池材料耗镍量: 季度(万镍吨)	全球-合金及特钢耗镍量: 季度(万镍吨)	全球-电镀耗镍量: 季度(万镍吨)	全球-其他下游耗镍量: 季度(万镍吨)	全球-原生镍需求: 季度(万镍吨)	全球-原生镍平衡值: 季度(万镍吨)
2026Q1	27.07	7.35	38.18	5.3	10.35	1.02	89.27	47.73	9.2	11.5	12.28	2.21	2.46	85.38	3.89
2025Q4	26.31	7.66	43.93	6.2	11.58	1.03	96.7	53.1	9.4	11.56	13.23	2.57	2.66	92.53	4.17
2025Q3	26.36	7.42	41.2	6.2	10.06	1.03	92.27	54.03	9.4	11.02	13.35	2.72	2.6	93.12	-0.85
2025Q2	26.15	7.58	42.15	5.8	8.59	1.03	91.29	52.83	9.4	9.51	13.33	2.6	2.54	90.21	1.08
2025Q1	24.06	7.97	41.89	5.5	8.5	1.13	89.05	48.56	9.1	8.88	12.49	2.38	2.46	83.87	5.18
2024Q4	23.3	9.69	40.67	5.6	9.88	1.23	90.38	49.57	9.2	9.87	12.69	2.58	2.52	86.43	3.95
2024Q3	22.75	9.08	34.84	5.8	9.58	1.24	83.3	48.61	9.2	9.54	12.99	2.6	2.52	85.45	-2.16
2024Q2	21.2	8.2	36.48	6.3	9.86	1.19	83.23	46.66	9.2	9.01	12.99	2.64	2.64	83.13	0.1
2024Q1	21.68	8.2	35.62	6.7	9.54	1.08	82.81	45.94	8.9	9.98	12.16	2.39	2.6	81.96	0.85
2023Q4	22.05	9.56	37.19	7	10.16	1.14	87.1	48.34	9.5	9.69	12.68	2.58	2.75	85.54	1.56
2023Q3	20.64	10.22	35.71	6.6	10.74	1.16	85.07	47.75	9.2	10.19	12.35	2.53	2.68	84.69	0.37
2023Q2	19.46	9.41	34.92	7.4	8.87	1.33	81.39	44.71	8.9	8.5	12.3	2.74	2.74	79.88	1.51

资料来源：SMM，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

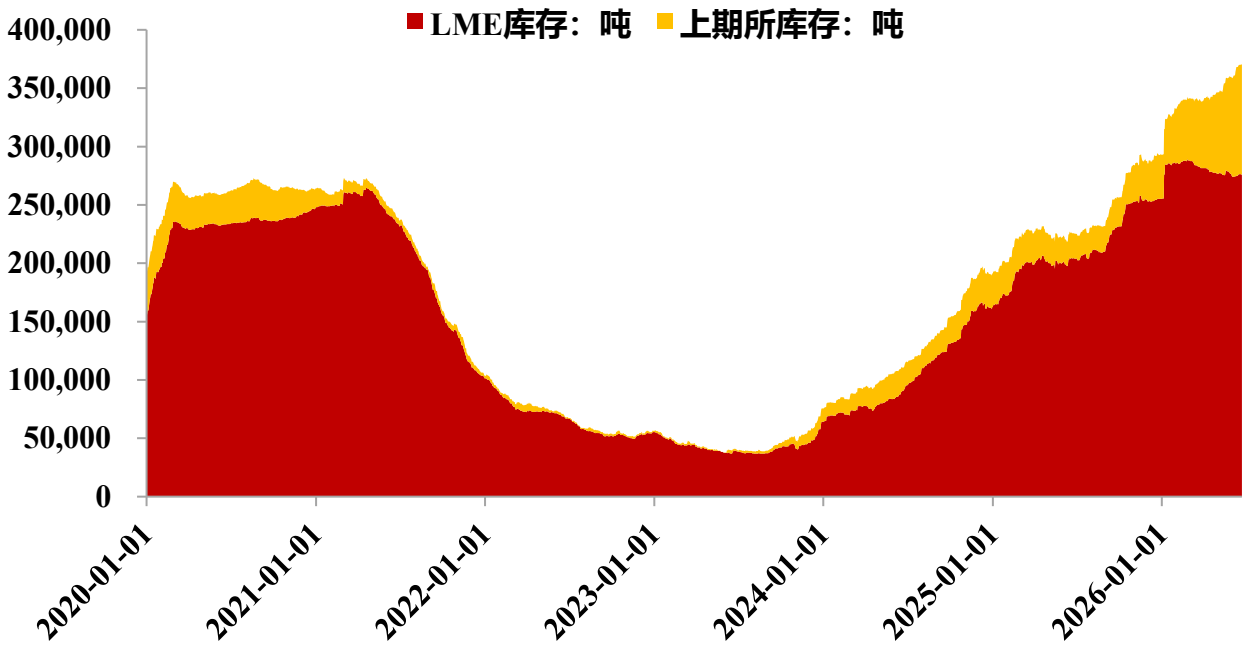
3.7 镍——2026H2镍：供需改善预期仍存

高库存下印尼供给政策仍为核心，资源民族主义趋势下仍具备供需改善预期

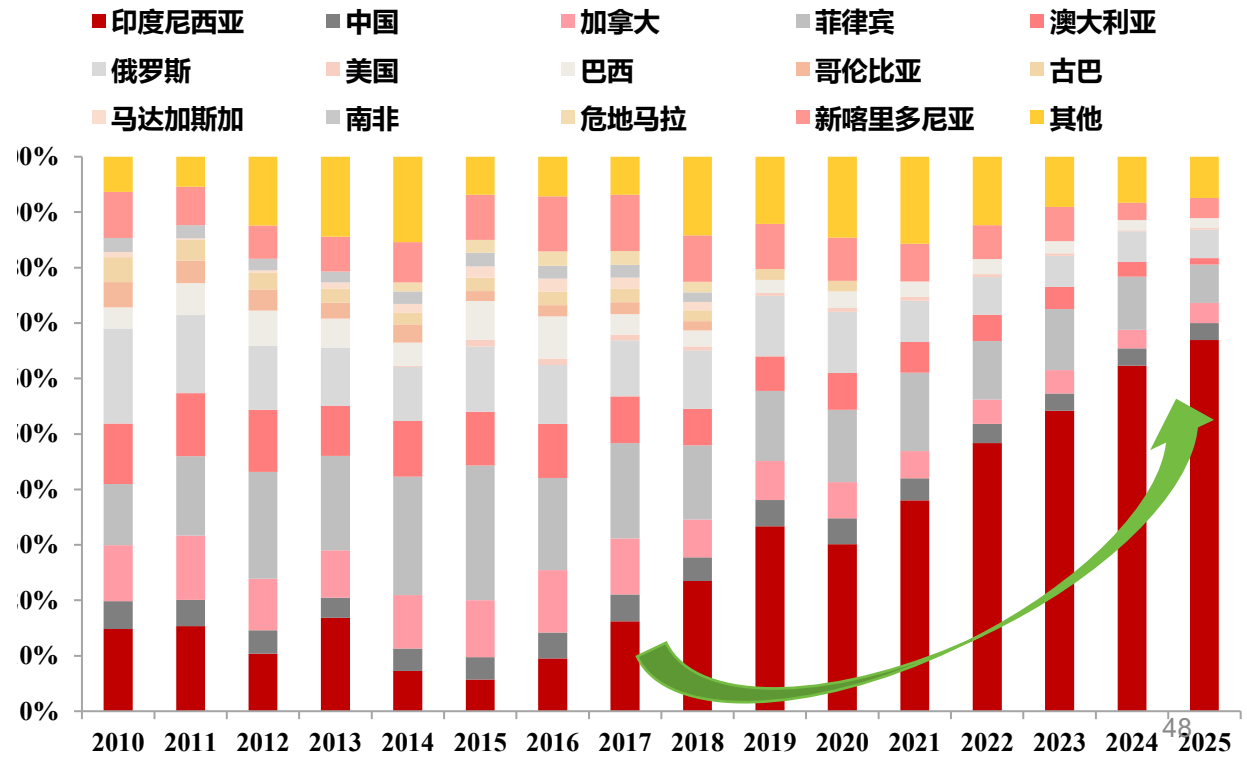
- 镍行业目前高库存压力仍然突出，2026H1上期所+LME累库趋势仍在延续，截至6月23日，LME镍库存约27.5万吨，上期所镍库存约9.5万吨，合计37万吨库存仍处于历史高位，弱势基本面仍在延续；

- 另一方面，2015-2025年，印尼政策通过持续的下游化战略推广，充分发掘其在镍资源领域优势，其在全球镍供给中的比例已由2015年的6%升至2025年的67%，在当前资源民族主义抬升趋势下，印尼政府有望利用其在镍供给上的优势通过缩量推动供需改善，从而提升整体镍资源价值。

