仅供内部参考，请勿外传

国联民生证券 GUOLIAN MINSHENG SECURITIES

有色金属行业 2026 年中报总结

26H1 业绩亮眼，风吹山角晦还明

- **有色板块盈利持续改善，二级市场表现好。从二级市场来看：**2026 年中至 9 月 11 日有色金属板块整体下跌 3.88%，板块排第 20，其中 2026Q2 有色金属下跌 3.74%，板块排名第 14；2026 年 H1，有色金属下跌 0.22%，板块排名第 13。**从业绩来看：**2026H1 有色板块归母净利润同比增长 107%，2026Q2 有色板块归母净利润同比上升 102%，环比上升 10%，其中锂板块表现尤其亮眼。**从机构持仓来看，**SW 有色 2026Q2 基金持仓比例环比下跌 3.21pct 至 4.11%。
- **投资建议：看好铜铝、贵金属以及能源金属投资机会。（1）工业金属：供给延续紧张态势，金属价格中枢抬升。**铜：供应扰动仍存，大型矿山复产延后导致矿铜产量下滑，再生铜产量也受政策影响减少，需求端 AI、新能源车等新兴领域持续拉动，铜价中枢持续抬升。铝：霍尔木兹海峡放开压力测试下铝价维持高位，电解铝高盈利持续。**重点关注：西部矿业、紫金矿业、洛阳钼业、盛屯矿业、创新实业、天山铝业、神火股份、中孚实业、中国铝业、宏桥控股、云铝股份，建议关注金诚信、中国有色矿业、五矿资源、中国宏桥。（2）贵金属：底部反弹，前景广阔。**3 月以来美伊谈判陷入僵局，油价保持高位，美元在石油美元交易体系下走强，金价在 6 月末触及底部约 4000 美元/盎司，后续伴随美国数据走弱以及债务问题发酵金价底部反弹。中长期看，金价主线仍是央行购金+美元信用弱化+美国内部矛盾的长逻辑。2026 年二季度全球央行购金环比大幅增长，创单季度历史新高，ETF 交易 7 月回暖。我们依旧看好未来中长期的金价中枢上移。**重点关注：万国黄金集团、赤峰黄金、潼关黄金、中国黄金国际、紫金黄金国际、中金黄金、灵宝黄金、山金国际、山东黄金、招金矿业，白银标的建议关注盛达资源和兴业银锡。（3）能源金属：供需格局改善，看好价格中枢向上。**1）锂：供给继续增长，但投产高峰期已过，供给增速放缓，需求端储能在政策及市场双轮驱动下，接力新能源车成为第二增长极，需求增速快于供给增速，2026-2028 年行业供需维持紧平衡，看好锂价中枢向上；2）钴：刚果金配额制落地，供给大幅收缩，消费电子需求偏弱，但原料紧张格局未改，支撑钴价中枢上移；3）镍：印尼收紧 RKAB 配额，矿端供给下降，印尼政府修正镍矿 HPM 公式，提高镍矿价格，印尼资源民族主义倾向明显，支撑镍价上涨。**投资建议：锂板块：重点关注中矿资源、国城矿业、大中矿业、盛新锂能、永兴材料、雅化集团、藏格矿业、盐湖股份、赣锋锂业、天齐锂业；镍钴板块，建议重点关注力勤资源、华友钴业。**
- **风险提示：**金属价格大幅下跌，终端需求不及预期，海外经济衰退风险，地缘冲突加剧风险，供需测算不准确的风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价（元）	EPS（元）			PE（X）			评级
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
601168	西部矿业	36.19	3.43	4.04	4.52	11	9	8	推荐
601899	紫金矿业	32.17	3.06	3.64	4.01	11	9	8	推荐
603993	洛阳钼业	17.84	1.49	1.63	1.71	12	11	10	推荐
3939	万国黄金集团	13.52	0.52	1.29	1.73	26	10	8	推荐
600988	赤峰黄金	45.44	2.28	2.95	4.02	20	15	11	推荐
2099	中国黄金国际	219.65	15.64	17.92	23.89	14	12	9	推荐
600595	中孚实业	6.10	1.03	1.04	1.05	6	6	6	推荐
002738	中矿资源	44.27	3.54	7.43	10.49	13	6	4	推荐

资料来源：ifind，国联民生证券研究所预测；

（注：股价为 2026 年 9 月 16 日收盘价；1 港币=0.856 人民币，1 美元=6.711 人民币）

推荐　维持评级



分析师　邱祖学
执业证书：S0590525110009
邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn
分析师　张弋清
执业证书：S0590525110010
邮箱：zhangyiqing@glms.com.cn
分析师　李挺
执业证书：S0590525110011
邮箱：lting@glms.com.cn
分析师　南雪源
执业证书：S0590525110012
邮箱：nanxueyuan@glms.com.cn
分析师　王作燊
执业证书：S0590526070006
邮箱：wangzuoshen@glms.com.cn

相对走势



相关研究

1. 有色金属周报 20260906：美国非农就业数据超预期，短期压制金属价格-2026/09/06
2. 有色金属周报 20260830：杰克逊霍尔表态偏鹰，短期压制金属价格-2026/08/30
3. 有色金属周报 20260823：美债担忧加剧，贵金属价格大涨-2026/08/23
4. 有色金属周报 20260816：美国加息预期进一步回落，金属价格易涨难跌-2026/08/16
5. 有色金属周报 20260809：美国加息预期大幅下降，贵金属进入右侧行情-2026/08/09

仅供内部参考，请勿外传

目录

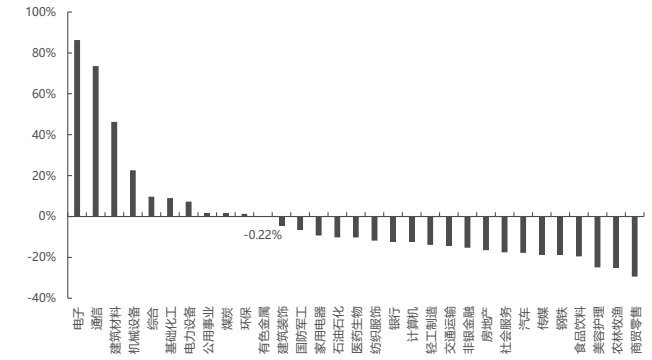
1 有色金属：2026H1 整体业绩亮眼，26Q2 行业利润上涨明显 3
2 细分板块来看：价格强势，业绩亮眼 9
2.1 基本金属：价格除铅外均上涨，盈利持续改善 9
2.2 贵金属：金价触底，板块业绩环比承压 11
2.3 能源金属：锂价上涨，锂矿股业绩大幅改善 13
3 机构持仓：2026Q2 持仓环比下跌 21
4 2026H2 展望：看好铜铝、贵金属以及能源金属投资机会 24
4.1 工业金属：矿端+再生铜供应紧张，金属价格中枢抬升 24
4.2 贵金属：底部反弹，前景广阔 33
4.3 能源金属：供需格局改善，看好价格中枢上移 39
5 投资建议 45
6 风险提示 46
插图目录 47
表格目录 48

仅供内部参考，请勿外传

1 有色金属：2026H1 整体业绩亮眼，26Q2 行业利润上涨明显

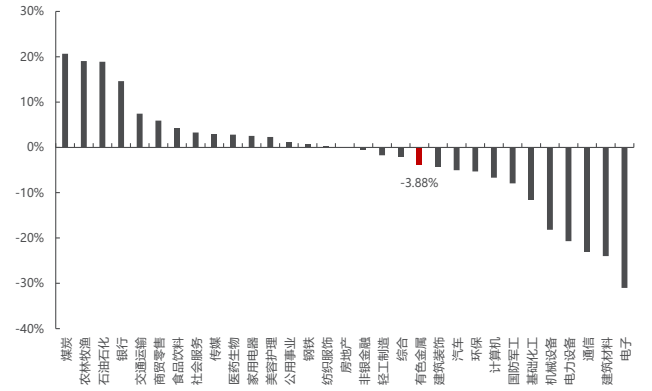
2026H1 有色金属板块小幅下跌 0.22%，2026 年中至今（2026 年 9 月 11 日）有色金属板块下跌 3.88%，位列第 20。

图1：2026H1，有色金属板块下跌 0.22%



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图2：2026 年中至今，有色金属板块下跌 3.88%



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

对比指数而言，2026 年中至今（2026 年 9 月 11 日）有色板块表现更优。2026 年中至今（2026 年 9 月 11 日）有色金属板块下跌 3.88%，市场表现优于于上证综指（-5.04%）与沪深 300（-9.42%）。分阶段来看，2026 年 Q2 有色金属板块下跌 3.74%，沪深 300（11.90%）、上证综指（5.20%）表现更优；2026 年 H1 有色金属板块下跌 0.22%，沪深 300（7.55%）、上证综指（3.16%）表现更优。

表1：2026 年中至今（2026 年 9 月 11 日）有色金属板块表现强于指数（单位：%）

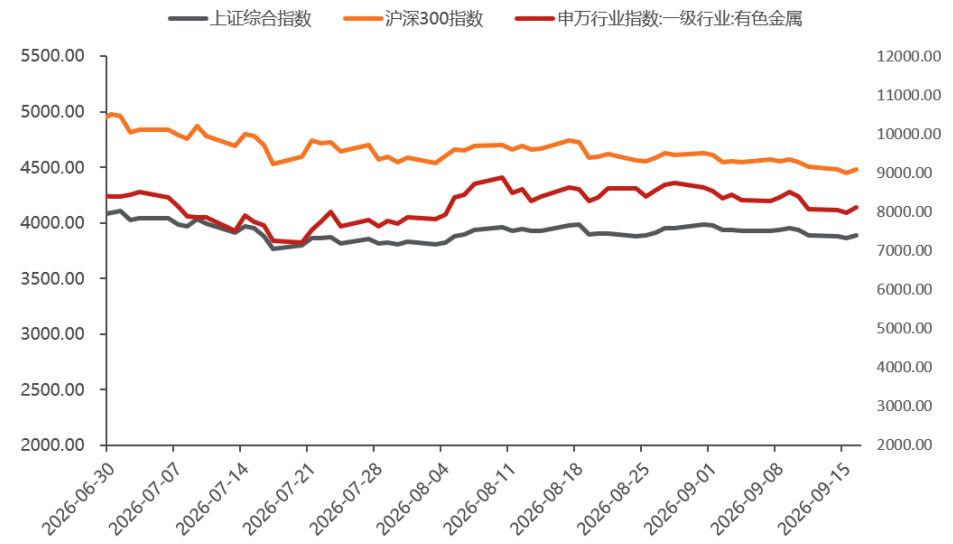
	沪深 300	上证综指	有色金属
2026 年 Q2	11.90%	5.20%	-3.74%
2026 年 H1	7.55%	3.16%	-0.22%
2026 年中至今（2026 年 9 月 11 日）	-9.42%	-5.04%	-3.88%

资料来源：ifind，国联民生证券研究所整理

注：有色金属数据来自 ifind 板块数据浏览器

仅供内部参考，请勿外传

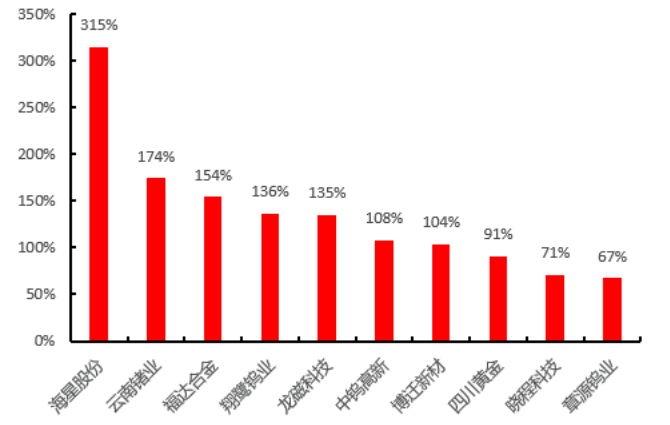
图3：2026 年中至今（2026 年 9 月 11 日）申万有色金属板块表现更优（有色金属：右轴，单位：点）



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

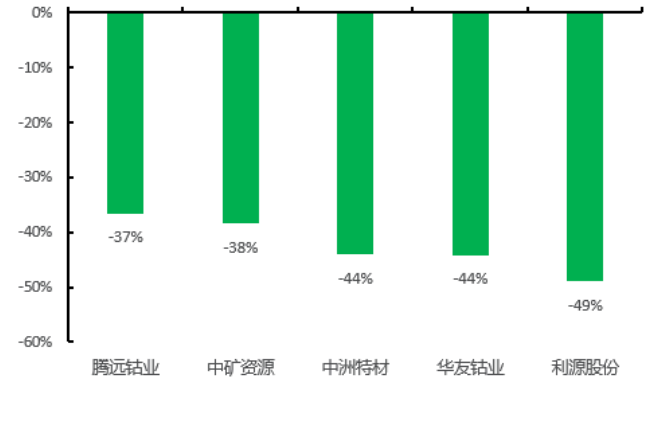
2026 年初以来，小金属和金属新材料个股表现较为优异。2026 年初至 9 月 4 日，涨幅前五的公司为海星股份、云南锗业、福达合金、翔鹭钨业和龙磁科技，涨幅分别为 315.18%、174.30%、154.35%、136.10%、135.13%。今年表现较好的个股主要集中在小金属和金属新材料板块；而截至目前有色金属板块有 77 个个股呈现下跌趋势，其中利源股份跌幅最大，为-49.00%。

图4：2026 年初至 9 月 4 日涨幅前十的公司



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图5：2026 年初至 9 月 4 日跌幅前五的公司



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

有色金属板块分季度的财务数据来看：2026H1 有色板块业绩整体保持稳定，归母净利润大幅同比增长 106.63%，2026Q2 有色板块业绩提升明显，归母净利润同环比分别上升 101.55%、10.38%。2026Q2 有色金属营业成本同比增加

19.28%，低于营业收入同比增速（27.25%），板块 Q2 毛利润有所提升。

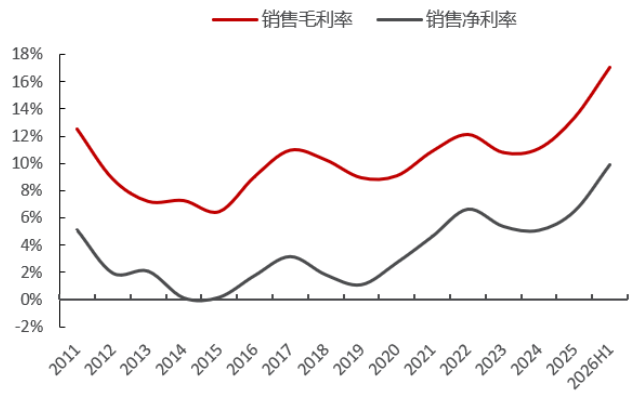
表2：有色金属板块 2026Q2 财务数据同比、环比均呈上升态势

	2025Q2	2025H1	2026Q1	2026H1	2026H1 同比	2026Q2	2026Q2 同比	2026Q2 环比
营业收入（亿元）	9858	18317	11587	24132	31.75%	12544	27.25%	8.26%
营业成本（亿元）	8657	16101	9684	20010	24.28%	10327	19.28%	6.64%
毛利率（%）	12.2%	12.1%	16.4%	17.1%	4.98%	17.7%	5.50%	1.25%
归母净利润（亿元）	512	952	935	1967	106.63%	1032	101.55%	10.38%