LME+上期所镍库存



印尼已成为全球镍供给第一大国



资料来源： *wind*，USGS，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

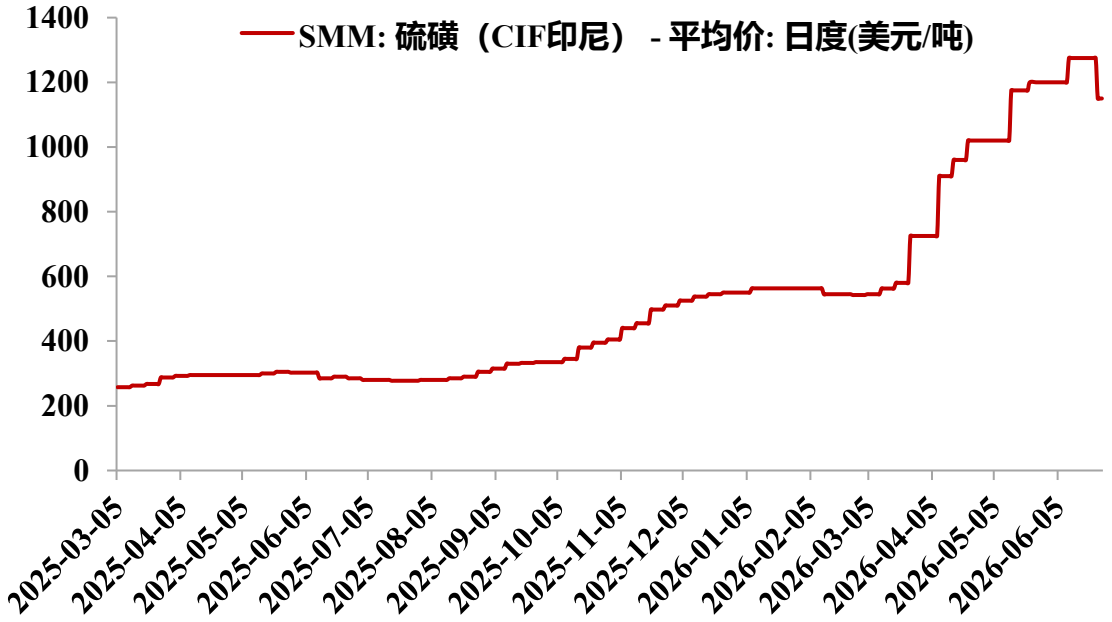
3.7 镍——2026H2镍：供需改善预期仍存

冶炼企业盈利大幅压榨后修复或已在途

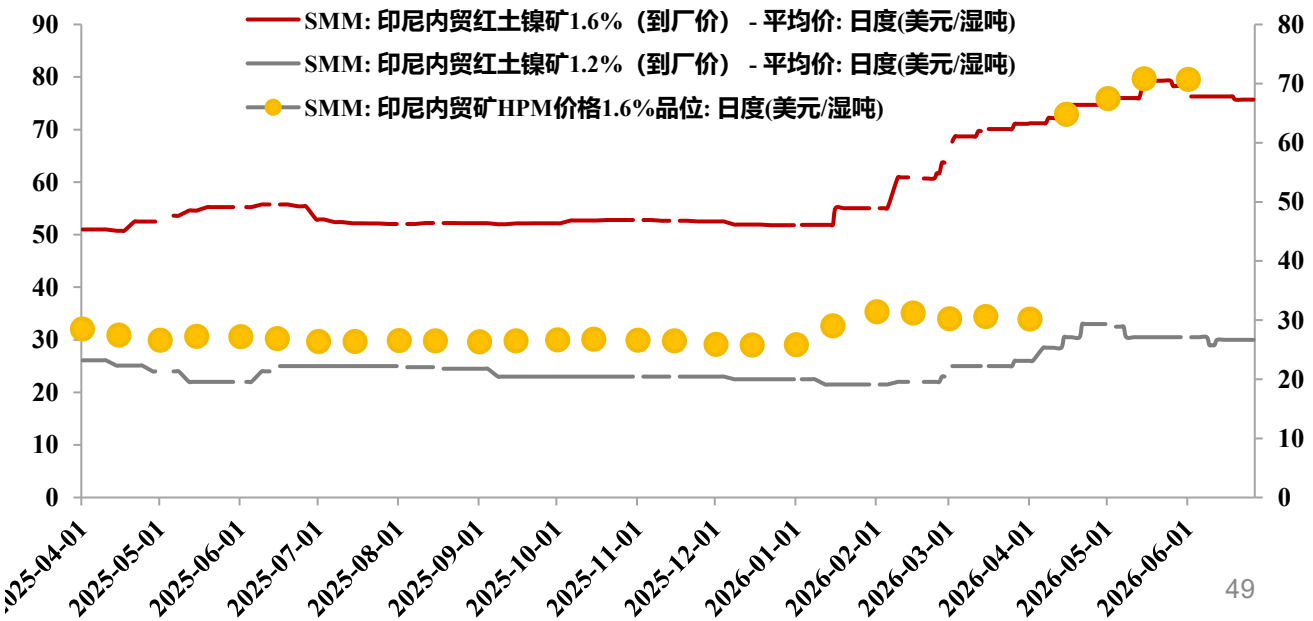
- 2025年至今硫磺价格从200美金/吨暴涨至最高超过1200美金/吨，对于湿法镍冶炼项目而言，单吨镍消耗约9吨硫磺，仅硫磺一项成本就上涨近9000美金，大幅削弱湿法镍项目盈利性。后续若霍尔木兹海峡逐步放开，**则硫磺的战争溢价或将逐步回吐，相关湿法项目盈利则有望修复**；

- 2025年以来，印尼1.6%红土镍矿市场价长期高于HPM；2026年4月新HPM机制实施后，早期升水中相当一部分来自旧公式对1.6%矿和伴生金属价值的低估；4月后HPM快速上修，升水表观收窄，矿价成本底部被制度性抬高。**对产业链而言，利润进一步向矿山资源端转移**，外购矿RKEF/NPI冶炼企业利润承压，湿法HPAL企业也面临低品位矿、硫磺和政策成本的共振抬升。

2025年至今印尼硫磺价格大幅抬升



全新HPM规则颁布后，1.6%镍矿升水快速收窄



资料来源： *wind*，SMM，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.7 镍——2026H2镍：把握盈利修复，关注供需改善

盈利修复趋势明确，供需改善仍需政策助力

- 伴随霍尔木兹海峡逐步开放，硫磺价格的战争溢价有望逐步消退，印尼镍冶炼项目的盈利性有望修复，相关布局企业的盈利水平有望得到重估；
- 华友钴业2025年旗下华飞、华越项目稳产超产，华科项目稳定运营，公司年产12万吨镍金属量Pomalaa湿法项目有望26年底投产；
- 力勤资源印尼的12万吨湿法项目均已实现达产，火法项目一期稳定生产，火法二有望在2026年全部建成达产。

华友钴业权益镍产量/万吨

华友钴业	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
湿法镍产量	9.5	11.4	13.4	19.6	20.3
火法镍产量	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
合计	12.7	14.6	16.6	22.8	23.4

力勤资源权益镍产量/万吨

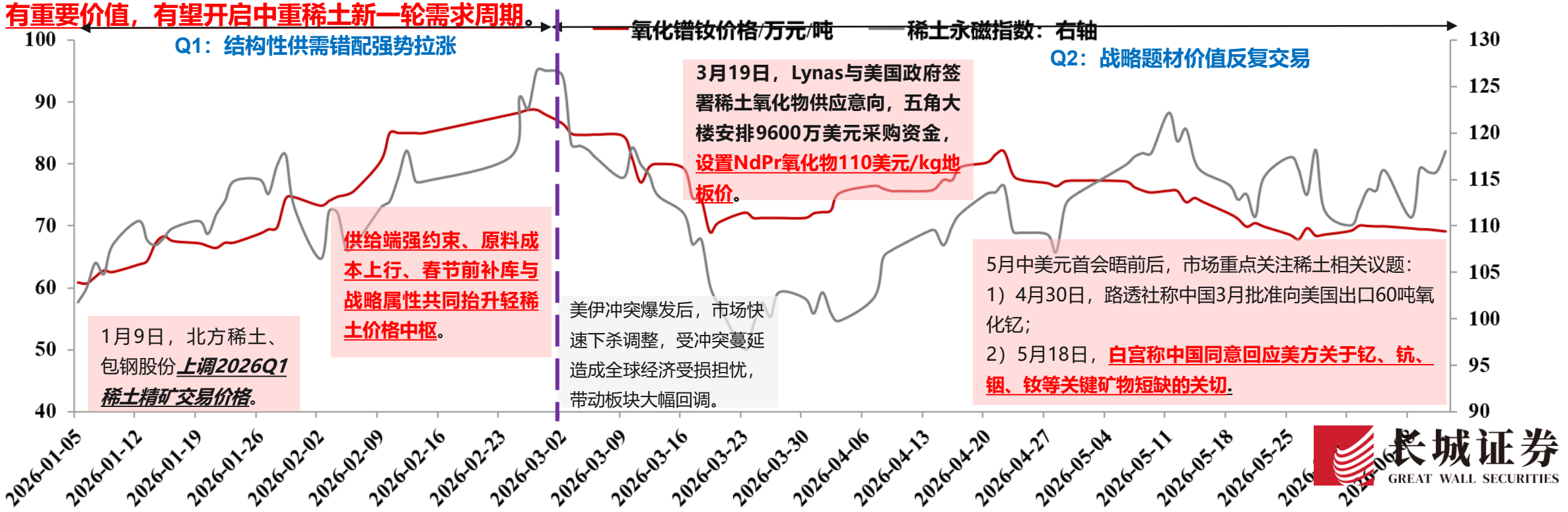
力勤资源	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
湿法镍产量	4.9	7.9	8.6	8.6	8.6
火法镍产量	5.1	6.0	8.7	14.2	15.1
合计	10.0	13.9	17.3	22.8	23.7

资料来源：SMM，各公司公告，长城证券产业金融研究院测算

下载日志已记录，仅供内部参考

3.8 稀土——2026H1复盘：战略王牌新周期推动产业价值重估

- 商品价格表现：2026H1稀土产品价格延续中枢抬升趋势，截至6月19日，26H1氧化镨钕/氧化镝/氧化铽均价分别为76.1/141.5/621.9万元/吨REO，同比+76%/-16%/-8%；
- 板块业绩持续高增：受稀土价格上行带动，板块整体盈利大幅改善，26Q1板块合计利润20.7亿元，环比上涨78%，同比上涨83%；
- 行情复盘：**2026年稀土产业正式进入“战略重估“与”格局重塑”新周期**，前期国内稀土产业已经基本形成对矿端开采、冶炼分离、进口管理、出口审批的全链条管控，供给强约束格局推动稀土价格进入长周期中枢抬升阶段，Q1春节前由下游集中补库带动价格强势上涨推升板块表现；进入Q2板块主要围绕中美元首会面及潜在的稀土管控政策博弈开展；值得重视的是，**部分中重稀土元素在MLCC等受AI产业爆发式发展中受益领域具有重要价值，有望开启中重稀土新一轮需求周期**。



资料来源： *wind*，北方稀土，百川盈孚，新浪财经，路透社，铁合金在线，长城证券产业金融研究院（稀土永磁指数以2026年初值为100）

下载日志已记录，仅供内部参考

3.8 稀土——2026H2：国内强化管控，海外寻求突破

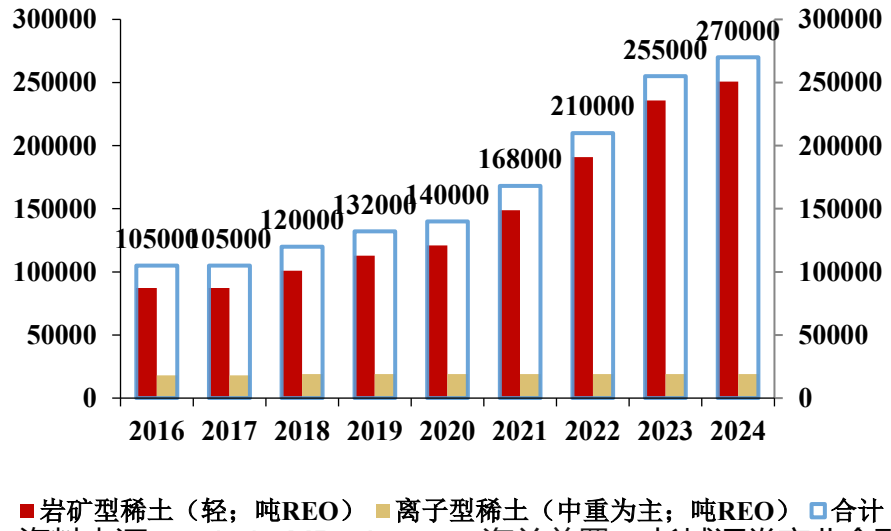
国内强化约束&海外突破仍需时日=供给偏紧

- 国内供给展望：**供应收缩趋势仍将延续**。回顾本轮周期，2024年第二批稀土开采冶炼指标增速转负确立了反转拐点；虽然当前稀土开采与冶炼指标并未对外公示，但结合工信部最新《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理办法》以及当前全产业链强化管控的政策趋势，我们认为**目前政策重在“严控供给与强化管控”，配额更多匹配实际下游需求发展情况，超额释放可能性较小，国内供给整体趋严；**叠加进口矿纳入冶炼分离指标严格管控，预计下半年供给仍将处于偏紧状态，分离企业存在阶段性停产风险；

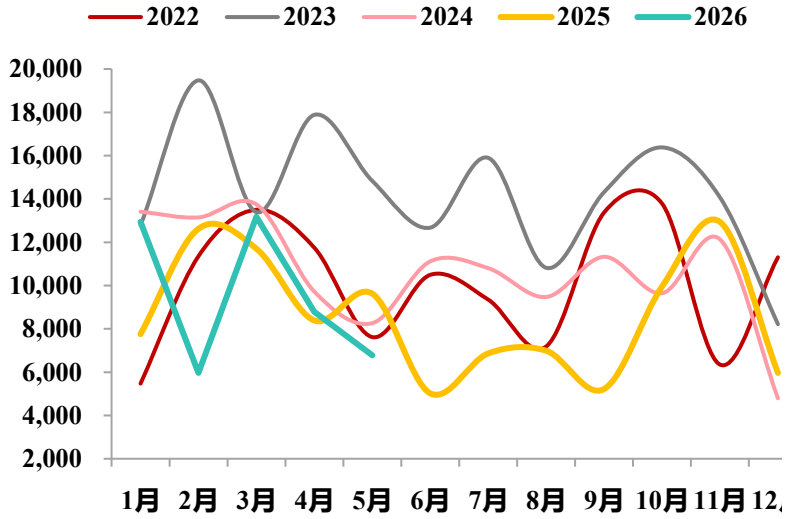
- 海外供给展望：**进口扰动扰动与加工瓶颈并存，实质供给约束**。2026年1-5月，我国进口稀土同比-3%；2025年Q1缅甸矿输华明显停滞、Q2起美国稀土矿受中美关税冲突和MP Materials强化本土产业链诉求影响亦停止输华；我们认为，美国稀土矿在其强化本土供应链建设的趋势下将维持目前停止输华加工的状态，而在海外目前整体稀土加工产能爬坡较慢的背景下，我们认为海外矿对华出口的下行或将直接导致稀土产品供给减少；

- 综上，2026H2稀土行业供给仍面临大国博弈的政策扰动背景以及全球稀土资源丰富但加工产能严重依赖中国的困境，因此**产业层面的供给真正约束仍为中国所垄断的加工产能与持续深化的体系管控政策**，这也将为产业层面提供较强的价格托底；目前我国已对国内原矿、海外原矿加工层面实现系统性管控，后续或将进一步强化对稀土回收加工产能的整合管控。

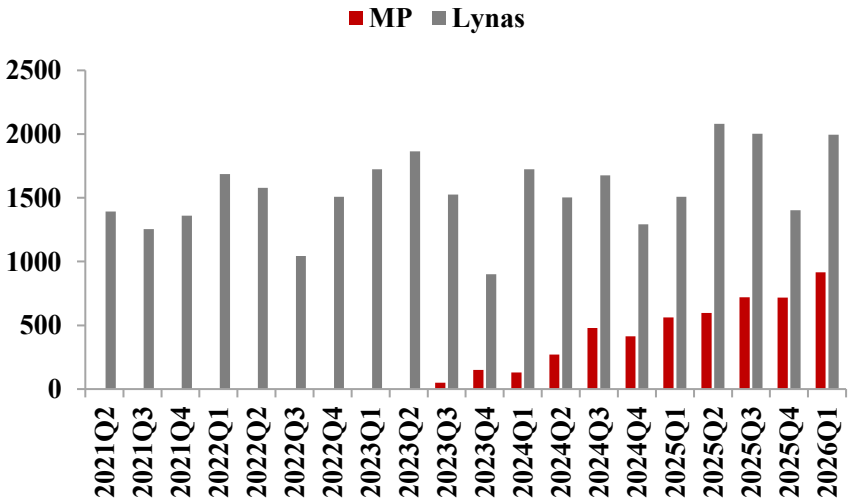
2024年我国稀土开采总量指标27万吨（同比+6%，前值21%）



2026年1-5月我国进口稀土数量同比-3%



2021年至今MP与Lynas季度氧化镨钕产量变化/吨REO



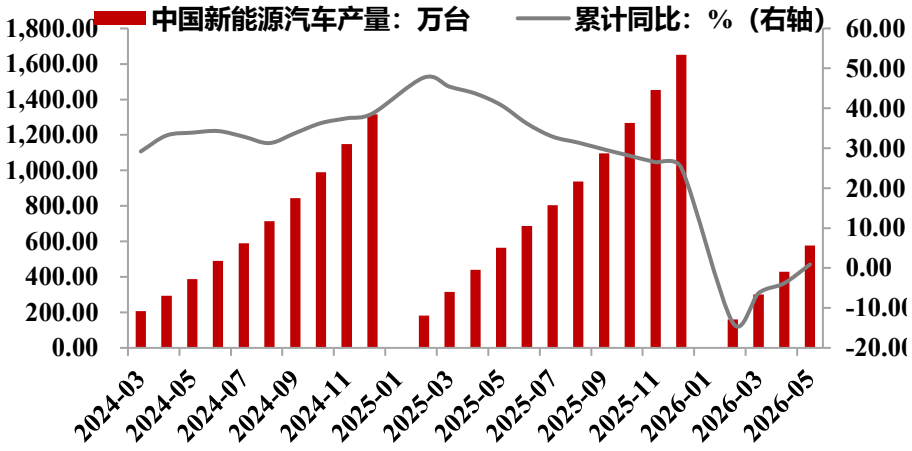
资料来源： *wind*，MP，Lynas，海关总署， 长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