资料来源：ifind，国联民生证券研究所

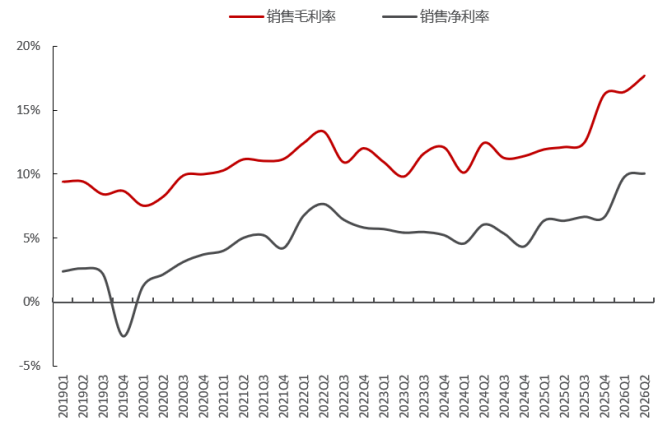
销售毛利率、净利率均上升：有色金属板块的销售毛利率、净利率自 2019 年起触底反弹，至 2022 末达到高点，2023 年回落后重新上升，2026H1 回升至高点。分季度来看，毛利率、净利率在 2019Q4 触底，之后震荡上升，2022Q2 触顶后，整体波动小幅下滑，24Q2 则明显上升，毛利率已是自 22Q3 以来的新高，重新回到 12%以上；24Q3 有小幅度下滑后重新上升；2026Q2 已达到 12.3%。26Q1 和 Q2 净利率都维持在 10%左右，较 25Q3 和 Q4 上升明显。

图6：2011-2026H1 有色金属板块销售毛利率及净利率



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图7：2019Q1-2026Q2 有色金属销售毛利率及净利率

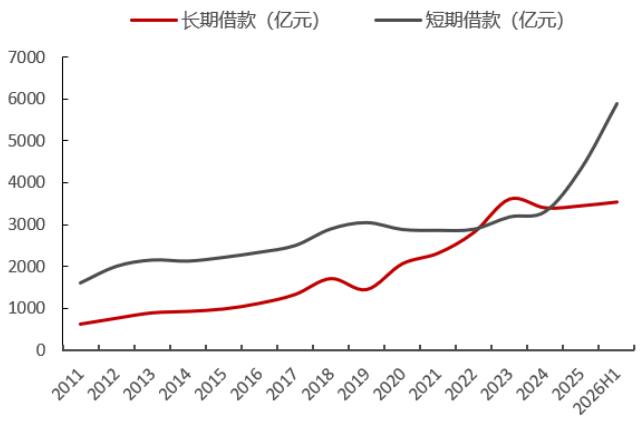


资料来源：ifind，国联民生证券研究所

从资产负债率的角度来看：有色金属板块自 2011 年以来的长期借款与短期借款基本保持增长趋势，2019 年长期借款出现下滑后持续上升，2020 年、2021 年短期借款小幅下滑后继续小幅上升，2026H1 维持该趋势；而短期借款上升较明显，2026H1 较 2025 年末上涨 35.8%。2026H1 资产负债率小幅上升至 50.81%，较 2025 年底小幅增加。

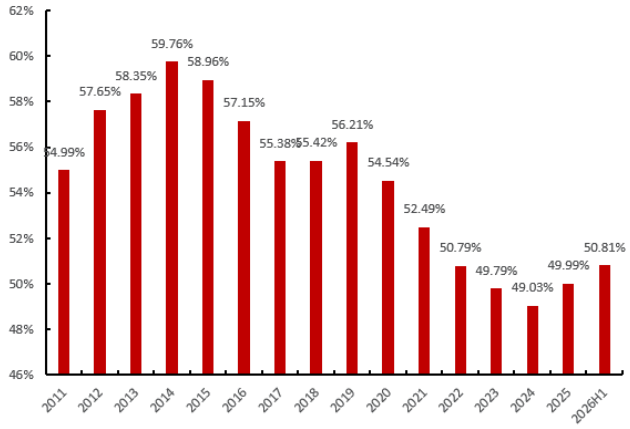
仅供内部参考，请勿外传

图8：2011-2026H1 有色金属板块长期借款与短期借款



资料来源：wind，国联民生证券研究所

图9：2011-2026H1 有色金属板块资产负债率



资料来源：wind，国联民生证券研究所

细分子板块营业收入方面：2026H1 工业金属、贵金属、小金属、能源金属、金属新材料板块均实现营业收入增长，同比分别增长 30.57%、21.50%、32.37%、83.49%、32.68%。2026Q2，除黄金、其他稀有小金属板块外，其他板块营收同比环比均上升，其中锂板块营收同比上升最为明显。

表3：2026Q2 有色金属子板块中多数板块营业收入同环比均上升，其中锂板块营收同比表现最为亮眼（单位：亿元）

		2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026H1 同比	2026Q1	2026Q2	2026Q2 同比	2026Q2 环比
SW 有色金属		9857.66	28380.47	11727.97	31.75%	11587.37	12544.25	27.25%	8.26%
SW 工业金属		7349.39	21071.65	9044.88	30.57%	8498.48	9391.06	27.78%	10.50%
	SW 铝	1737.03	5117.05	3356.87	39.56%	2199.06	2504.24	44.17%	13.88%
	SW 铜	5114.81	14465.99	5161.69	26.71%	5683.42	6194.14	21.10%	8.99%
	SW 铅锌	497.55	1488.61	526.32	36.68%	616.00	692.68	39.22%	12.45%
SW 贵金属		1044.19	2993.47	1045.23	21.50%	1283.93	1003.27	-3.92%	-21.86%
	SW 黄金Ⅲ	1017.80	2907.53	1006.73	19.75%	1251.95	948.06	-6.85%	-24.27%
	白银	26.38	85.94	38.51	92.54%	31.98	55.21	109.28%	72.65%
SW 小金属		828.26	2404.27	858.11	32.37%	948.28	1069.19	29.09%	12.75%
	SW 稀土	213.54	616.40	248.10	25.91%	211.62	281.32	31.74%	32.94%
	SW 钨	169.22	502.50	212.63	97.25%	265.29	333.51	97.09%	25.72%

仅供内部参考，请勿外传

	SW 其他稀有小金属	393.88	1129.51	331.81	8.61%	399.47	388.79	-1.29%	-2.67%
	SW 钼	51.63	155.86	65.57	33.04%	71.90	65.57	26.99%	-8.81%
SW 能源金属		346.18	1056.77	440.57	83.49%	533.29	673.37	94.51%	26.27%
	SW 钴	230.93	695.63	264.90	49.36%	302.27	353.36	53.02%	16.90%
	SW 镍	2.69	8.05	3.46	71.60%	4.10	4.80	78.64%	17.16%
	SW 锂	112.57	353.08	172.21	153.98%	226.92	315.21	180.02%	38.91%
SW 金属新材料		289.64	854.31	339.17	32.68%	323.41	407.36	40.64%	25.96%
	SW 非金属新材料	190.32	553.41	205.76	35.05%	215.04	269.24	41.46%	25.20%
	SW 磁性材料	99.32	300.90	133.41	28.27%	108.37	138.13	39.07%	27.46%

资料来源：ifind，国联民生证券研究所

细分子板块归母净利润方面：2026H1 有色金属板块均实现归母净利润增长，工业金属、贵金属、小金属、能源金属、金属新材料归母净利分别同比上升 104.18%、55.97%、85.78%、566.95%、22.07%。2026Q2，白银和钴板块归母净利润同比有所下降，其余二级子板块利润同比均有不同程度上升，其中锂、钨、铝等板块利润上涨明显。

表4：2026Q2 有色金属子板块归母净利润同比上升明显（单位：亿元）

		2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026H1 同比	2026Q1	2026Q2	2026Q2 同比	2026Q2 环比
SW 有色金属		512.08	1508.15	645.20	106.63%	935.04	1032.08	101.55%	10.38%
SW 工业金属		376.43	1108.85	499.71	104.18%	673.54	759.85	101.86%	12.81%
	SW 铝	108.11	328.13	262.54	161.44%	250.33	292.28	170.35%	16.76%
	SW 铜	244.04	707.07	227.15	77.65%	376.08	420.94	72.49%	11.93%
	SW 铅锌	24.28	73.65	10.02	104.60%	47.13	46.64	92.11%	-1.04%
SW 贵金属		57.89	147.30	47.11	55.97%	81.62	69.46	19.99%	-14.89%
	SW 黄金Ⅲ	57.55	145.71	45.30	55.23%	80.07	69.34	20.49%	-13.40%
	白银	0.34	1.59	1.82	170.32%	1.56	0.13	-63.15%	-91.89%
SW 小金属		48.50	151.78	52.12	85.78%	83.35	97.79	101.64%	17.32%
	SW 稀土	14.48	38.48	11.88	97.95%	17.69	27.99	93.25%	58.26%
	SW 钨	9.53	28.70	11.55	237.04%	26.60	27.87	192.37%	4.78%
	SW 其他稀有小金属	16.02	49.16	12.99	42.98%	22.67	24.80	54.79%	9.38%
	SW 钼	8.46	35.45	15.70	33.76%	16.40	17.13	102.48%	4.46%

仅供内部参考，请勿外传

SW 能源金属		12.23	53.15	41.44	566.95%	82.61	80.91	561.47%	-2.05%
	SW 钴	18.89	52.06	22.70	35.67%	30.93	13.94	-26.20%	-54.93%
	SW 镍	0.58	1.52	0.68	28.51%	0.72	0.64	10.96%	-10.69%
	SW 锂	-7.23	-0.42	18.06	扭亏为盈	50.96	66.33	扭亏为盈	30.17%
SW 金属新材料		17.03	47.07	4.82	22.07%	13.92	24.06	41.29%	72.89%
	SW 非金属新材料	9.47	23.39	-3.28	19.97%	6.37	14.02	47.98%	119.94%
	SW 磁性材料	7.56	23.68	8.10	24.61%	7.55	10.05	32.90%	33.15%

资料来源：ifind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2 细分板块来看：价格强势，业绩亮眼

2.1 基本金属：价格除铅外均上涨，盈利持续改善

细分基本金属板块而言，2026H1 基本金属均价同比除铅外均上涨，2026Q2 除铅外同环比均上涨。2026H1 基本金属价格整体波动较大，年初看涨情绪浓厚，但宏观上市场普遍预期新任美联储主席候选人凯文·沃什将推出“降息+缩表”政策，流动性宽松预期不及此前，同时美伊冲突爆发，石油上涨进一步压制降息预期和工业金属需求预期，工业金属价格冲高回落，但美伊冲突对金属供给端也有不小的冲击，同时价格回落后需求托底作用较强，因此工业金属均价二季度明显修复。具体来看，2026Q2，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化+32.35%、+20.89%、-2.01%、+7.89%、+53.30%、+14.10%，环比分别变化+2.46%、+0.72%、-1.79%、+0.32%、+4.29%、+1.07%；2026H1，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化+31.21%、+19.44%、-1.82%、+4.34%、+50.97%、+11.44%。

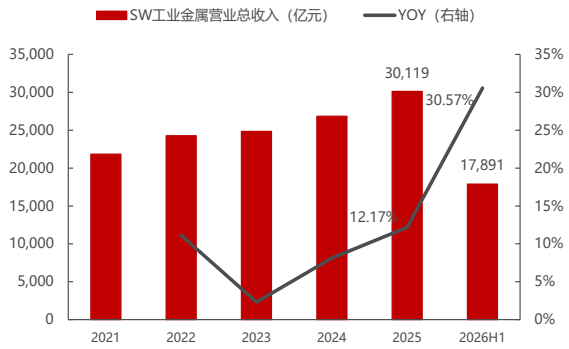
表5：2026Q2，基本金属价格除铅外同环比均上涨（单位：元/吨）

基本金属	2025H1	2026H1	2026H1 同比	2025Q2	2026Q1	2026Q2	2026Q2 同比	2026Q2 环比
铜	77566	101775	31.21%	77833	100540	103009	32.35%	2.46%
铝	20301	24246	19.44%	20129	24159	24333	20.89%	0.72%
铅	16975	16666	-1.82%	16855	16817	16515	-2.01%	-1.79%
锌	23258	24268	4.34%	22529	24229	24307	7.89%	0.32%
锡	261737	395156	50.97%	263187	386855	403456	53.30%	4.29%
镍	124688	138949	11.44%	122429	138210	139687	14.10%	1.07%

资料来源：ifind，国联民生证券研究所

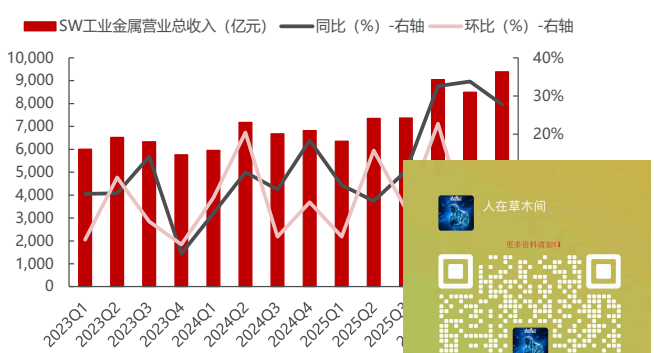
2026Q2 金属价格除铅外同环比均上涨，叠加部分企业春节影响 Q1 营收低基数，因此 2026Q2 工业金属板块营收同环比均增长。由于 2026H1 基本金属市值权重较高的铜铝锡价格同比均上涨，部分公司产销量还有提升，2026H1 工业金属板块营收同比上涨 30.6%；2026Q2 工业金属板块营收同比、环比分别上涨 27.8%和 10.5%。