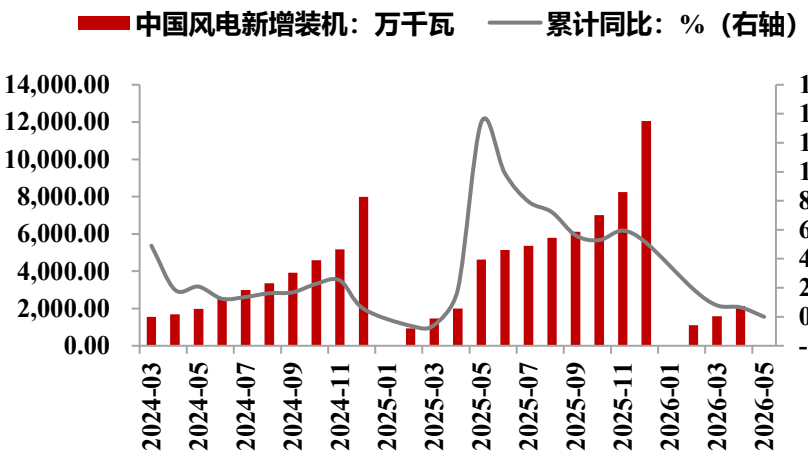
3.8 稀土——2026H2：关注潜在管制扰动，把握新需求发展

终端需求整体稳健，但管制政策或将延续扰动整体需求释放节奏

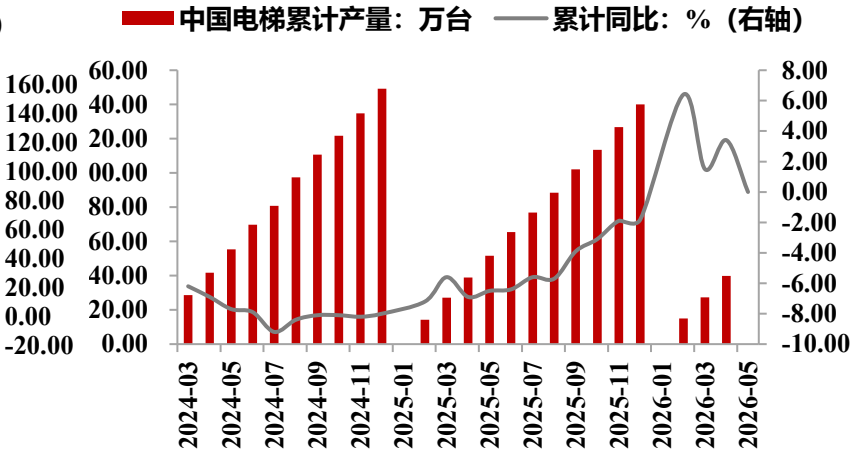
图：1-5月我国新能源汽车产量同比+1%



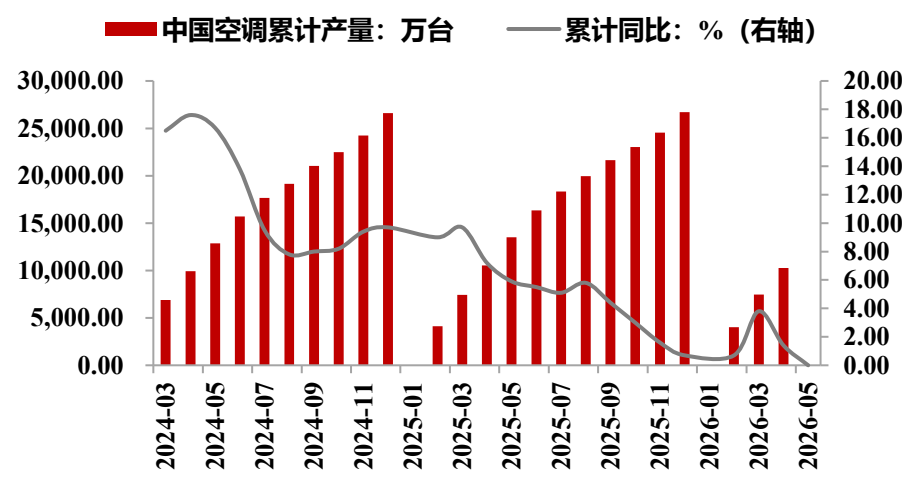
图：1-4月我国风电装机同比+7%



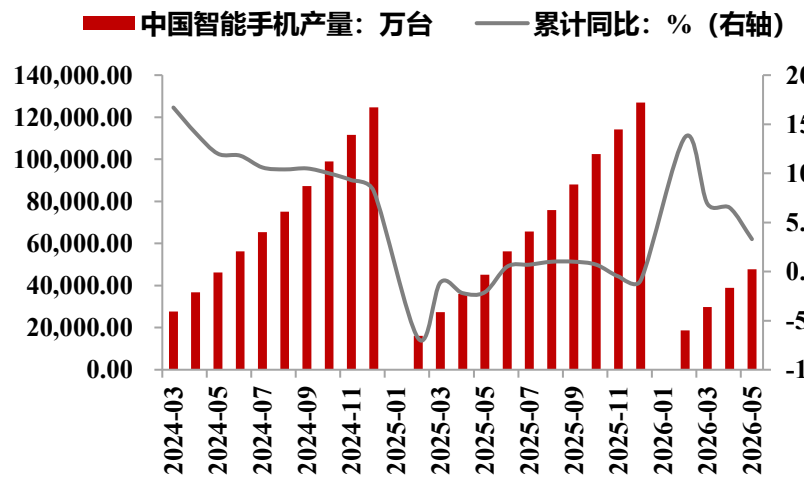
图：1-4月我国电梯产量同比+3%



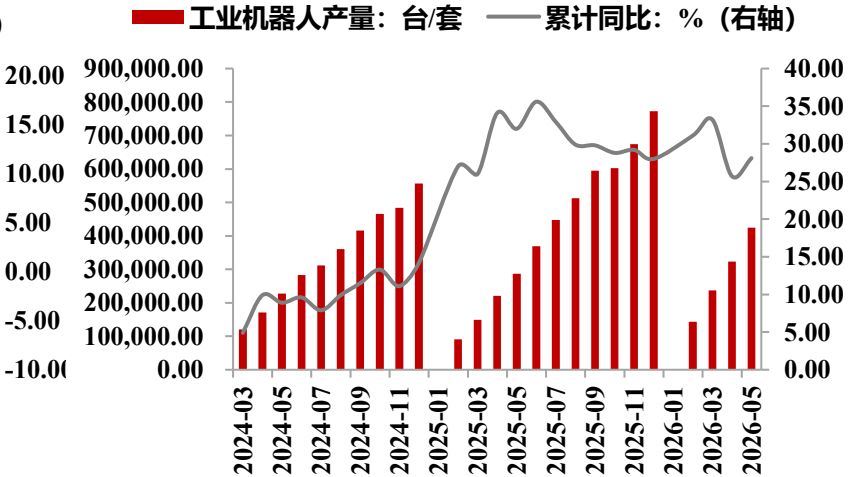
图：1-4月我国空调产量同比+1%



图：1-5月我国智能手机产量+3%



图：1-5月我国工业机器人产量+28%



资料来源： *wind*， 长城证券产业金融研究院

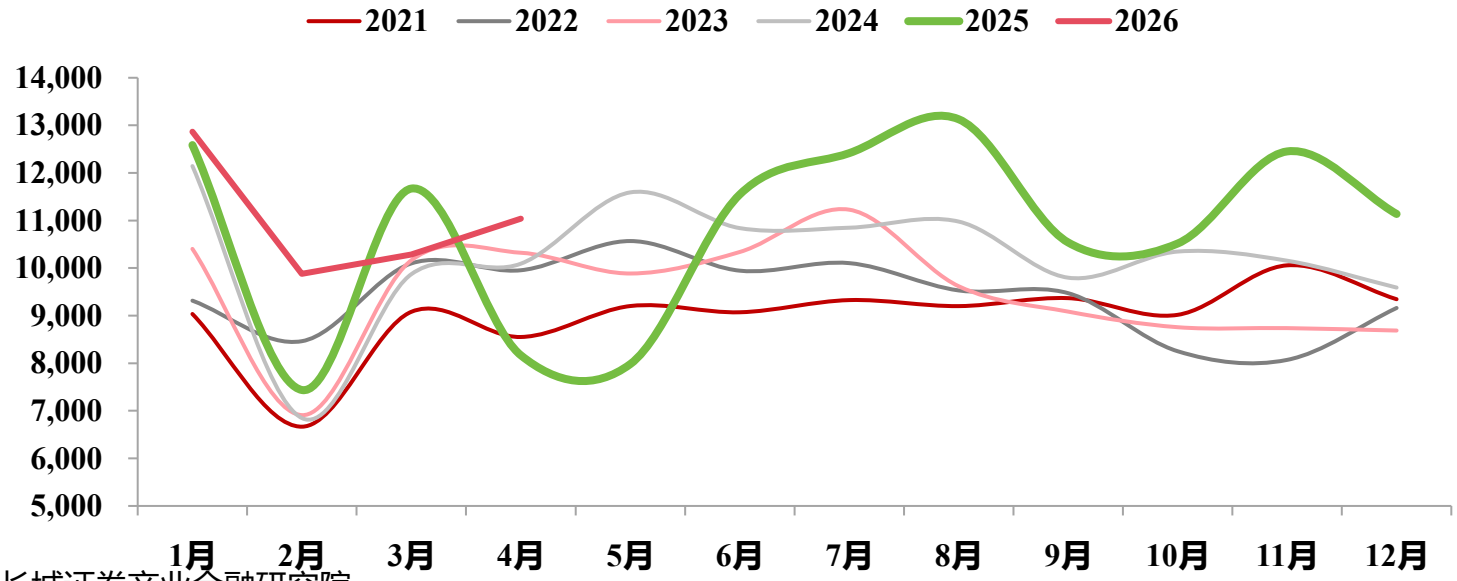
下载日志已记录，仅供内部参考

3.8 稀土——26H2稀土:关注潜在管制扰动，把握新需求发展

终端需求整体稳健，但管制政策或将延续扰动整体需求释放节奏

- 终端需求无虞：稀土磁材的终端集中于新能源汽车、智能手机、空调、风电、机器人等领域，2026年整体景气度较高；
- 高性能AI服务器迭代带动高容、高压、高可靠 MLCC 占比提升，而MLCC的核心介质是钛酸钡系陶瓷，稀土氧化物可作为微量掺杂剂用来改善温度稳定性、绝缘寿命和抗介质退化能力，目前高端MLCC主要为日系厂商，而氧化镝面临严格对日出口管制，结构性供应风险有望放大相关原材料的涨价弹性；
- 出口管制放大外需节奏波动：2023年以来，我国通过修订出口限制目录、发布稀土管制条例、实施两用物项出口管制等措施强化稀土产业链的出口管控，2025年4月与10月两番出口管制显著放大了我国稀土制品出口的波动，进而造成整体价格走势的波动；
- 展望2026H2：大国博弈进程所催生的阶段性政策实施力度或将成为主导年内价格走势的无形之手，因此需求侧除关注终端景气数据、人形机器人、高端MLCC等新领域的发展外，我们认为应当更加重视宏观环境的边际变化以及由此带来的外需释放节奏波动。

图：管制情境下，2025年我国稀土及制品出口波动放大
（2021年至今我国稀土及其制品出口量：吨）



资料来源： 商务部，海关总署，*wind*，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.8 稀土——2026H2稀土:战略王牌新周期，策略思维配稀土

出口管制实施与放开均反映大国博弈的时代底色，宏观视角下稀土配置价值不可忽视

- **供需趋紧态势延续，价格有望高位温和攀升：结合前述对于2026年下半年稀土供需环境的判断，我们认为稀土价格有望在当前的高位支撑明显，并伴随整体需求总量上行中枢持续抬升，且有望出现阶段性供需错配造成的大幅价格波动可能；**
- **战略王牌属性不改：海外强化稀土产业链本土化建设的趋势虽然明确，但短时间内仍难以撼动中国稀土产业链的话语权；另一方面，我们认为大国博弈的时代主线亦将延续，因此稀土作为“大国重器·战略资源”的属性仍将是板块行情的核心发起点。**
- **配置策略：我们认为严控供给之下，稀土价格高位有托底；产业链优势已形成，产业链管控能力已形成且持续强化，大国重器战略属性务必重视；建议配置两条主线：①资源龙头：北方稀土、中国稀土、广晟有色；②伴随稀土价格升高进入盈利“舒适区”的头部磁材企业：金力永磁、宁波韵升、正海磁材、中科三环等。**

稀土磁材板块盈利预测与估值汇总表

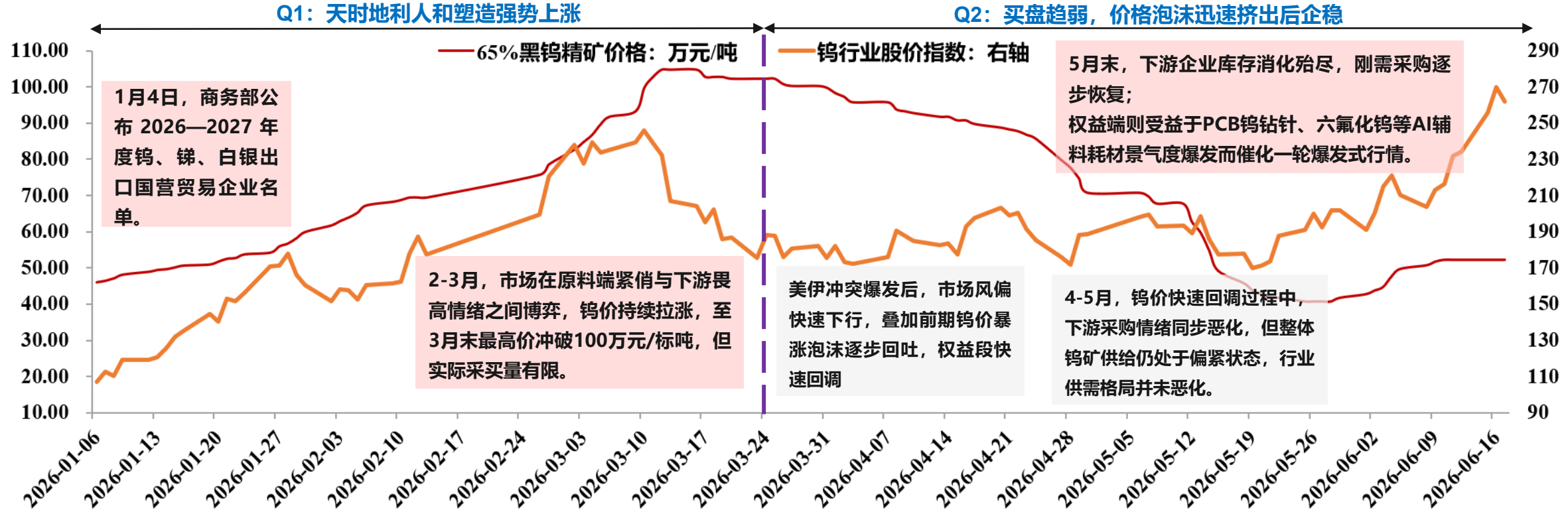
证券代码	证券简称	市值/亿元	盈利预测				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600111.SH	北方稀土	1,515.1	22.5	42.5	52.8	63.5	67	36	29	24
000831.SZ	中国稀土	551.7	1.7	4.7	5.5	6.3	320	119	101	88
600392.SH	盛和资源	396.8	8.4	13.5	17.1	21.4	47	29	23	19
600259.SH	广晟有色	285.9	1.3	5.9	7.3	8.6	224	48	39	33
000970.SZ	中科三环	163.6	0.9	1.9	3.0	3.7	179	86	55	45
300127.SZ	银河磁体	86.6	1.8	——	——	——	49	——	——	——
300224.SZ	正海磁材	109.3	3.1	3.9	4.7	5.7	36	28	23	19
300748.SZ	金力永磁	374.3	7.1	9.3	11.6	14.2	53	40	32	26
301141.SZ	中科磁业	51.9	0.3	——	——	——	156	——	——	——
000795.SZ	英洛华	81.3	1.4	2.0	3.5	5.9	59	40	23	14
600366.SH	宁波韵升	96.4	2.5	——	——	——	39	——	——	——
688077.SH	大地熊	131.3	3.3	——	——	——	40	——	——	——
002645.SZ	华宏科技	29.1	0.6	——	——	——	51	——	——	——

资料来源： *wind*， 长城证券产业金融研究院（标的盈利预测均采用wind一致预期，估值日期为2026年08月06日）

下载日志已记录，仅供内部参考

3.9 钨——2026H1：巨幅波动不改偏紧格局

- 商品表现：2026H1钨价大起大落，Q1延续25Q4涨势加速冲破100万/标吨，随后在4-5月快速挤出泡沫，回落至40万/标吨后企稳继续温和上行；
- 权益表现：权益端整体跟随钨价走势，但回调幅度更为克制，且在Q2末受益于相关AI产业景气向上传导带动钨产业链全链布局标的飙涨，权益涨势逐步脱离商品走势；
- 行情复盘：钨行业供给呈现“资源增量不足、存量品位下滑、国内严控生产”特征，需求端整体与制造业景气度关联呈复苏态势，因此钨价具备中长期中枢上移趋势；26H1钨价受市场风偏及下游采购节奏大起大落，钨价快速上行；我们认为*供给紧缺确立趋势，战略资源定位提升商品价值，宏观流动性则决定短期价格发现速度*，三重共振下确立巨震后钨牛格局不改。



资料来源： wind， wind，商务部，百川盈孚，财联社，长城证券产业金融研究院（钨行业股价指数选取中钨高新、厦门钨业、章源钨业、佳鑫国际资源等4家钨企股价加权计算，以2026年初值为100）

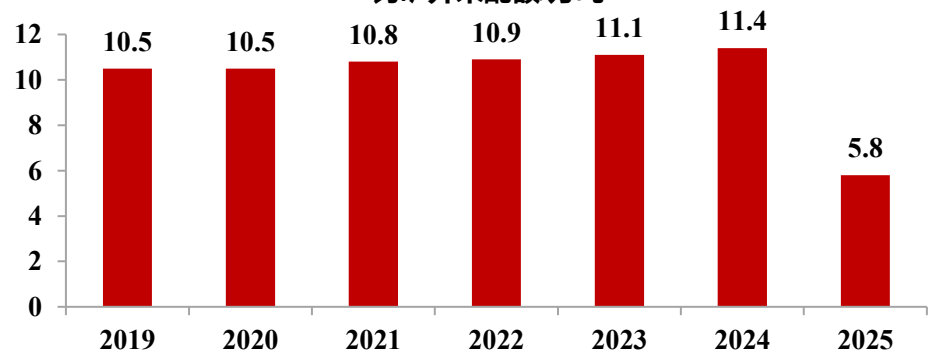
下载日志已记录，仅供内部参考

3.9 钨——2026H2：巨震不改紧张格局

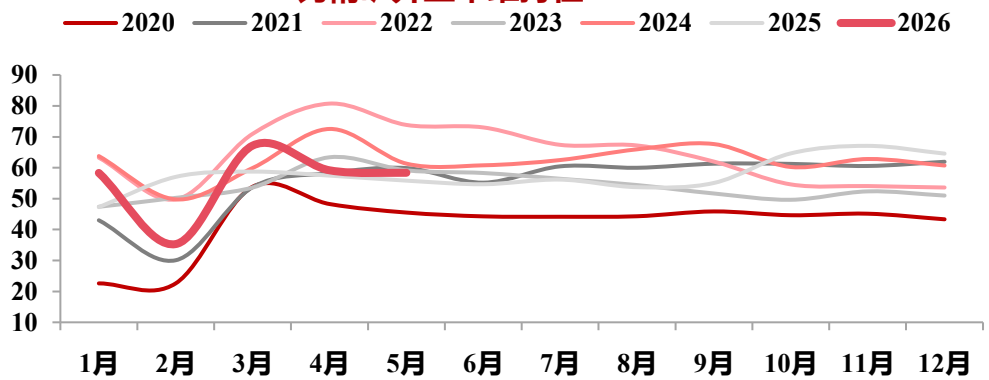
国内外供给困境各异：海外增量有限且节奏延后，国内资源贫化且监管趋严

- 强监管：我国对钨矿开采实施总量控制，近年来开采配额缓慢增长，据SMM：**2026年全国第一批指标开采总量约6万吨，较2025年第一批增加2000吨，增幅3.45%；**另一方面，近年来中央加大对江西、湖南等地环保督察力度，部分矿区因此限产整改阶段性影响供给节奏；综合来看，在国内钨矿品位持续下滑的资源困境下，总量强控与环保督察构成了整体供给释放的中期限制与阶段性扰动，预计这一趋势仍将延续。
- 低库存：据百川盈孚，进入2025年钨精矿工厂库存处于持续去化状态至今，极低库存水平亦指向2026存在刚需补库可能，也将有效支撑钨价。
- 低增量：尽管钨价连创新高，全球钨矿供给新增仍显不足，国内主要增量项目主要集中在江西、湖南、广西等地，预计在2026年至2027年逐步投产；海外增量项目则聚焦于澳大利亚、哈萨克斯坦等地，但整体开发节奏不确定性较高，多个项目存在明显投资、投产延后。