图10：2021-2026H1 工业金属板块营收及增速



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图11：工业金属板块季度营收及增速



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

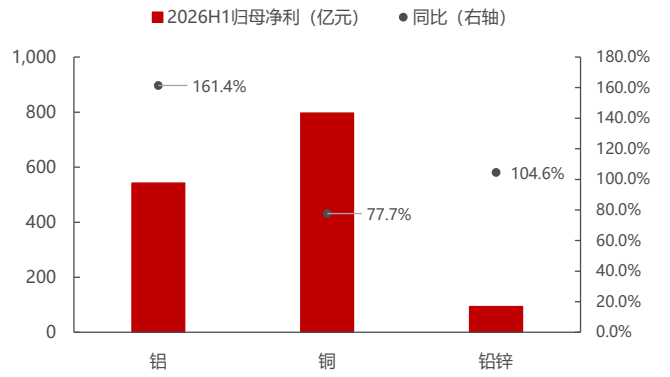
人在草木间

仅供内部参考，请勿外传

2026H1 工业金属细分子行业盈利同比均有增长。2026H1，铝板块归母净利合计 542.6 亿元，同比增长 161.4%，为增速最快的子行业，尽管铝价同比涨幅没有铜高，但铝标的业绩弹性更大，因此利润涨幅最高；铜板块归母净利合计 797.0 亿元，同比增长 77.7%，主要是由于铜价同比上涨以及部分公司量的提升；铅锌板块归母净利合计 93.8 亿元，同比增长 104.6%，尽管锌价同比涨幅不多，铅价甚至同比下降，但得益于铅锌公司部分伴生金银价格大幅上涨，盈利有所抬升。

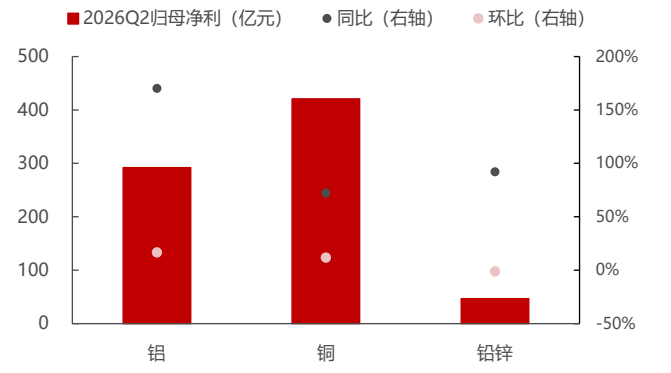
2026Q2 工业金属各细分行业扣非归母净利同环比均增长。2026Q2 金属价格除铅外同环比均增长，因此铜铝铅锌各板块公司扣非归母净利润表现均较好。细分板块来看，铝、铜和铅锌行业的扣非归母净利分别为 283.7、415.2 和 44.2 亿元，分别环比增长 15%、19%、6%，盈利涨幅超过价格涨幅我们预计主要是因为 Q1 受春节影响部分公司业绩基数较低。

图12：2026H1 工业金属细分行业归母净利及增速



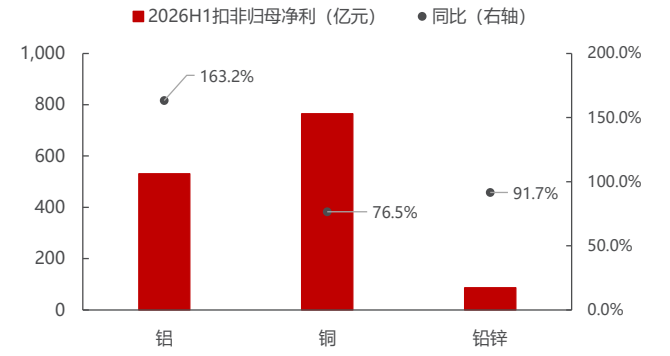
资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图13：2026Q2 工业金属细分行业归母净利及增速



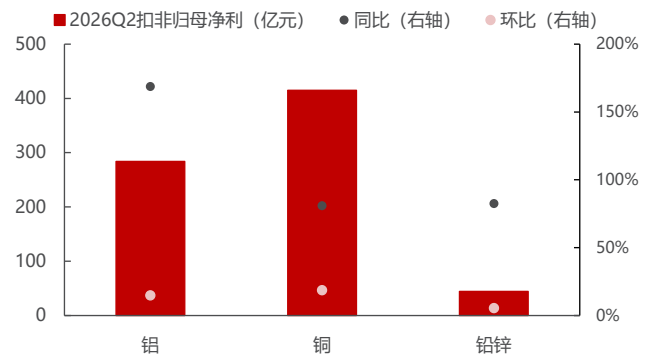
资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图14：2026H1 工业金属细分行业扣非归母净利及增速



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图15：2026Q2 工业金属细分行业扣非归母净利及增速

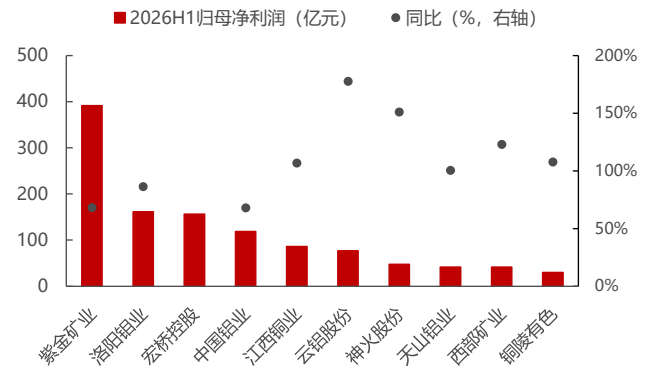


资料来源：ifind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

从个股来看：2026H1 工业金属板块中归母净利润最高的公司分别为紫金矿业(391.7 亿元)、洛阳钼业(161.5 亿元)、宏桥控股(156.5 亿元)、中国铝业(118.7 亿元)、江西铜业（86.3 亿元)；而 2026Q2 归母净利最高的公司分别为紫金矿业（190.9 亿元)、宏桥控股（88.9 亿元)、洛阳钼业（83.9 亿元)、中国铝业（63.4 亿元)、江西铜业（58.1 亿元)。2026Q2 铜铝价格同比均增长，头部公司得益于量的增长，归母净利同比增幅大多大于价格增长。

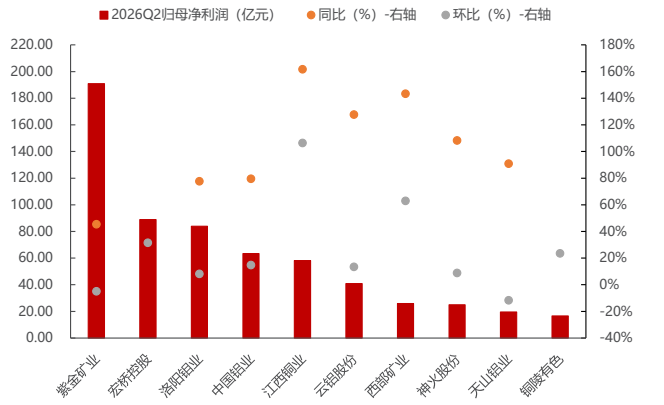
图16：2026H1 工业金属板块各公司归母净利润



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

注：其中宏桥控股 2025H1 归母净利润为-1.2 亿元，完成资产重组后 2026H1 归母净利润为 156.5 亿元

图17：2026Q2 工业金属板块各公司归母净利润



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

注：其中宏桥控股 2025 年完成资产重组，因此利润基数较低；铜陵有色同比增速 430%

2.2 贵金属：金价触底，板块业绩环比承压

贵金属板块整体而言：2026H1 黄金价格同比+52.4%，2026Q2 黄金价格同比+37.6%，环比-7.25%；2026H1 贵金属板块归母净利润同比+55.95%，环比+51.11%，Q2 贵金属归母净利同比+21.43%，环比-13.40%。

2026H1，COMEX 黄金均价同比+52.4%，但 Q2 单季度环比-7.25%，黄金价格于一月触顶，COMEX 最高值达 5405 美元/盎司。年初以来金价受避险情绪发酵冲击新高，随后沃什意外被总统提名引发金价回调；2 月末 3 月初以伊冲突发酵，一方面推动美元强势另一方面从油价上行通胀走高，黄金受到从利率端和或货币端的双重压制，金价一路回探至 6 月底约 4000 美元/盎司水平。

仅供内部参考，请勿外传

图18：2026H1 COMEX 黄金最高涨至 5405 美元/盎司

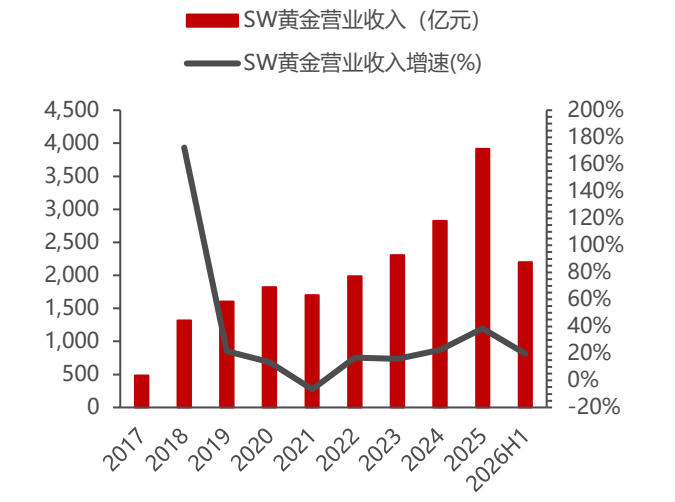


资料来源：wind，国联民生证券研究所

从板块经营来看，根据 SW 有色金属板块，2026H1 黄金板块实现营业总收入 2200 亿元，同比+19.75%；2026Q2 黄金板块营收 948 亿元，同比、环比分别变动-6.85%和-24.27%。

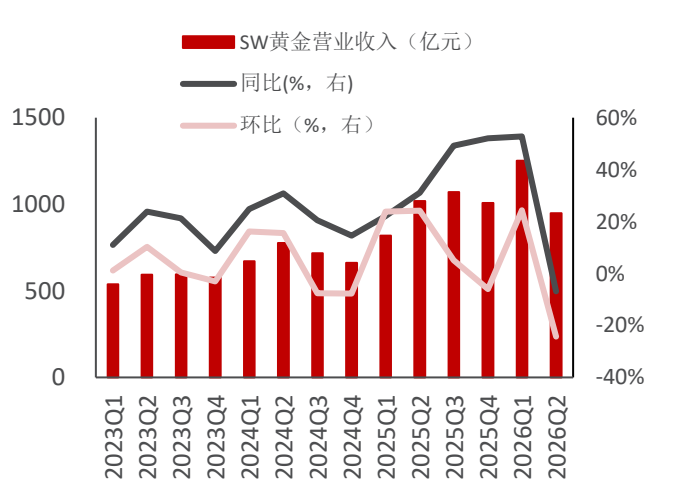
2026H1 黄金板块实现归母净利润 149.4 亿元，同比+55.23%，2026Q2 黄金板块归母净利润 69.3 亿元，同比、环比分别变动+20.49%和-13.40%。

图19：2026H1 黄金板块营收及增速情况



资料来源：wind，国联民生证券研究所

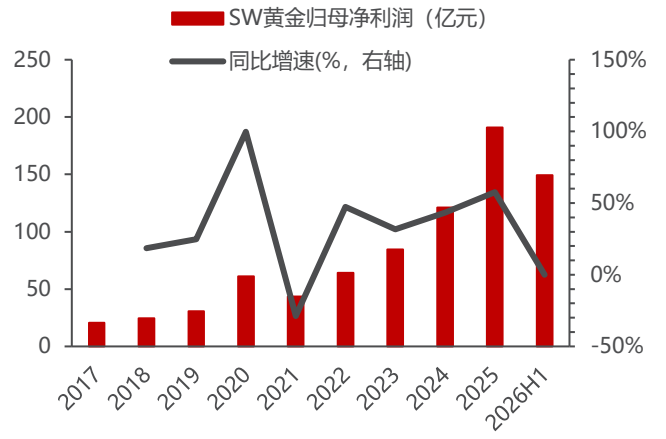
图20：2026Q2 黄金板块营收及增速



资料来源：wind，国联民生证券研究所

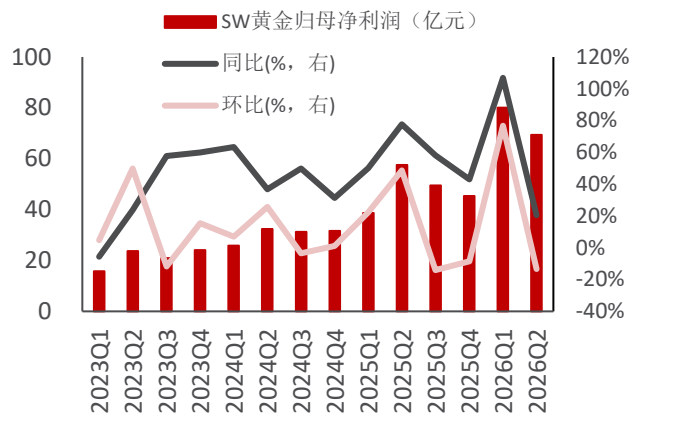
仅供内部参考，请勿外传

图21：2026H1 黄金板块利润及增速情况



资料来源：wind，国联民生证券研究所

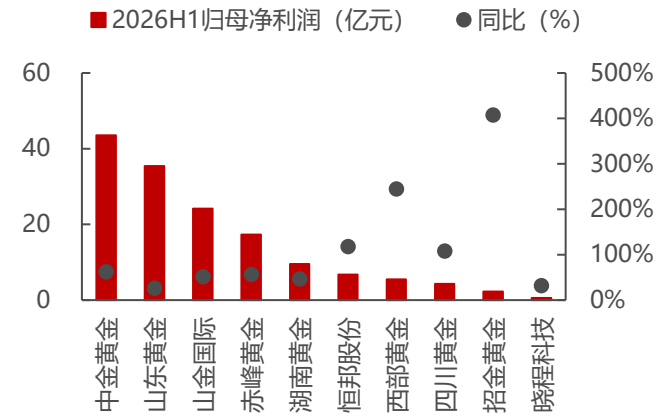
图22：2026Q2 黄金板块利润及增速



资料来源：wind，国联民生证券研究所

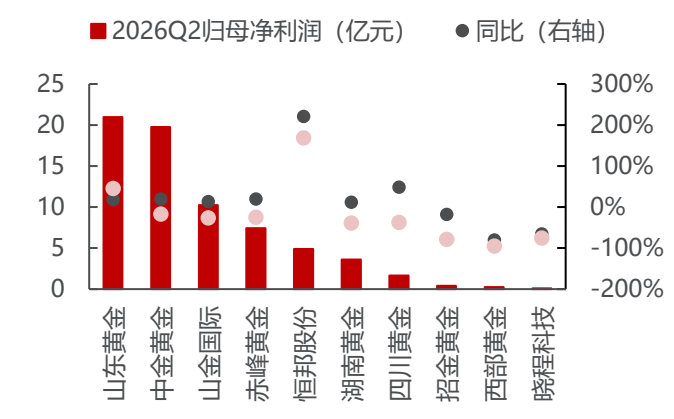
从个股来看，根据 SW 有色金属板块当期分类，2026H1 贵金属板块中实现归属母公司净利润最高的公司分别为中金黄金（43.57 亿元）、山东黄金（35.43 亿元）和山金国际（24.16 亿元）；2026Q2 归母净利最高的公司为山东黄金（20.97 亿元）、中金黄金（19.76 亿元）和山金国际（10.23 亿元）。

图23：2026H1 黄金板块各公司盈利情况（亿元，%）



资料来源：wind，国联民生证券研究所

图24：2026Q2 黄金板块各公司盈利情况（亿元，%）



资料来源：wind，国联民生证券研究所

2.3 能源金属：锂价上涨，锂矿股业绩大幅改善

26Q2 锂价同环比上涨，钴价同比上涨，环比小幅回落。26H1 电池级碳酸锂价格同比+129.4%，电池级氢氧化锂价格同比+134.5%，金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比增长 112.8%、138.3%、115.1%；2026Q2 电池级碳酸锂价格同比增长 164.4%，环比增长 14.7%，电池级氢氧化锂价格同比增长 158.7%，

仅供内部参考，请勿外传

环比上涨11.9%，金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比增长83.0%、98.3%、78.5%，环比下跌4.3%、3.3%、1.2%。

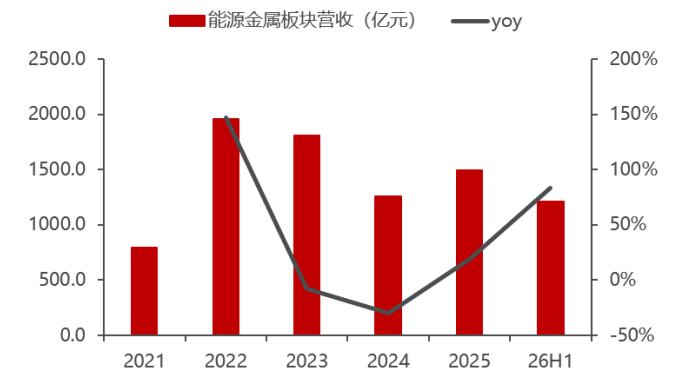
表6：各主要小金属品种价格涨跌幅

类别	26H1	26H1 同比	2026Q2	26Q2 同比	26Q2 环比
钴精矿(6-8%CIF 中国 美元/磅)	17.2	211.3%	17.3	185.3%	1.0%
金属钴(99.8%中国 元/公斤)	423.9	112.8%	414.6	83.0%	-4.3%
硫酸钴(20% 元/吨)	92,939	138.3%	91,360	98.3%	-3.3%
四氧化三钴(73.5% 元/公斤)	350.5	115.1%	348.4	78.5%	-1.2%
金属锂(99.9% 元/吨)	1,031,418	69.9%	1,103,800	96.2%	15.1%
碳酸锂(99.5% 元/吨)	160,623	129.4%	171,600	164.4%	14.7%
氢氧化锂(96%中国 元/吨)	157,594	134.5%	166,450	158.7%	11.9%
碳酸锂（工业级）99.0%	157,686	132.1%	168,500	165.9%	14.7%
氢氧化锂(工业级，96%中国 元/吨)	143,638	135.0%	149,848	155.0%	9.0%
镁锭(99.9% 元/吨)	16,751	2.7%	16,811	0.7%	0.7%
锑锭(99.65% 元/吨)	157,449	-16.6%	152,590	-28.5%	-6.0%
金属铬(99% 元/吨)	67,658	4.3%	67,290	-3.0%	-1.1%
氧化锗(99.99% 元/公斤)	11,622	10.7%	13,408	30.5%	36.3%
钼精矿(45% 元/吨度)	4,504	27.1%	4,822	34.8%	15.2%
金属钽(99.95% 元/公斤)	5,603	122.4%	6,588	156.2%	42.7%
海绵钛(99.7%中国 元/吨)	46,699	-4.0%	47,880	-4.7%	5.2%
钨精矿(WO3 65%中国 元/吨)	696,982	361.5%	655,500	310.8%	-11.2%

资料来源：亚洲金属网，国联民生证券研究所

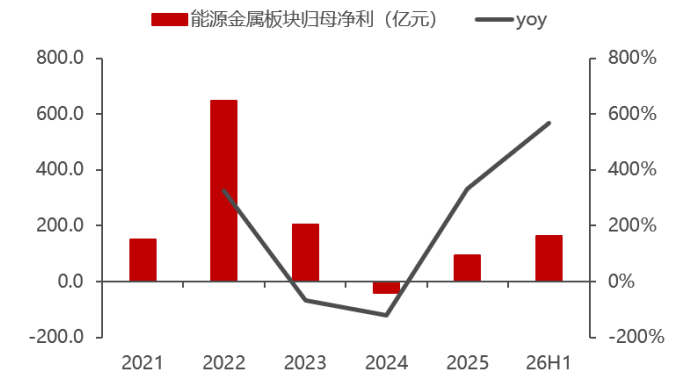
能源金属 26H1 营业收入同比+83.5%至 1206.7 亿元，归母净利润同比+566.9%至163.5亿元，主要由于锂钴板块业绩改善。26Q2营业收入环比+26.3%至 673.4 亿元，归母净利润环比-2.0%至 80.9 亿元。

图25：SW 能源金属板块营收及增速



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图26：SW 能源金属板块归母净利及增速



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.3.1 锂板块：锂价上涨明显，板块业绩大幅增长

供需格局反转，锂价大幅上涨。26H1 津巴禁矿政策+江西云母矿复产不及预期，需求端储能出货高速增长，成为拉动锂需求的第二引擎，行业供需格局反转，锂价大幅上涨，26H1 电池级碳酸锂价格同比+129.4%，电池级氢氧化锂价格同比+134.5%。26Q2 电池级碳酸锂价格同比+164.4%，环比+14.7%，电池级氢氧化锂价格同比+158.7%，环比+11.9%。

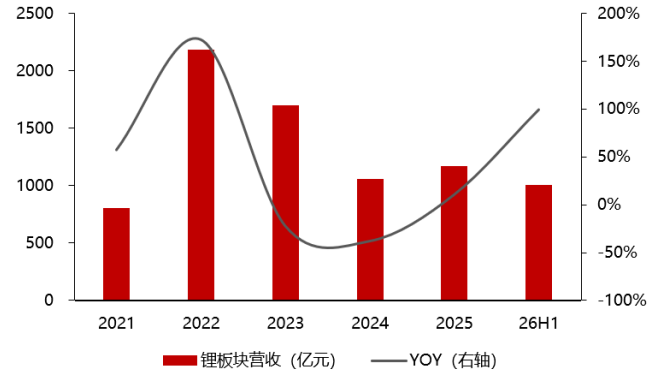
表7：锂金属及锂盐价格涨跌幅

类别	单位	26H1	26H1 同比	2026Q2	26Q2 同比	26Q2 环比
金属锂(99.9%)	元/吨	1,031,418	69.9%	1,103,800	96.2%	15.1%
碳酸锂(电池级，99.5%)	元/吨	160,623	129.4%	171,600	164.4%	14.7%
氢氧化锂(电池级，中国)	元/吨	157,594	134.5%	166,450	158.7%	11.9%
碳酸锂（工业级，99.0%）	元/吨	157,686	132.1%	168,500	165.9%	14.7%
氢氧化锂(工业级，96%中国)	元/吨	143,638	135.0%	149,848	155.0%	9.0%

资料来源：亚洲金属网，国联民生证券研究所

锂价上涨，业绩大幅改善。由于锂价上涨，26H1 锂板块营业收入同比+99.2%至 1006.6 亿元，归母净利同比+488.6%至 279.7 亿元；26Q2 营业收入 576.7 亿元，同比+114.6%，环比+34.2%，归母净利润 157.9 亿元，同比+616.0%，环比+29.6%。从板块个股来看，26H1 赣锋锂业归母净利 42.6 亿元，同比扭亏为盈，天齐锂业归母净利润 42.4 亿元，同比大幅增长 4925.5%，盐湖股份归母净利 61.7 亿元，同比+145.3%；**单季度看，**2026Q2 赣锋锂业归母净利 24.2 亿元，环比+31.7%，天齐锂业归母净利润 23.7 亿元，环比+26.1%，盐湖股份归母净利 31.4 亿元，环比+3.8%。

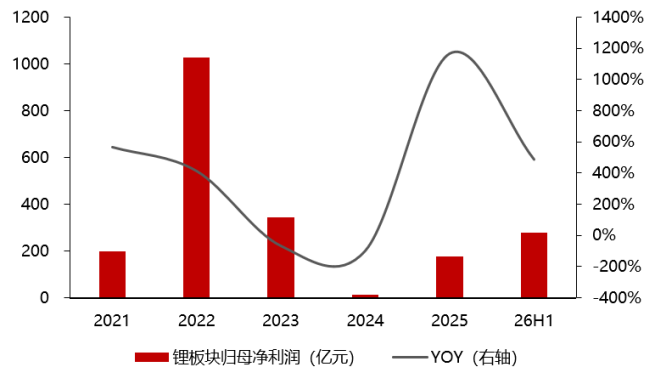
图27：锂板块营业收入



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

注：锂板块公司包括天齐锂业、赣锋锂业、雅化集团、藏格矿业、盐湖股份、盛新锂能、中矿资源、天华超净、永兴材料等样本企业，下同

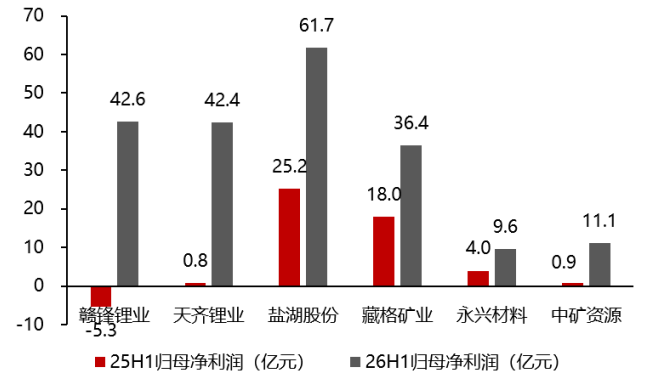
图28：锂板块归母净利



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

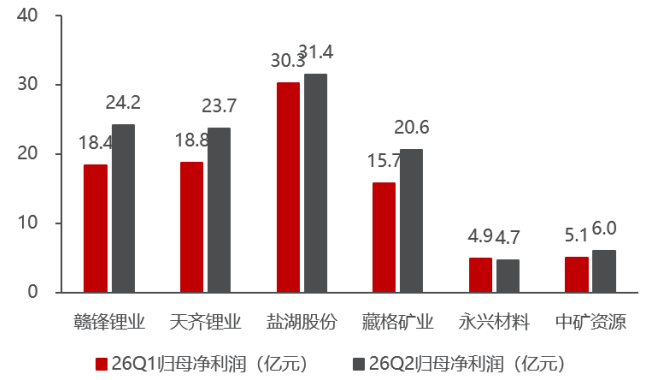
仅供内部参考，请勿外传

图29：26H1 锂板块主要公司归母净利润



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图30：26Q2 锂板块主要公司归母净利润



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

2.3.2 钴板块：26Q2 钴价环比回落，业绩普遍下滑

钴价同比大幅上涨，26Q2 价格环比小幅回落。26Q1 刚果金配额到港滞后，钴原料供需紧缺推动钴价上涨，进入 Q2 消费电子需求偏弱，刚果金配额开始到港，钴原料紧缺程度缓解，钴价有所回落。整体来看，26H1 金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比增长 112.8%、138.3%、115.1%，26Q2 金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比增长 83.0%、98.3%、78.5%，环比下跌 4.3%、3.3%、1.2%。

表8：钴价涨跌幅

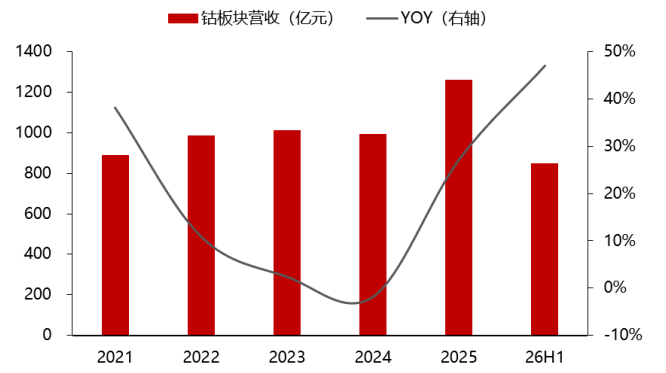
类别	26H1	26H1 同比	2026Q2	26Q2 同比	26Q2 环比
钴精矿(6-8%CIF 中国 美元/磅)	17.2	211.3%	17.3	185.3%	1.0%
金属钴(99.8%中国 元/公斤)	423.9	112.8%	414.6	83.0%	-4.3%
硫酸钴(20% 元/吨)	92,939	138.3%	91,360	98.3%	-3.3%
四氧化三钴(73.5% 元/公斤)	350.5	115.1%	348.4	78.5%	-1.2%

资料来源：亚洲金属网，国联民生证券研究所

26H1 业绩同比上涨，26Q2 业绩环比普遍下滑。26H1 钴板块营业收入同比+47.0%至 848.3 亿元，归母净利同比+44.3%至 62.9 亿元；26Q2 营业收入 452.5 亿元，同比+44.9%，环比+14.3%，归母净利润 21.8 亿元，同比-17.8%，环比-47.1%。**分个股来看，**26H1 华友钴业归母净利 35.1 亿元，同比+29.4%，盛屯矿业归母净利 18.0 亿元，同比+71.4%，腾远钴业归母净利 8.8 亿元，同比+87.8%；**单季度看，**26Q2 华友钴业归母净利润 10.1 亿元，环比-59.6%，主要由于镍钴产品出货拖累业绩，盛屯矿业归母净利 7.8 亿元，环比-23.2%，腾远钴业归母净利 3.5 亿元，环比-34.1%，我们预计主要由于铜业务及减值等非钴业务影响。