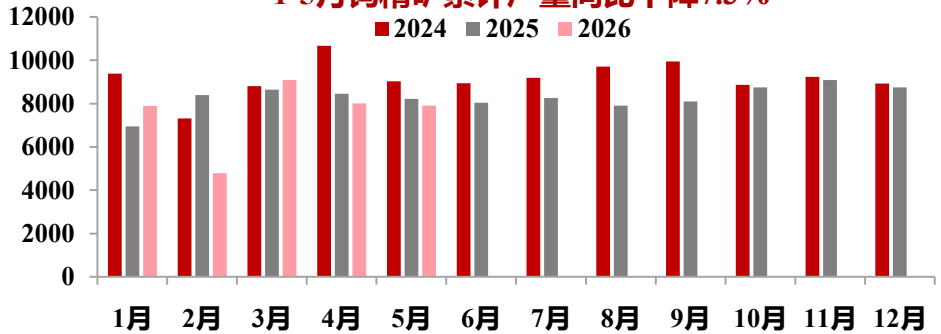
2025年第一批开采指标同比-6.45%



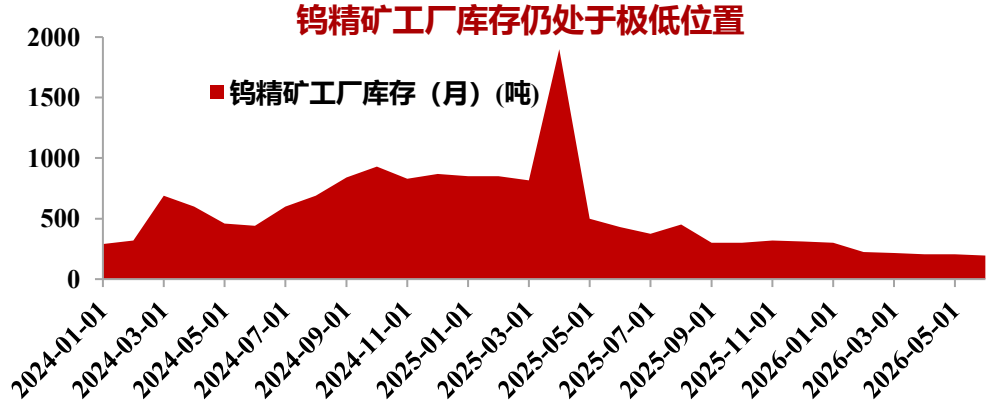
钨精矿开工率维持在50-60%



1-5月钨精矿累计产量同比下降7.3%



钨精矿工厂库存仍处于极低位置



资料来源：自然资源部，长江有色金属网，SMM，百川盈孚，wind， 长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.9 钨——2026H2：巨震不改紧张格局

国内外供给困境各异：海外增量有限且节奏延后，国内资源贫化且监管趋严

- **强监管：我国对钨矿开采实施总量控制，近年来开采配额缓慢增长，据SMM：2026年全国第一批指标开采总量约6万吨，较2025年第一批增加2000吨，增幅3.45%；另一方面，近年来中央加大对江西、湖南等地环保督察力度，部分矿区因此限产整改阶段性影响供给节奏；综合来看，在国内钨矿品位持续下滑的资源困境下，总量强控与环保督察构成了整体供给释放的中期限制与阶段性扰动，预计这一趋势仍将延续。**
- **低库存：据百川盈孚，进入2025年钨精矿工厂库存处于持续去化状态至今，极低库存水平亦指向2026存在刚需补库可能，也将有效支撑钨价。**
- **低增量：尽管钨价连创新高，全球钨矿供给新增仍显不足，国内主要增量项目主要集中在江西、湖南、广西等地，预计在2026年至2027年逐步投产；海外增量项目则聚焦于澳大利亚、哈萨克斯坦等地，但整体开发节奏不确定性较高，多个项目存在明显投资、投产延后。**

近年来国内主要增量钨矿项目

矿山项目	所在省份	所属企业	项目规划	项目进展
修水香炉山	江西	五矿集团	现有2000t/d选矿产能，拟新建2000t/d（66万吨/年）选矿产能	2024年10月香炉山钨业钨资源开发选矿建设项目开工，建设期为2.5年；2025月10月项目选矿综合楼顺利封顶，目标2026年4月启动试生产
柿竹园	湖南	中钨高新	现有7800吨钨精矿产能，规划350万吨采选产能/天（约1万吨/年钨精矿）	预计2027年底前完成技改，技改期间钨精矿产能或有下滑
东阳钨矿	陕西	陕西矿冶集团	设计30万吨采选产能，平均品位1.185%	2024年3月开工，基建期2年
小东坑钨矿	江西	江钨控股集团	设计30万吨采选产能，1700吨钨精矿	2022年8月开工，原计划2025年下半年投产
油麻坡钨钼矿	广西	厦门钨业	设计66万吨采选产能，预计年产钨精矿3200吨	预计2026年建成

近年来海外主要增量钨矿项目

矿山项目	所在国家	所属企业	项目规划	项目进展
Mt Carbine	澳大利亚	EQ Resource	目标年产能1750吨WO3	2024年产量733吨，目前技改中，预计在25Q4融资到位后实现采选产能翻倍，预计26H1实现月采选45万吨目标产量
Saloro	西班牙	EQ Resource	目标年产能1600吨WO3	2024年1月起交付EQR管理，2024年产量1076吨，2025H1产量578吨，25Q3起启动第3台采选机。
Dolphin	澳大利亚	G6M	目标年产能2000吨WO3	2023年起恢复商业化运行，目前处于产能爬坡阶段。
巴库塔钨矿	哈萨克斯坦	佳鑫国际资源	一期设计采选330万吨产能/9313吨精矿；二期投产后达450万吨采选产能/14171吨精矿	2025年4月开启一期商业化生产，2025H1生产1205吨精矿。
Sangdong钨矿	韩国	Almonty	一期采选产能64万吨/2300吨WO3；二期投产后总采选产能升至120万吨/4312吨WO3。	一期已于2025夏季开工，预计25H2投产；二期预计2026开工、2027年投产。
Hemerdon钨矿	英国	Tungsten West	最新可研报告设计年产能约3321吨WO3	5H1完成可研，25H2开展商业融资，026试生产，2027年达产。

资料来源：香炉山钨业，中国五矿，中国有色网，百度百科，中钨高新，《陕西省镇安县东阳钨矿开采项目环境影响报告书》，冶矿集团，陕西国资，江西国资，厦门钨业年报，钨钼云商，各公司官网、公告，佳鑫国际招股说明书，长城证券产业金融研究院

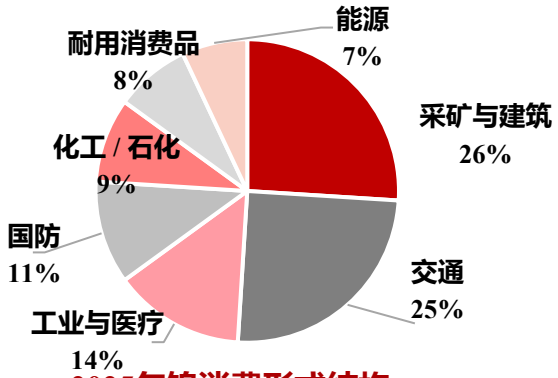
下载日志已记录，仅供内部参考

3.9 钨——2026H2：两翼齐飞，关注全链价值重估

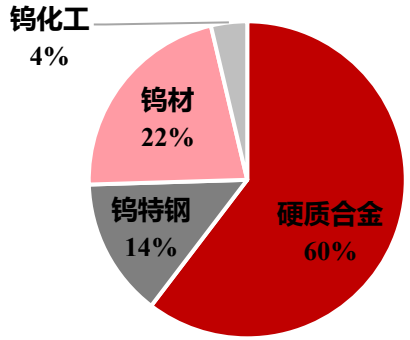
资源溢价+结构性新需求+供应链强管控=全链价值有望重估

- 工业牙齿属性强：从终端消费结构看，钨主要应用于采矿、交通、工业、国防、石化等制造业领域；从消费形式看，钨消费则主要集中于硬质合金（占比58%）；复盘2009年至今数据可得：**硬质合金产量与制造业景气度高度相关，制造业景气周期往往孕育钨的需求爆发**；
- 2022年至今，我国制造业整体处于弱复苏状态，但新能源汽车、光伏、高端制造等结构性亮点突出，相应地，钨行业顺应下游发展趋势亦有明星产品：**钨丝**在硅片生产中大量应用带动钨材消费量大幅上涨；中钨高新·金洲公司储备高性能**PCB钻针**则受益于AI时代PCB板性能升级需求爆发。
- 展望2026H2：我国制造业或仍处于慢复苏状态，海外美伊、俄乌冲突若取得何谈进展则将推动大规模基建修复，全球制造业有望进入景气周期进而拉动钨消费；**而总量逻辑外，AI、可控核聚变、新基建等新应用领域对钨基新材料的边际需求则更应被关注**。