仅供内部参考，请勿外传

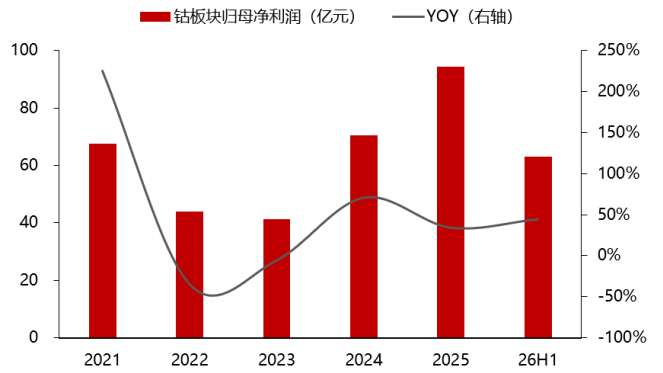
图31：钴板块营业收入



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

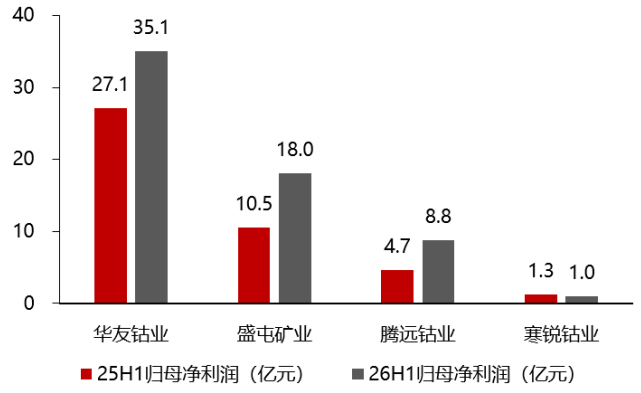
注：板块包括盛屯矿业、华友钴业、寒锐钴业、腾远钴业四家公司，下同。

图32：钴板块归母净利



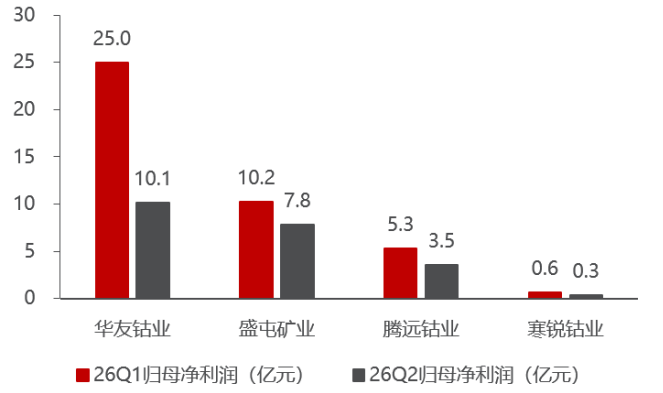
资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图33：26H1 钴板块主要公司归母净利润



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图34：2026Q2 钴板块主要公司归母净利润



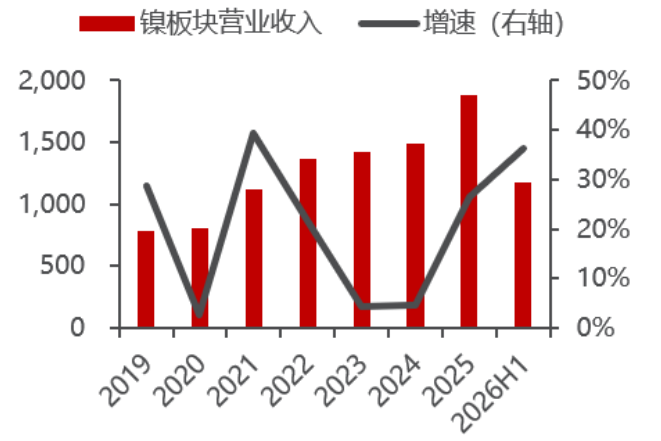
资料来源：ifind，国联民生证券研究所

2.3.3 镍板块：镍价上涨，26H1 镍板块盈利同比提升

镍价走强，26H1 板块业绩同比显著提升。具体来看，2026Q2 电解镍价格 140583 元/吨，同比+13.4%，环比-1.2%；硫酸镍价格 33297 元/吨，同比+19.1%，环比+3.4%。2026H1 镍板块整体实现营收 1181.8 亿元，同比+36.3%，实现归母净利 91.3 亿元，同比+52.4%。

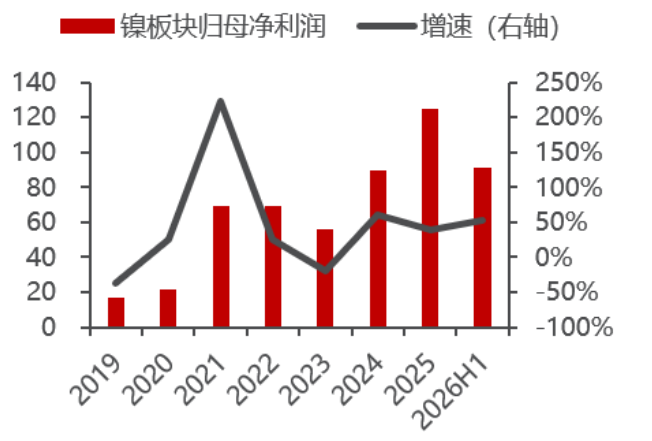
仅供内部参考，请勿外传

图35：镍板块营业收入（单位：亿元）



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图36：镍板块归母净利（单位：亿元）



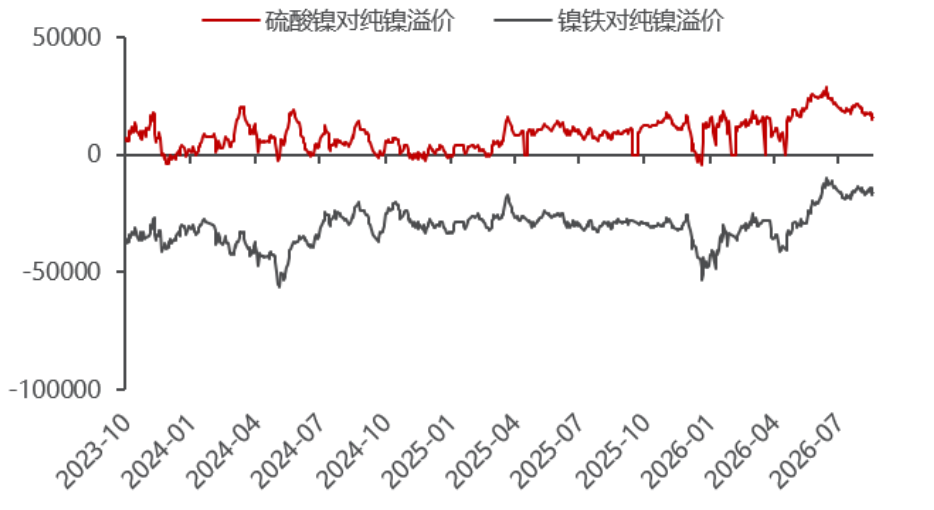
资料来源：ifind，国联民生证券研究所

表9：镍主要产品涨跌幅

类别	2026Q2	2026Q1	26Q2 同比	26Q2 环比
电解镍价格（元/吨）	140,583	142,335	13.38%	-1.23%
镍铁价格（折算成金属吨，元/吨）	111,416	104,926	16.21%	6.19%
硫酸镍价格（元/吨）	33,297	32,190	19.12%	3.44%

资料来源：亚洲金属网，国联民生证券研究所

图37：我国主要镍产品对电解镍升贴水（单位：元/吨）



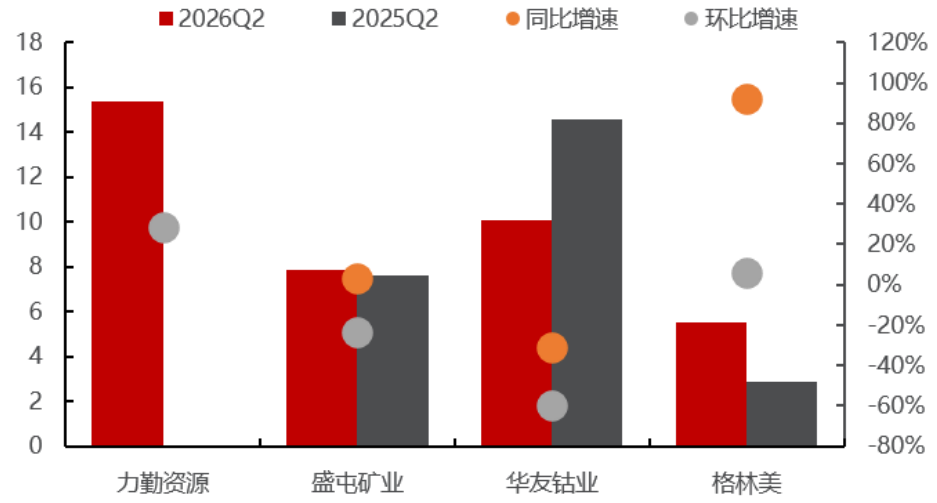
资料来源：wind，国联民生证券研究所

分公司来看，26Q2 力勤资源业绩表现相对较好，主要系公司火法新增产能投产，镍产量同比提升，华友钴业实现归母净利润 10.1 亿元，同环比下降，主要由于受停产检修影响，镍钴出货下降，盛屯矿业实现归母净利润 7.8 亿元，同比+2.9%，

仅供内部参考，请勿外传

环比-23.2%。

图38：2026 Q2 镍板块主要公司归母净利润情况（单位：亿元）

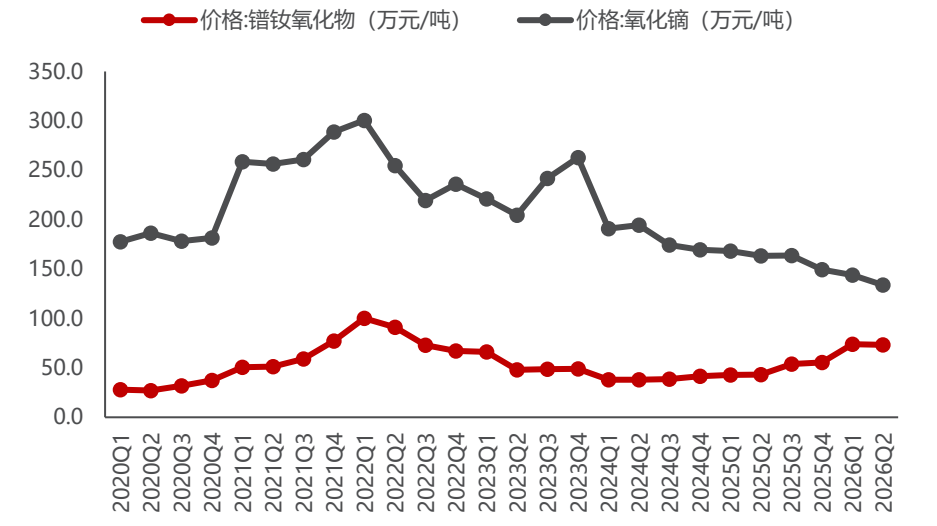


资料来源：ifind，国联民生证券研究所

2.3.4 稀土板块：供需偏紧，价格中枢抬升

稀土板块中，2025 年稀土供需格局扭转，供需持续偏紧，轻稀土中枢价格持续抬升。2025 年上半年我国出台稀土出口管制措施，短期影响了部分出口需求，2025 年下半年随着出口审批进度推进，民用出口逐步恢复，叠加《稀土管理条例》将进口矿纳入指标管控，稀土供给进一步收紧，供需格局偏紧预期下，轻稀土价格中枢持续抬升。进入 2026 年，稀土价格中枢抬升趋势得到延续，2026Q2 氧化镨钕均价同比增长 70%，环比下降 0.7%至 73.4 万元/吨。

图39：2026Q2 国内轻稀土价格环比基本持平，中重稀土价格回落

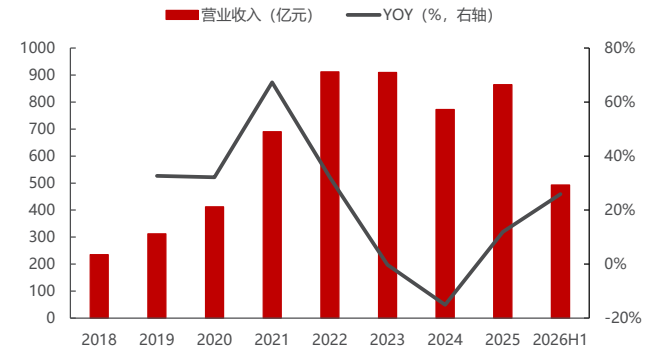


资料来源：亚洲金属网，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

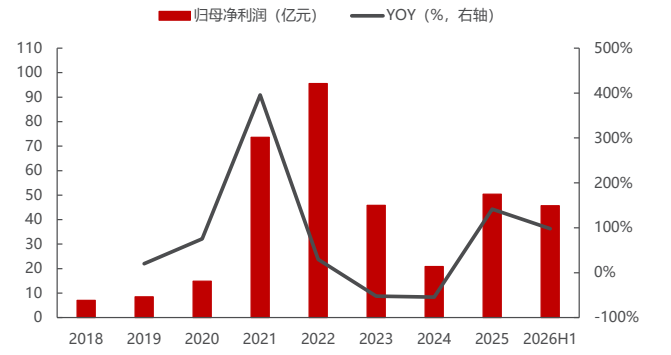
稀土价格 2026 年持续高位运行，稀土板块公司 2026H1 整体营收和归母净利润同比均大幅增长。稀土板块营业收入 2026H1 同比增长 25.9%至 492.9 亿元，稀土板块归母净利润 2026H1 同比增长 98.0%至 45.7 亿元。

图40：2018-2026H1 稀土板块营业收入（亿元）



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

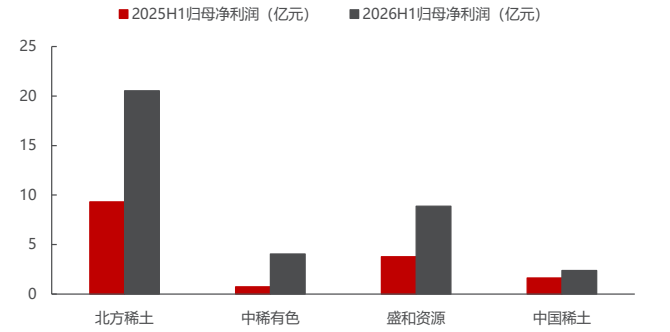
图41：2018-2026H1 稀土板块归母净利润（亿元）



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

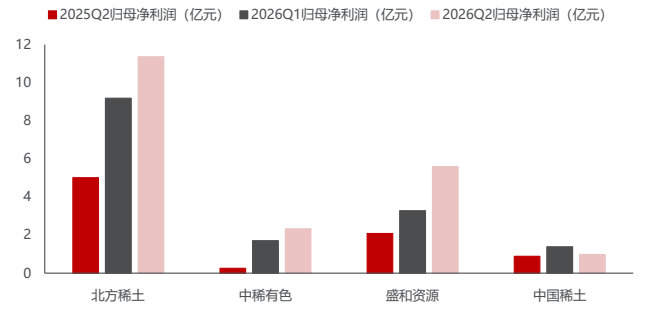
从个股来看，2026H1 稀土板块公司实现归属于母公司净利润由高到低依次为北方稀土（20.5 亿元，同比+120%）、盛和资源（8.9 亿元，同比+135%）、中稀有色（4.0 亿元，同比+456%）、中国稀土（2.4 亿元，同比+47%）；2026Q2，稀土板块公司实现归母净利润由高到低依次为北方稀土（11.4 亿元，同比+127%）、盛和资源（5.6 亿元，同比+168%）、中稀有色（2.3 亿元，同比+822%）、中国稀土（1.0 亿元，同比+10%）。

图42：2026H1 稀土板块主要公司归母净利润（亿元）



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图43：2026Q2 稀土板块主要公司归母净利润（亿元）



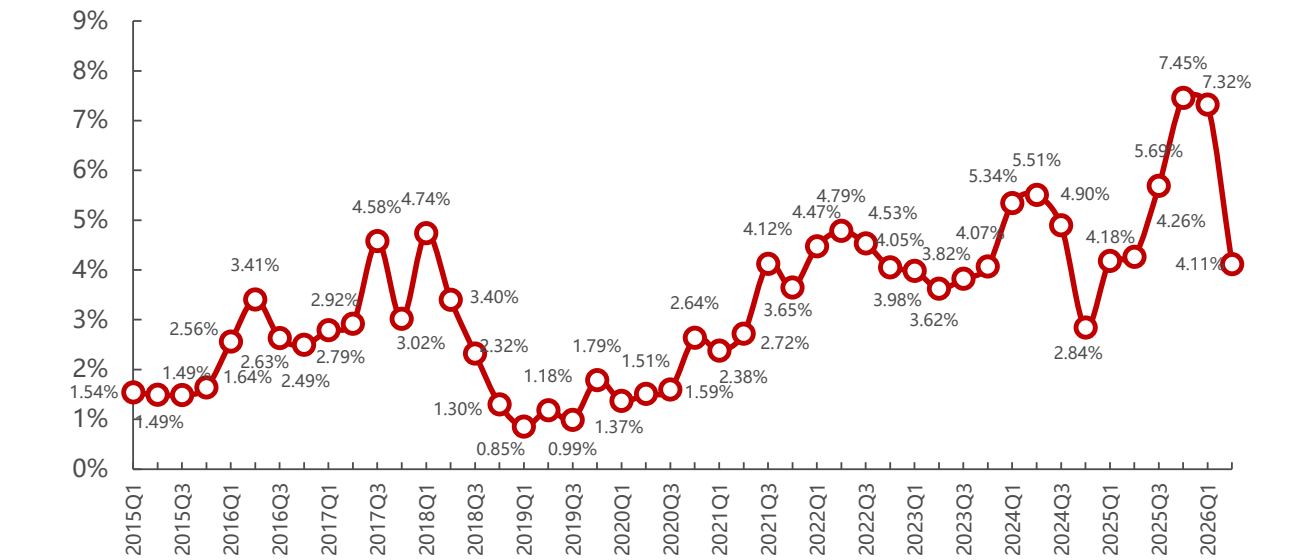
资料来源：ifind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3 机构持仓：2026Q2 持仓环比下跌

从机构持仓市值角度来看：SW 有色 2026Q2 基金持仓比例环比下跌 3.21pct 至 4.11%。工业金属方面，2026Q2 供给曲线依旧陡峭，需求端国内需求受政策刺激预期较强，工业金属价格整体高位震荡。**能源金属方面，**供给侧扰动干扰仍存，新能源需求支撑锂价抬升。**贵金属方面，**美伊冲突推动原油价格抬升强化市场对于通胀担忧，金价阶段性调整。26Q2 金属新材料板块表现较好，主要受益于 AI 板块交易扩散，博迁新材等金属新材料板块个股增持仓位较大。

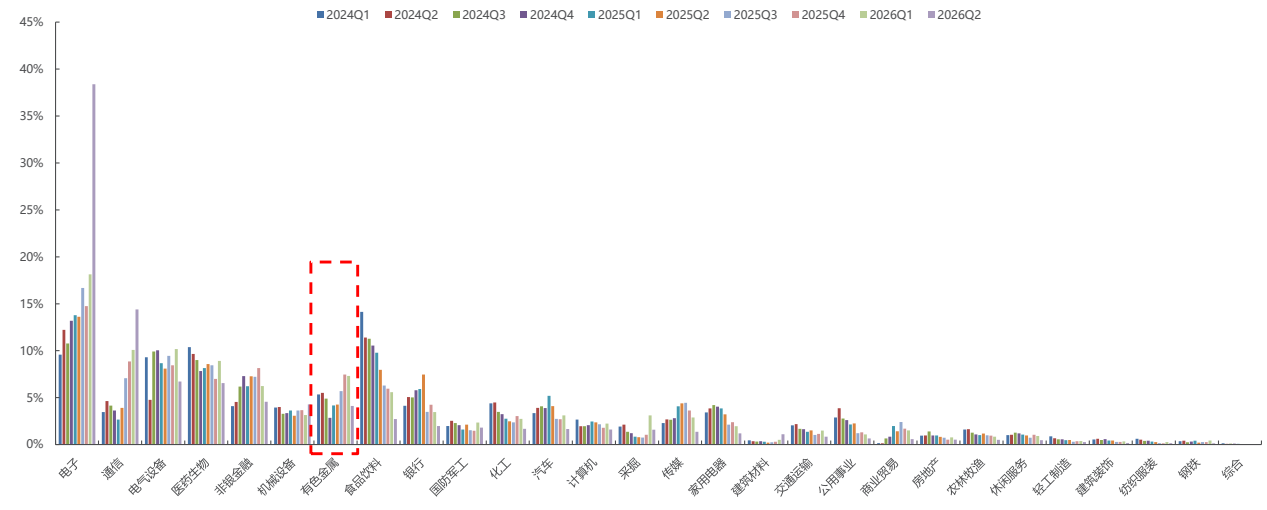
图44：有色基金持仓市值比例环比下降 3.21pct 至 4.11%



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

注：统计口径略有调整，每季度结合申万一级分类（2021）新纳入部分港股及近期上市个股。

图45：2026Q2 有色行业公募持仓比例为 4.11%，环比 2026Q1 下跌 3.21pct

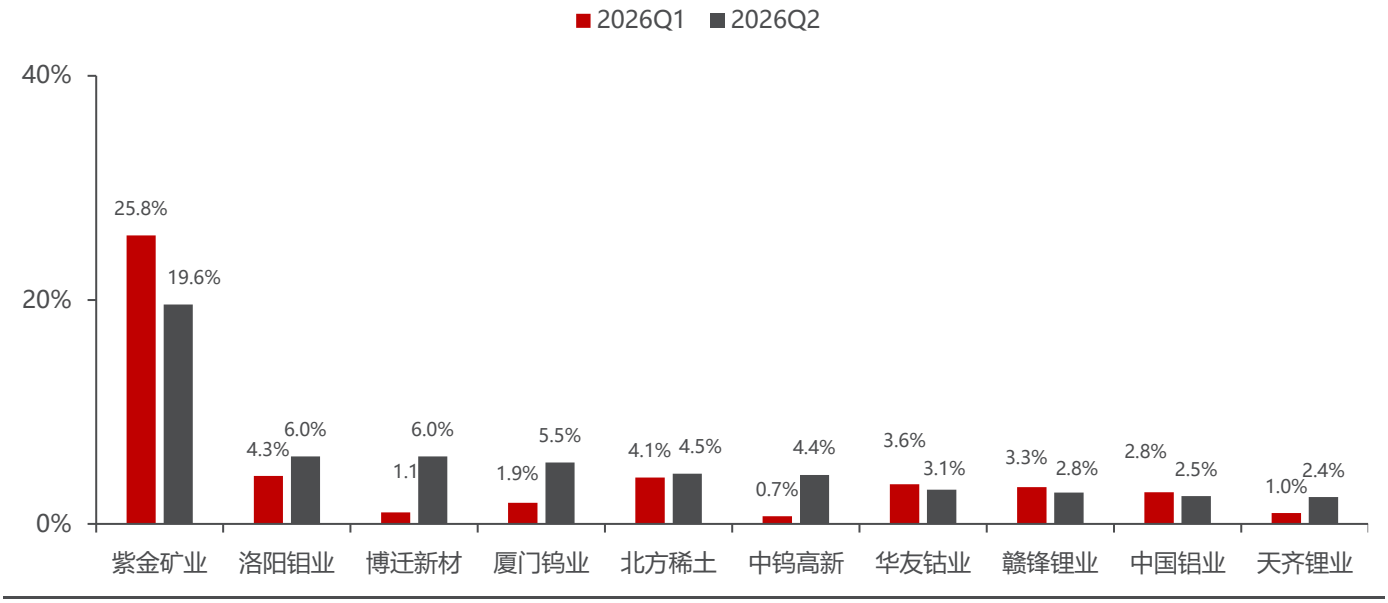


资料来源：ifind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

细分个股而言：有色金属板块公募基金持仓前 10 家企业的持仓占比从 2026Q1 的 58.48%下降至 2026Q2 的 56.81%，紫金矿业持仓占比从 25.8%下降至 19.6%，居行业第一。2026Q2 公募基金持仓前 10 家公司合计 1039 亿元，占全部有色板块的持仓由 2026Q1 的 58.48%下降至 2026Q2 的 56.81%，分别为 A 股紫金矿业 358 亿元（19.58%）、洛阳钼业 110 亿元（6.03%）、博迁新材 110 亿元（6.02%）、厦门钨业 100 亿元（5.48%）、北方稀土 82 亿元（4.50%）、中钨高新 80 亿元(4.38%)、华友钴业 56 亿元(3.07%)、赣锋锂业 51 亿元(2.81%)、中国铝业 46 亿元（2.51%）、天齐锂业 44 亿元（2.40%）。

图46：2026Q2 公募基金大量配置紫金矿业，占有色总持仓比例为 19.6%



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

表10：有色板块 2026Q2 基金持股市值前 10 大公司

代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)	2026Q2 基金有色板块持仓占比（%）
601899.SH	紫金矿业	910	142,486	-70,510	5.36%	358	19.58%
603993.SH	洛阳钼业	196	62,889	-4,811	2.94%	110	6.03%
605376.SH	博迁新材	161	4,062	969	15.53%	110	6.02%
600549.SH	厦门钨业	237	11,774	2,514	7.58%	100	5.48%
600111.SH	北方稀土	83	17,136	-6,451	4.74%	82	4.50%
000657.SZ	中钨高新	156	8,378	4,407	5.77%	80	4.38%
603799.SH	华友钴业	91	11,649	-4,739	6.18%	56	3.07%
002460.SZ	赣锋锂业	89	7,868	-3,530	4.64%	51	2.81%
601600.SH	中国铝业	98	55,846	-11,236	3.26%	46	2.51%
002466.SZ	天齐锂业	83	7,162	2,373	4.20%	44	2.40%

资料来源：ifind，国联民生证券研究所

从个股增持方面来看：博迁新材、中钨高新、厦门钨业、东方钽业等个股增持仓位较大。2026Q2 公募基金增持有色板块的前 5 大股票分别为博迁新材被增仓

仅供内部参考，请勿外传

969 万股（市值占比从 1.05%提升至 6.02%）、中钨高新被增仓 4407 万股（市值占比 0.70%→4.38%）、厦门钨业被增仓 2514 万股（市值占比 1.90 %→5.48%）、东方钽业被增仓 2634 万股（市值占比 0.20%→1.91%）、西部矿业被增仓 10647 万股（市值占比 0.26%→2.01%）。博迁新材 26Q2 的基金持仓市值占比从 1.05%提升至 6.02%，26Q2 基金持股增仓市值位居行业增仓第一。

表11：2026Q2 基金增仓市值 top10

代码	名称	2026Q1 基金持仓占比	2026Q2 基金持仓占比	2026Q1 基金持股总市值（亿元）	2026Q2 基金持股总市值（亿元）	2026Q2 基金增减仓（亿元）
605376.SH	博迁新材	1.05%	6.02%	28.52	110.19	81.67
000657.SZ	中钨高新	0.70%	4.38%	18.94	80.19	61.25
600549.SH	厦门钨业	1.90%	5.48%	51.51	100.32	48.81
000962.SZ	东方钽业	0.20%	1.91%	5.45	34.98	29.53
601168.SH	西部矿业	0.26%	2.01%	7.18	36.69	29.51
002428.SZ	云南锗业	0.07%	1.46%	1.90	26.71	24.81
002466.SZ	天齐锂业	0.98%	2.40%	26.57	43.92	17.35
603115.SH	海星股份	0.05%	0.79%	1.47	14.52	13.05
688102.SH	斯瑞新材	0.01%	0.64%	0.28	11.76	11.48
300835.SZ	龙磁科技	0.06%	0.67%	1.56	12.31	10.75

资料来源：ifind，国联民生证券研究所

从个股减持方面来看：黄金板块 26Q2 减仓较多。26Q2 公募基金减持有色板块的前 5 大股票分别为：紫金矿业被减仓 70510 万股（市值占比 25.76%→19.58%）、赤峰黄金被减仓 16690 万股（市值占比 4.49%→1.63%）、山东黄金被减仓 13780 万股（市值占比 3.64%→1.23%）、中金黄金被减仓 21572 万股（市值占比 3.96%→1.84%）、云铝股份被减仓 14868 万股(市值占比 2.48%→0.83%)，黄金板块相关股票成为 26Q2 主要减仓对象。

表12：2026Q2 基金减仓市值 top10

代码	名称	2026Q1 基金持仓占比	2026Q2 基金持仓占比	2026Q1 基金持股总市值（亿元）	2026Q2 基金持股总市值（亿元）	2026Q2 基金增减仓（亿元）
601899.SH	紫金矿业	25.76%	19.58%	698.72	358.21	-340.52
600988.SH	赤峰黄金	4.49%	1.63%	121.69	29.90	-91.79
600547.SH	山东黄金	3.64%	1.23%	98.68	22.51	-76.17
600489.SH	中金黄金	3.96%	1.84%	107.33	33.59	-73.74
000807.SZ	云铝股份	2.48%	0.83%	67.39	15.21	-52.18
000975.SZ	山金国际	2.53%	1.00%	68.74	18.24	-50.50
603799.SH	华友钴业	3.55%	3.07%	96.40	56.22	-40.18
002738.SZ	中矿资源	2.04%	0.92%	55.45	16.90	-38.55
002460.SZ	赣锋锂业	3.30%	2.81%	89.43	51.46	-37.97
002532.SZ	天山铝业	1.60%	0.32%	43.36	5.87	-37.49