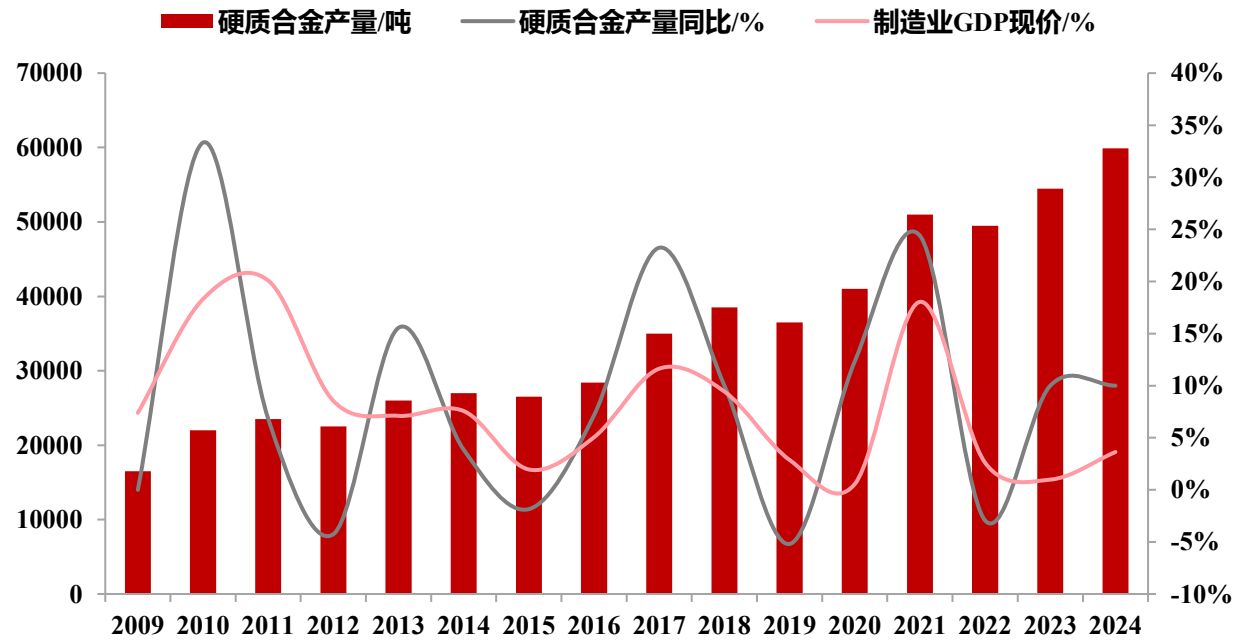
2024年钨终端应用结构



2025年钨消费形式结构



硬质合金产量与制造业景气度呈现强相关趋势



中钨高新金洲公司PCB钻针



六氟化钨 电子特气



资料来源： EQR，ITIA，安泰科，厦门钨业，中钨高新，wind，中国钨协，新材料在线，我的钢铁网，观研天下，中国有色金属报，全国硬质合金行业统计年鉴，中钨在线，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.9 钨——2026H2：高钨可期，全链配置

资源溢价有望向全产业链传导

- 2022年至今在制造业整体弱复苏的需求背景下，钨价中枢持续抬升的动力主要来源于“一强两低”的供给硬约束，2025年至今，延续的供给约束环境、阶段性的供给扰动、大国博弈的宏观背景**加速了钨作为战略资源的价值重估**，2026年下半年供给侧约束格局有望继续保持；
- 展望2026H2，我们认为更应重视需求侧逻辑：一是全球制造业/军工景气周期下钨消费总量的崛起；二是**上游资源价值重估后在顺周期环境向全产业链传导、产业链整体盈利改善**；三是在目前AI等高景气赛道迅速发展的过程中**钨产业链不同环节制品结构性供需矛盾所带来的涨价机遇**。
- 综上，我们认为当前钨行业投资应重点关注两类标的：**①上游资源端保障充分且具备持续扩张潜力的资源类标的；②下游深加工技术积累深厚，具备符合当前新产业趋势的明星产品的新材料标的**。建议关注：中钨高新，厦门钨业，佳鑫国际资源，章源钨业，江钨装备，翔鹭钨业。

钨板块盈利预测与估值汇总表

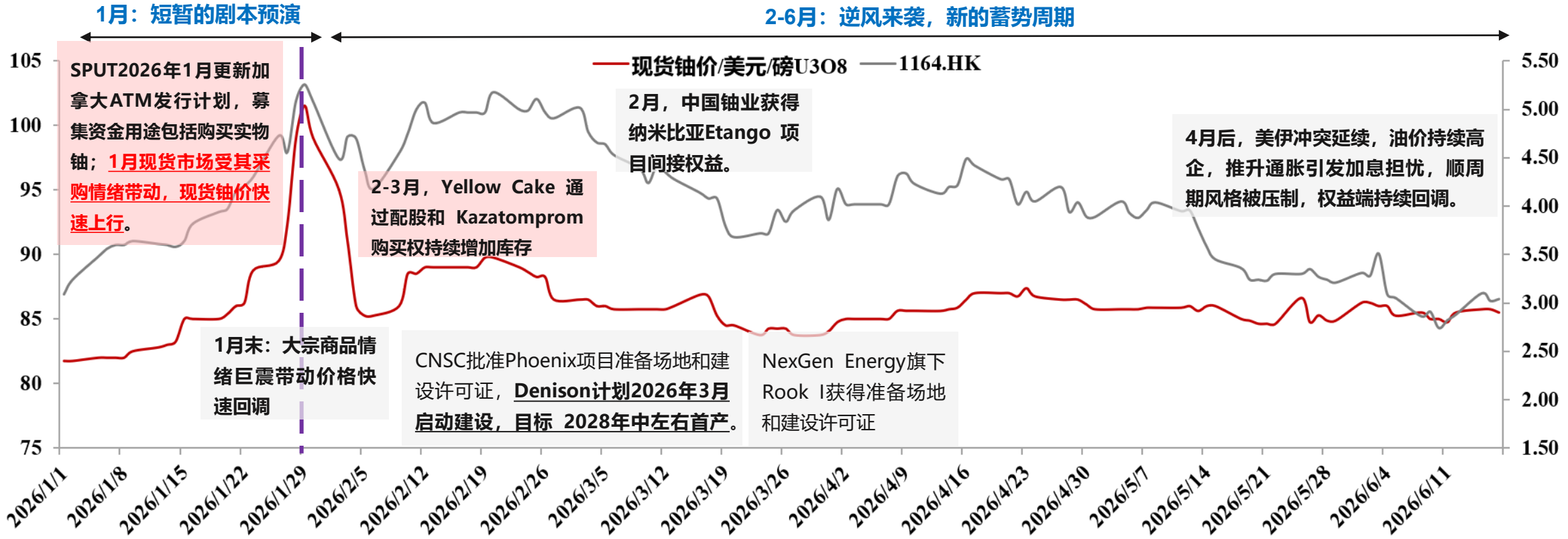
证券代码	证券简称	市值/亿元	盈利预测				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
000657.SZ	中钨高新	478.3	2,244.0	12.81	46.14	48.91	55.99	175	49	46
002378.SZ	章源钨业	145.4	445.8	2.90	——	——	——	154	——	——
600549.SH	厦门钨业	504.1	1,363.9	23.09	50.96	58.45	71.47	59	27	23
002842.SZ	翔鹭钨业	35.0	156.1	1.44	——	——	——	109	——	——
600379.SH	江钨装备	36.9	39.9	0.51	0.65	1.01	1.38	78	61	39
3858.HK	佳鑫国际资源	144.7	302.6	2.76	29.02	49.06	72.36	110	10	6

资料来源： wind，长城证券产业金融研究院（标的盈利预测均采用wind一致预期，估值日期为2026年8月6日）

下载日志已记录，仅供内部参考

3.10 天然铀——2026H1：狂飙后的蓄势

- 商品表现：2026年至今，长协铀价仍然稳步抬升，6月最新长协铀价已达95.5美金/磅U_3O_8，现货铀价则高开低走，1月在相关实物基金采购及其他大宗商品价格飙升的助力下快速升破100美金/磅U_3O_8，但在2月快速挤出泡沫，此后持续维持在85美金/磅U_3O_8;
- 行情复盘：天然铀权益在1月现货铀价狂飙阶段快速上涨，3月后受到现货铀价盘整、美伊冲突造成全球风偏受损的影响出现回调；真正的困境出现在5月后，高油价背景下造成的加息预期提升，使得顺周期风格出现压制，权益端在商品价格稳健的情况下持续失血，估值压制明显。



资料来源： wind，Numerco，Tradingeconomics，Sprott，YellowCake， Denison Mines，CNSC，长城证券产业金融研究院

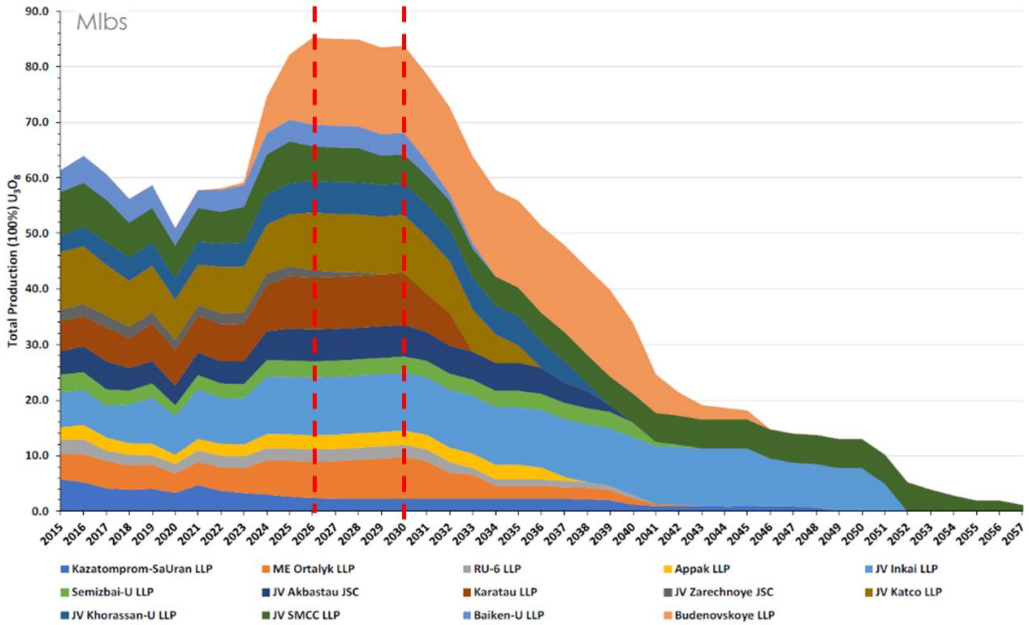
下载日志已记录，仅供内部参考

3.10 天然铀——2026H2：趋势不改，只待东风

资源溢价有望向全产业链传导

- **26H1现货价格高开低走，但长协价格持续向上突破，我们认为“*天然铀远期的供需矛盾将伴随时间的消耗进一步凸显，短期内一些主流矿山若出现产量miss或指引下调则有望成为新一轮铀价上涨的拐点*”，2025年8月下旬，哈原工与卡梅科先后下调产量指引，验证这一判断，也由此夯实了本轮铀价修复向上的拐点。**
- 展望2026H2，Q1 SPUT等实物基金的采购快速带动天然铀的交易情绪，但随后经历美伊冲突挑战后整体市场交易情绪快速回落，而当前市场关于加息预期的交易仍未结束，由此压制顺周期风格演绎，**而与此同时供需基本面支撑下长协价格持续新高**；
- 中长期看，核电远期叙事不断增强进一步夯实需求并且有望在AI需求爆发之下持续强化，而供给侧在经历了23-24年现货价格的大幅波动后，进一步增产的意愿、能力都降面临挑战。由此我们认为：***铀价蓄势已成，权益向上突破只待东风***。