资料来源：ifind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

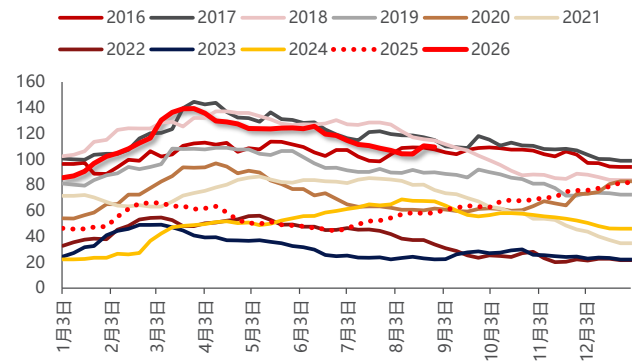
4 2026H2 展望：看好铜铝、贵金属以及能源金属投资机会

4.1 工业金属：矿端+再生铜供应紧张，金属价格中枢抬升

对铜而言：2026 年，尽管美伊冲突带来原油价格抬升，降息预期有所减弱，但从基本面来看，需求端，春节后国内迅速去库，需求表现超预期，且得益于美国囤货需求，非美地区库存处于历史低位，供需格局紧张。中长期来看数据中心、新能源车等领域对铜的需求拉动仍是边际增长主力；供给端，矿端维持紧张格局，铜价高位下并没有看到出现大量新增资本开支，反而前期停产的铜矿的复产预期大多延后，再生铜供应受《公平竞争审查条例》影响，开工率普遍较低，冶炼厂原料不足的问题进一步凸显。

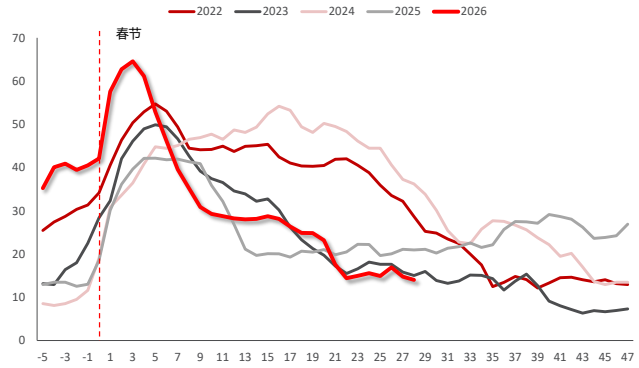
从库存来看，从全球显性库存来看，交易所及保税区库存年初季节性累库后出现了持续的去库，主要得益于国内库存的超预期去库。截至 2026 年 8 月 28 日，三大期货交所+上海保税区铜库存合计为 109.6 万吨，尽管处在过去 10 年的高位，但接近 70%的库存都在美国 COMEX，值得注意的是，国内社会库存（含保税区）从春节后高点的 64.6 万吨下降至 8 月 31 日的 14.0 万吨，库存处于历史低位。

图47：2026 年 8 月 28 日，三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为 109.6 万吨（单位：万吨）



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图48：国内铜社会库存（含保税区）处于历史低位（单位：万吨，横轴以春节为时间 0，数字代表周数）

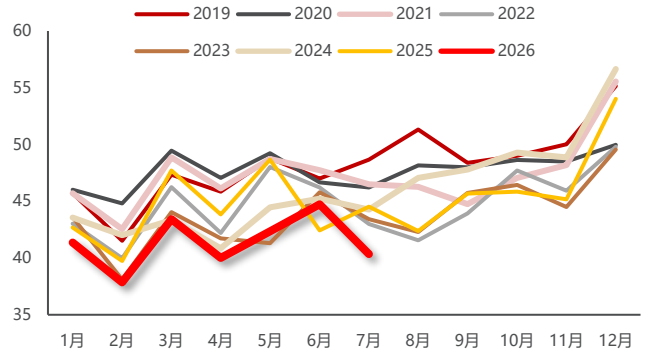


资料来源：SMM，国联民生证券研究所

矿端供给仍然较为紧张：根据 ICSG 最新统计数据，2025 年全球矿山铜产量为 2310.2 万吨，同比增长 1.2%，2026H1 全球矿山铜产量为 1136.3 万吨，同比下滑 0.9%。全球第一大铜矿生产国智利面临着矿石品位下滑等不确定性风险，矿产铜产量恢复缓慢。2026 年 1-7 月智利的矿产铜产量为 290.1 万吨，同比下降 6.3%。第二大铜矿生产国秘鲁 2026H1 铜产量为 136.2 万吨，同比增长 1.9%，略有增长。中国 2026H1 矿产铜产量为 84.7 万吨，同比下降 1.7%。

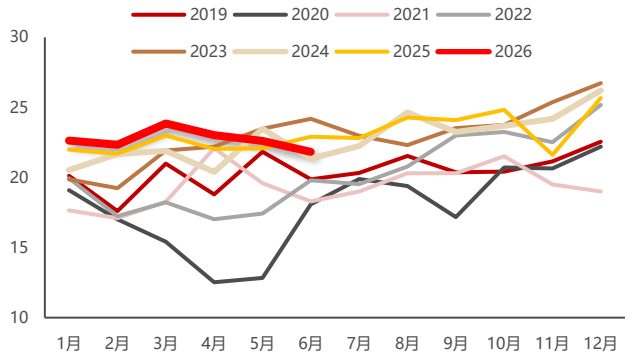
仅供内部参考，请勿外传

图49：2026 年 1-7 月，智利矿产铜产量同比下降 6.3%（单位：万吨）



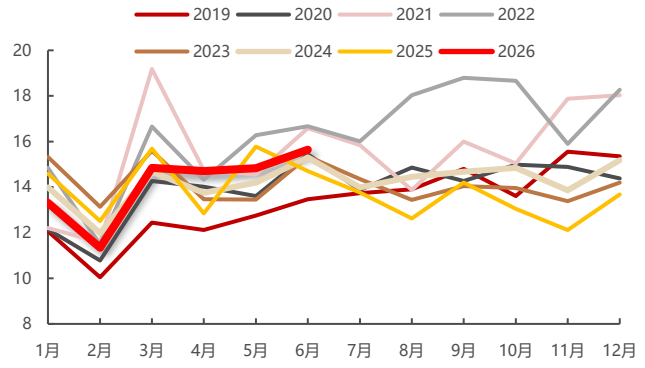
资料来源：智利国家统计局，国联民生证券研究所

图50：2026H1，秘鲁矿产铜产量同比增长 1.9%（单位：万吨）



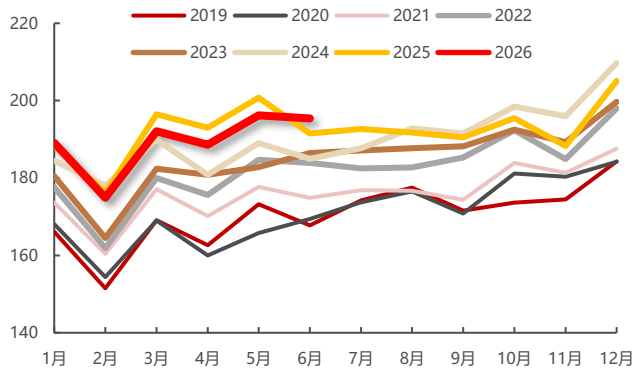
资料来源：秘鲁能源和矿业部，国联民生证券研究所

图51：2026H1，中国矿产铜产量同比下降 1.7%（单位：万吨）



资料来源：中国统计局，国联民生证券研究所

图52：2026H1，全球矿产铜产量同比下滑 0.9%（单位：万吨）



资料来源：ICSG，国联民生证券研究所

我们维持中期策略报告对 2026-2027 年铜矿供给预测，预计 2026-2030 年矿产铜新增产量为-7/105/66/45/50 万吨。

表13：2025-2030 年新增铜矿产量（2026 年 6 月更新）

矿山	所在地	公司	矿山新增量						
			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
巨龙	中国	紫金矿业	2.1	2	9.4	7	0	5	10
玉龙	中国	西部矿业	3	0	2	4	0	0	0
朱诺	中国	紫金矿业	0	0	2	3	2.6	0	0
谢通门	中国	金川集团&紫金矿业	0	0	0	2	3	0	0
甲玛	中国	中国黄金国际	2.4	2.3	0.0	1.3	2.0	3.0	7.0
红泥坡	中国	云南铜业	0.0	0.0	0.0	2.1	0.7	0.7	-0.1
金龙	中国	中国铜业	0	0	0	0	0	10	10
多龙	中国	宏达股份	0	0	0	0	0	0	10
Grasberg	印尼	自由港	5	-20	-26	26	14	0	0

仅供内部参考，请勿外传

Almalyk	乌兹别克斯坦	Almalyk Mining and Metallurgical Combine	9	12	5	4	0	0	0
锡亚迪克	巴基斯坦	中国五矿	0	0	0	0	2	6	2
Reko Diq	巴基斯坦	巴里克黄金	0	0	0	0	2	10	12
艾娜克	阿富汗	中国五矿	0	0	0	0	5	10	5
Bor	塞尔维亚	紫金矿业	2	0	2	2	2	2	0
Timok 上带矿	塞尔维亚	紫金矿业	0	3	0	0	0	0	0
Timok 下带矿	塞尔维亚	紫金矿业	0	0	2	2	3	3	0
Udokan	俄罗斯	Udokan Copper LLC	7.5	5	0	0	0	0	0
QB2	智利	泰克资源	15	-3	4	4	-2	0	0
Chuquicamata 地下矿	智利	智利国家铜业	5.1	2.1	3.5	0	0	0	0
Escondida	智利	必和必拓 BHP	15.8	7.2	0	0	0	0	0
Collahuasi	智利	英美资源&嘉能可	-1.4	-15.9	0	15	0	0	
Spence	智利	必和必拓 BHP	1.4	0.5	-2	0	0	0	0
Mantoverde	智利	Capstone	4.5	1.5	-1.55	3.55	0	0	0
Las Bambas	秘鲁	五矿资源	2	8	0	0	0	0	0
Toromocho	秘鲁	中国铝业集团	0	0	0	0	0	0	0
Quellaveco	秘鲁	英美资源	0	0	0	0	0	0	0
公司产量指引	秘鲁	南方铜业			-1.1	-4.3	0.9	0	0
Oyu Tolgoi	蒙古	力拓	4.7	10.75	3.8	6.0	8	0	0
Kamoa-Kakula	刚果金	紫金矿业&艾芬豪	4	-4.5	-8.5	9	10	5	0
科卢维奇	刚果金	紫金矿业	-3	3	0	0	0	0	0
TFM	刚果金	洛阳钼业	15	6	8	0	0	0	10
KFM	刚果金	洛阳钼业	9.5	2.5	0	5	5	0	0
Lonshi	刚果金	金诚信	1.5	3	0	0	0	0	0
Kinsevere	刚果金	五矿资源	0.5	1.5	2	0	0	0	0
门塞萨	刚果金	中国有色矿业	0	0	0	1	1	0	0
刚波夫西矿体	刚果金	中国有色矿业	0	0	0	0	1	1.5	0
Lubambe	赞比亚	金诚信	0	-0.55	0.29	1.06	0.25	0	0
卢安夏新矿	赞比亚	中国有色矿业	0	0	0.5	1.5	2	0	0
Kitumba	赞比亚	中矿资源	0	0	2	4	0	0	0
Lumwana	赞比亚	巴里克黄金	1	2	0	0	1	4	4
Motheo	博茨瓦纳	Sandfire Resources	2	0	0	0	0	0	0
Khoemacau	博茨瓦纳	五矿资源	0.1	1.7	1.2	0	4	3	0
Palabora Copper	南非	河钢资源	0.10	0.72	-0.2	2	2	0	0
米拉多铜矿二期	厄瓜多尔	铜陵有色	0	3	2	7	0	0	0
Salobo	巴西	淡水河谷	0	2.75	0	0	0	0	0
San Matias	哥伦比亚	金诚信	0	0	0	0	1	1.5	0
Cobre Panama	巴拿马	第一量子	-35	0	3.5	16.5	15	0	0
矿山品位衰减等常规减量			-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20
总计（万吨）			**54**	**17**	**-7**	**105**	**66**	**45**	**50**
其中复产部分（可能延后）（万吨）			**0**	**0**	**4**	**66**	**24**	**0**	**0**

仅供内部参考，请勿外传

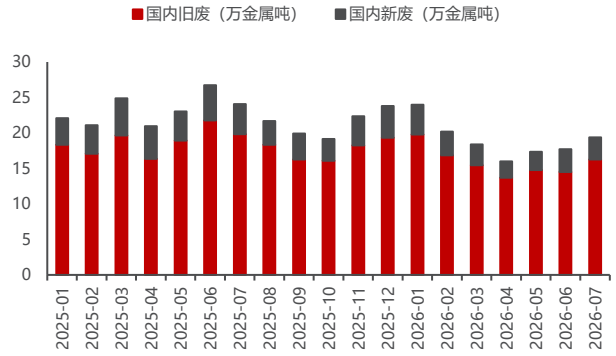
ICSG 矿山铜产量合计（万吨）	61	27
隐性小矿山产量变化（万吨）	7	10

资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所预测

注：25 年常规减量按照矿企指引调整

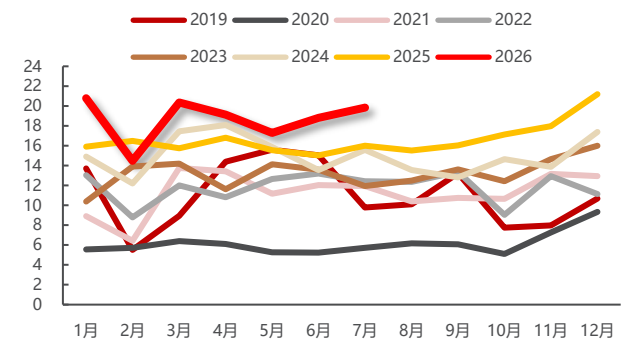
2026 年废铜供应我们预计呈现国内收缩，进口增长的态势。2026 年 1-7 月废铜总供应（国内废铜+进口废铜）同比下降 3.9%至 263.7 万吨，其中国内废铜产量同比下降 18.4%，主要是由于 770 号文出台，各地政府收紧增值税超额补贴，再生铜杆厂开工率维持低位，2026 年以来平均开工率维持低位；2026 年 1-7 月进口废铜同比增长 17.2%，但国内外废铜合计来看整体供应仍偏紧。