哈原工产量规划



2025-2026全球天然铀矿山增量供给梳理

国家/地区	项目	项目增量情况
加拿大	McClean Lake复产	2025年产量约300tU，远期产量潜力约1200tU
澳大利亚	Honeymoon复产	2023年末投产，2024年产量约327tU，设计产能942tU
哈萨克斯坦	Zhalpak投产	设计产能900tU
	Budenovskoye 6 7投产	设计产能6000tU，2025年产量预计为1300tU
非洲	Langer Heinrich复产	预计2026财年产量1538-1730tU
	Dasa投产	预计年产能约1730tU，原计划于26年初投产
	Kayelekera投产	设计产能约923tU，2025年9月投产

资料来源： wind，Numerco，TradingEconomics，KAP，Cameco，SPUT，Yellow Cake，Boss Energy，Orano，Lotus Resource，Paladin，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.10 天然铀——2026年：迎接全球核电资本开支周期的共振

本轮中国核电资本开支周期进入高潮后，海外资本开支大幕徐徐拉开

- 中国本轮核电建设周期已迎来“收获期”：据梳理，中国自2019年重启核电机组批复以来，经过6年左右建设周期，第一批开工建设机组已陆续接近建设尾声，即将并网运行，截至2024年末中国在运核电机组容量约61GW，预计2025-2026中国新并网核电机组规模约为8.6GW，增长15%；
- 近年来，海外核电发展亦获得各国政府支持声援，但整体批复、投资、建设进度较慢，特朗普政府继2025年5月宣布核能振兴令后，2025年10月宣布与Cameco建立合作伙伴关系，将加快部署Cameco旗下西屋公司核反应堆，预计将为其提供约800亿美金投资，我们认为此举或为美国本土大型核电机组建设重新启动的启点，也昭示海外核电资本开支周期即将进入加速阶段；
- AI的快速发展催生了巨大算力需求，算力的背后则需要稳定可靠且丰富的电力支撑，核能作为最稳定的发电形式之一必将再获青睐，全球核电需求正在中国逐步兑现、美国投资加速的趋势下稳健增长，进而催生持续稳定增长的天然铀需求。

2025-2026我国预计并网核电机组项目梳理

序号	机组名称	厂址	装机容量(MW)	核准日期	开工日期	工程进展
1	漳州2号	福建漳州	1212.00	2019年1月30日	2020年9月4日	热试完成
2	太平岭2号	广东惠州	1202.00	2019年1月30日	2020年10月15日	热试完成
3	太平岭1号	广东惠州	1202.00	2019年1月30日	2019年12月26日	热试完成
4	三澳1号	浙江温州	1210.00	2020年9月2日	2020年12月31日	热试完成
5	昌江3号	海南昌江	1200.00	2020年9月2日	2021年3月31日	冷试完成
6	田湾7号	江苏连云港	1274.00	2021年5月19日	2021年5月19日	冷试完成
7	昌江小堆示范工程	海南昌江	125.00		2021年7月13日	冷试完成
8	三澳2号	浙江温州	1210.00	2020年9月2日	2021年12月30日	穹顶就位

Cameco与美国政府达成史诗级合作关系

Cameco and Brookfield establish transformational partnership with United States Government

Cameco and Brookfield establish transformational partnership with United States Government to accelerate deployment of Westinghouse nuclear reactors

Cameco Corporation (TSX: CCO; NYSE: CCJ) today announced that it, along with Brookfield Asset Management (Brookfield), has entered into a binding term sheet with the United States Department of Commerce (US Government) to establish a strategic partnership, which is expected to accelerate the global deployment of Westinghouse Electric Company's (Westinghouse) nuclear reactor technologies and reinvigorate supply chains and the nuclear power industrial base in the US and abroad.

The agreement provides for the US Government to arrange financing and facilitate the permitting and approvals for new Westinghouse nuclear reactors to be built in the US, with an aggregate investment value of at least US$80 billion, including near-term financing of long lead time items. Once constructed, the reactors are expected to generate reliable and secure power for the American grid, including powering significant data center and compute capacity to drive growth in artificial intelligence in the United States.

Downloads

News Release (PDF, 101 KB)

Share

资料来源：上海核电办公室，中核智库，新华网，中国广核集团，中国华能，苍南县人民政府，央广网，央视网，潮新网，Cameco，新浪财经，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.10 天然铀——2026H2：蓄势待发

核心矛盾在于远期需求增长叙事不断强化，而供给端的增长困难被低估

- **商品：结合前述供需分析，天然铀需求叙事不断强化，且中国增量需求已逐步兑现，而在供给侧“存量退出、新增乏力”的困局并没有在2023年以来的这轮铀价上涨中被有效解决，主力矿商在2025年中期先后下调产量指引或也指向当前铀价的“刺激效应”不足，由此推动铀价再上一层；2025年7月至今，长协铀价已连续1年上涨（最新为95.5美金/磅）也验证了此判断；我们认为在供给困局未被有效解决前，铀价长牛态势不变，长协价格连续上涨趋势有望延续，现货市场则有望在本轮海外降息周期的推动下迎来共振上行，弹性可期。**

- **权益：推荐关注目前全球需求增量最为显著的中国核电运营商旗下核心铀资源运营商：背靠中广核集团的中广核矿业&背靠中核集团的中国铀业，铀价上行周期叠加需求侧持续增长有望塑造此类铀矿企业量价齐升。**

天然铀板块盈利预测与估值汇总表

证券代码	证券简称	市值/亿元	盈利预测				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
1164.HK	中广核矿业	200	3.2	8.6	10.8	12.6	63	23	19	16
001280.SZ	中国铀业	1,340	16.45	25.2	38.9	44.5	81	53	34	30

资料来源： wind，Cameco，长城证券产业金融研究院（标的盈利预测均采用wind一致预期，估值日期为2026年6月18日）

下载日志已记录，仅供内部参考

长城证券
GREAT WALL SECURITIES

04

关注标的

下载日志已记录，仅供内部参考

关注标的

➢ **大金属：**

铜：紫金矿业、金诚信、洛阳钼业；铝：云铝股份、中国宏桥、创新实业；贵金属：赤峰黄金，山东黄金，盛达资源；锂：中矿资源、盐湖股份、藏格矿业；钴：华友钴业；镍：力勤资源；钢铁：南钢股份、久立特材、中信特钢。

➢ **AI金属：**

锗：云南锗业、驰宏锌锗；铟：锡业股份、华锡有色、株冶集团、中金岭南；锡：华锡有色、锡业股份、兴业银锡；钨：江钨装备、中钨高新、厦门钨业；钽：国泰集团、稀美资源、东方钽业、有研新材；铼：赛恩斯；镓：中国铝业；钼：金钼股份、洛阳钼业；稀土：广晟有色、北方稀土、中国稀土；磁材：宁波韵升、金力永磁、正海磁材；铀：中广核矿业。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

1、金属价格大幅波动风险：金属价格受宏观流动性、供需预期及投机资金等多重因素影响，短期波动幅度可能显著加大。若价格出现超预期下跌，将直接影响相关企业盈利水平及板块投资逻辑。

2、下游需求修复不及预期风险：金属需求与宏观经济周期高度相关，若下游地产、消费及制造业等领域复苏力度弱于预期，将导致金属消费增速放缓。需求端的持续疲弱可能打破当前供需紧平衡格局，对金属价格形成压制。

3、行业供给超预期风险：若主要矿产国政策放松、新建矿山投产进度快于预期或冶炼产能集中释放，行业供给增量可能超出市场预期。供给端的超预期增长将改变供需缺口判断，进而影响金属价格中枢与板块盈利预测。

4、地缘政治与大宗商品波动风险：全球地缘冲突可能引发关键矿产出口管制、能源运输通道中断及大宗商品价格剧烈波动，对金属供应链和生产成本造成冲击。地缘局势的不确定性将放大板块系统性风险，影响市场风险偏好与估值水平。

5、海外货币政策变动风险：海外主要央行货币政策调整将通过美元指数、全球流动性及风险偏好等渠道影响大宗商品定价。若货币政策转向超预期，可能导致金属价格大幅波动，并对新兴市场资产估值形成系统性压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券 GREAT WALL SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

下载日志已记录，仅供内部参考

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；

增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；

持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；

卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

行业指中信一级行业，市场指沪深300指数

长城证券 GREAT WALL SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层

邮编：100031

传真：86-10-88366686

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

长城证券
GREAT WALL SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

长城证券
GREAT WALL SECURITIES

长城研究·与您共成长

长城证券产业金融研究院