图53：2026 年 1-7 月，国内废铜产量同比下降 18.4%（单位：万吨）



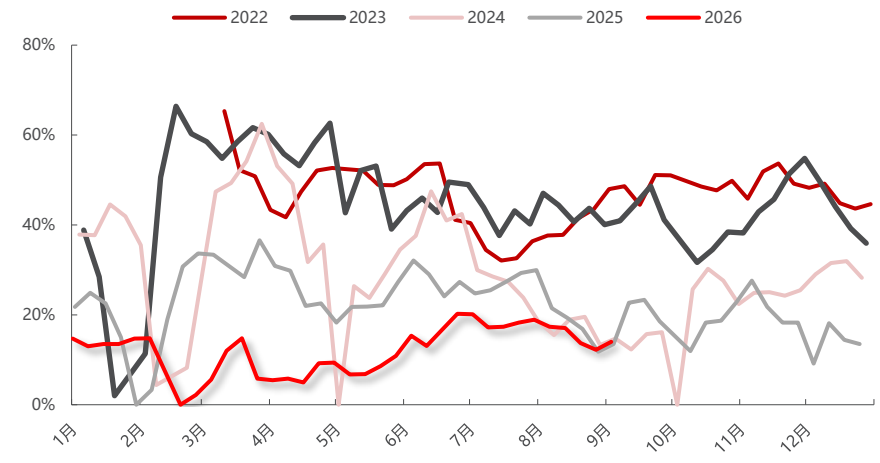
资料来源：SMM，国联民生证券研究所

图54：2026 年 1-7 月，进口废铜同比增长 17.2%（单位：万吨）



资料来源：SMM，国联民生证券研究所

图55：2026 年再生铜制杆周度开工率维持在较低水平



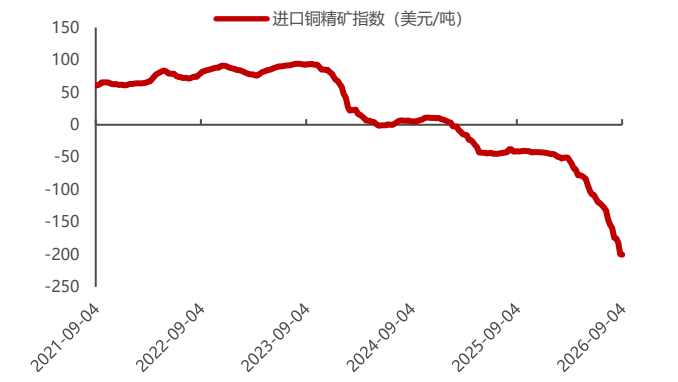
资料来源：SMM，国联民生证券研究所

国内冶炼企业开工率处于历史低位，电解铜供应趋紧。尽管硫酸价格上涨，国内铜冶炼厂盈利在 26H1 维持在较高水平，但近期海峡争端缓和，国内硫酸价格

仅供内部参考，请勿外传

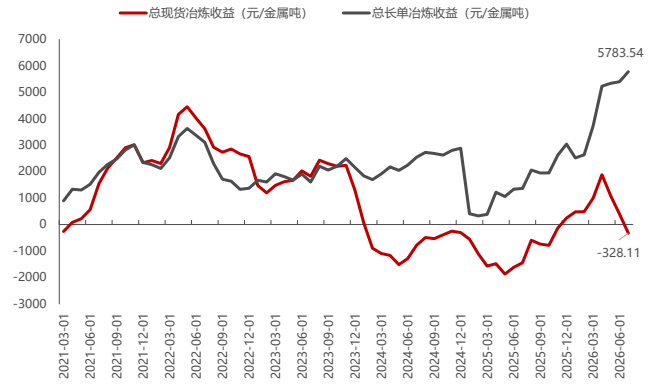
回落，叠加现货冶炼加工费持续走低，冶炼厂盈利日渐衰退，2026 年 7-8 月国内铜冶炼厂开工率处于过去 10 年的底部区间，我们预计矿端和再生铜端的铜元素供应紧张往冶炼端的传导即将完成，电解铜供应趋紧的趋势不变。

图56：冶炼加工费跌至历史最低



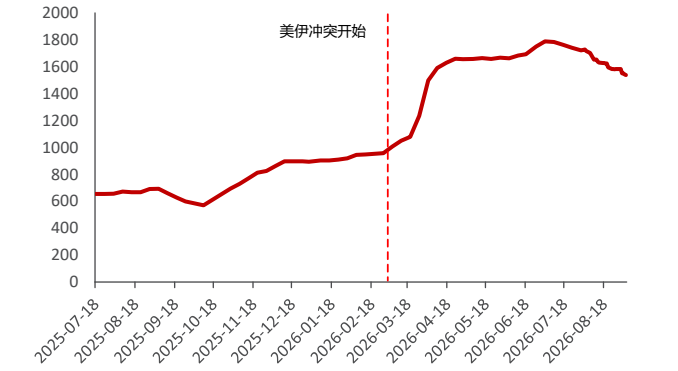
资料来源：SMM，国联民生证券研究所

图57：2026 年 7 月铜精矿现货冶炼转为亏损 328 元/吨



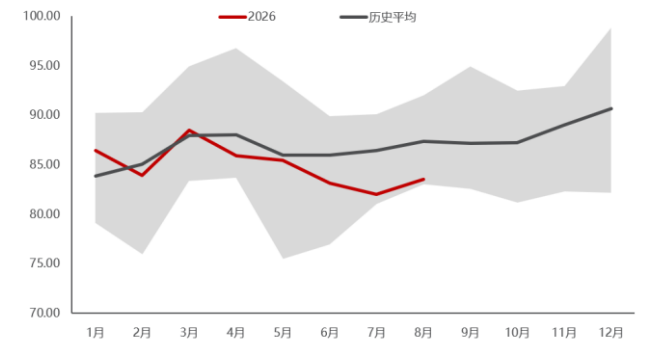
资料来源：SMM，国联民生证券研究所

图58：美伊冲突后硫酸价格指数大幅上涨（单位：元/吨）



资料来源：SMM，国联民生证券研究所

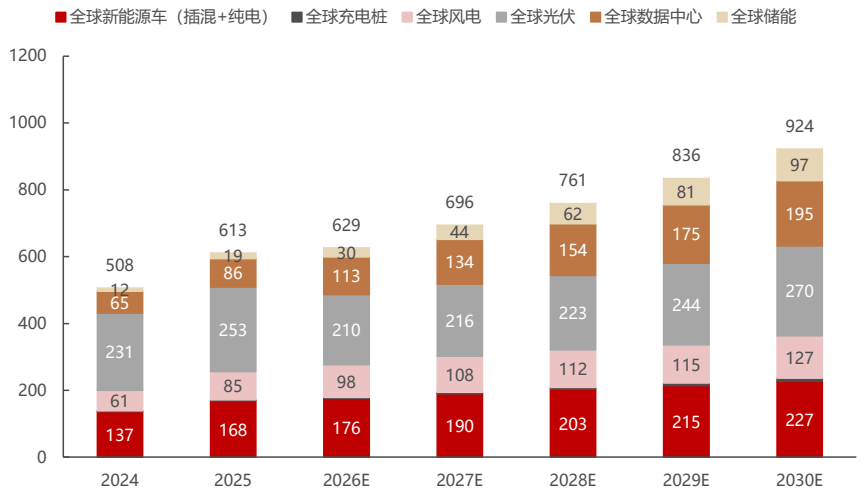
图59：2026 年 7-8 月国内铜冶炼厂开工率处于历史低位



资料来源：SMM，国联民生证券研究所
注：阴影部分为过去 10 年的同期开工率范围

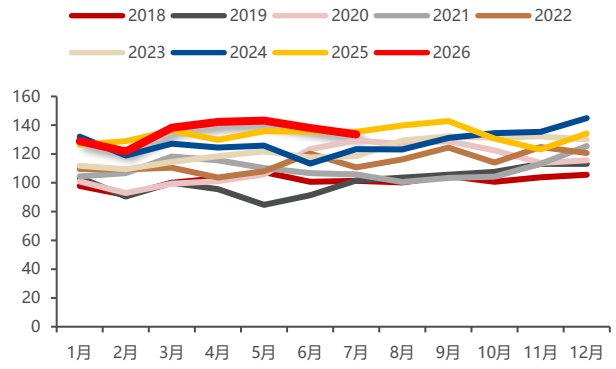
下游需求受新兴领域需求拉动：我们预计 2026 年新兴领域需求占比将达到约 21.48%，2030 年新兴领域占铜需求比例将达 27.99%。相比于传统的电缆、燃油车、空调、房地产等领域，新兴应用领域，如新能源汽车、充电桩、光伏风电等随着环保趋严以及政策促进，而进入高速发展期，近两年，储能和 AI 数据中心的需求快速发展，成为了新兴领域的新的增长极。铜由于其优异的导电性和散热等性质，广泛应用于以上新型应用领域，随之拉动铜的需求量。我们根据最新的终端数据进行测算，2026 年，全球新能源车、风电、光伏、数据中心、储能对铜的需求量分别为 176、98、210、113、30 万吨。

图60：2030 年，预计新兴领域对铜需求量将增至 924 万吨（单位：万吨）



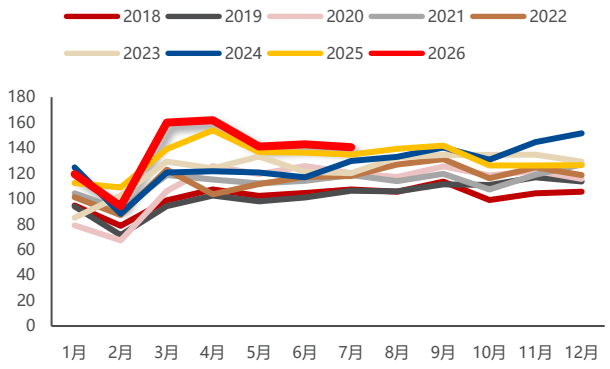
资料来源：Marklines，EVTank，SMM，CPIA，GWEC，国联民生证券研究所测算

图61：2026 年 1-7 月铜表观消费同比增长 2.0%（单位：万吨）



资料来源：SMM，国联民生证券研究所

图62：2026 年 1-7 月铜实际消费（考虑库存变化）同比增长 4.1%（单位：万吨）



资料来源：SMM，国联民生证券研究所

电解铝板块：海外供给兑现度有待验证，高盈利属性持续。

供给端：国内产能天花板刚性约束，远期几乎无新增项目。国内电解铝面临产能天花板限制，在建项目较少，并且大部分是置换产能，净增产能较少。根据我们对项目的梳理，预计 2026 年国内新投产电解铝净新增产能 76.9 万吨，未来国内电解铝未开的净增合规指标仅剩 11 万吨，国内电解铝投产进入尾声。

表14：国内电解铝产能变动（万吨）

省份	项目	远期新建及拟建产能	产能净增	预计投产时间	2024 投产产能	2025 投产产能	2026 投产产能	远期投产产能
新疆	农六师铝业	55	20	2025 年	20	35	0	0
新疆	天山铝业	20	20	2025 年	0	10	10	0
青海	中铝青海	50	10	2025 年	0	50	0	0
青海	海源绿能	11	11	-	0	0	0	11

山西	兆丰铝电	29.4	6.9	2026			29.4	
内蒙	扎铝二期	35	35	2025 年	0	5	30	0
内蒙	华云三期	42	17	2024 年	42	0	0	0
贵州	双元铝业	10	0	2024 年	10	0	0	0
辽宁	象屿铝业	30	30	2026 年			30	
新投产产能合计		282.4	149.9		72	100	99.4	11

资料来源：SMM，国联民生证券研究所

海外中东复产进度一般。美伊冲突导致中东铝厂大规模减产，目前美伊局势缓和，中东部分铝厂将陆续复产，据EGA官网消息，8月26日阿联酋全球铝业（EGA）对外公布，旗下塔韦拉冶炼厂约25%电解槽陆续恢复，预计到2027年一季度完全恢复，考虑到电解槽修复、通电投产到实际出产品仍有爬产时间，短期对供应扰动有限。

印尼等地新增产能不确定性仍存。行业高盈利促使海外新增产能加速建设，但受制于电力配套、ODI等政策影响，投产放量不及预期。从项目进展看，印尼铝产业链扩张的大方向未变，短期仍是全球最重要的新增供应来源之一。但对于尚未开工、或配套未落实、仍停留在规划层面的产能，其兑现率仍存较大不确定性。主要制约因素包括政策执行规则频繁调整，特别是上游矿权和资源管理政策变化；中资企业境外直接投资（ODI）审核趋严；融资和建设成本偏高；以及煤电依赖与全球碳政策约束。

表15：海外电解铝项目规划

国家	电解铝厂	预计开始投产时间	项目状态	产能规划（万吨/年）
印尼	PT.Kemajuan Aluminium Industry	2025 年底	运行中	25
印尼	PT Kalimantan Aluminum Industry	2025Q4	一期投产中	150
安哥拉	Bengo-HUATONG ANGOLA INDUSTRY LDA	2027	二期建设中	36
印尼	PT Indonesia pioneer Aluminum Industries	2026Q2	投产中	35
印尼	IMIP-泰景铝业+泰运铝业	2026Q3	一期爬产	120
越南	DAK Nong	2026Q3	建设中	45
印尼	Weda Bay Aluminum+星辉铝业	2026Q4	建设中	80
印度	Baleo	2027	爬产中	43.5
沙特	Red Sea Aluminum	2027	建设中	50
安哥拉	项目 1	2027	建设中	40

仅供内部参考，请勿外传

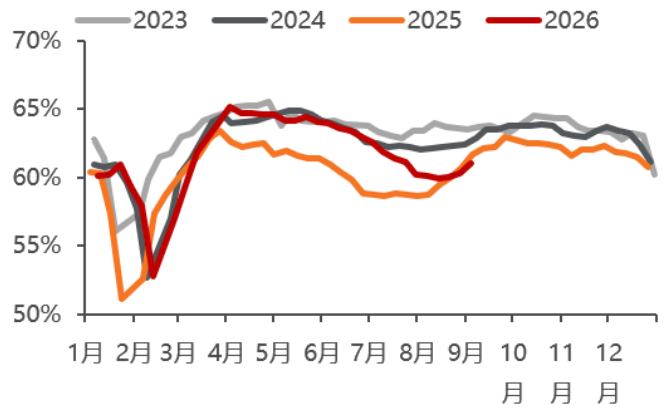
印尼	PT Bintan Electrolytic Indonesia	2026Q4	建成中	25
印尼	PT Dahama Inti Bersama	2027	建成中	100
印尼	项目 2	2027	建成中	50
印尼	项目 3	2027	建成中	60
印度	Mahan	2028	建成中	36
印尼	PT Hamonyi Electrolytic Aluminum Indonesia	2028	拟建	25
印尼	Inalum	2029	拟建	60
印度	Aditya	2029	建成中	36
印尼	PT Westerfield Aluminum Indonesia	2029	拟建	240
美国	Inola	2030	拟建	75
安哥拉	百通能源	-	拟建	20
哥伦比亚	Galico	-	拟建	54
印度	Angul	-	拟建	50
阿曼	CMOC	-	拟建	53
芬兰	Arctial	-	拟建	55
埃及	Trafigura, Egyptalum, Metallurgical Industries Holding Company	-	可行性研究	30
哈萨克斯坦	东方希望	-	拟建	100
哈萨克斯坦	信发	-	拟建	240
老挝	乌多姆赛 AI 绿电铝产业园项目	-	拟建	50

资料来源：SMM,公司公告，国联民生证券研究所

需求端：内需淡旺季切换+出口量维持高位，将带动铝锭库存去化，铝价或较好支撑。 电解铝下游以建筑、交通、电力电子为主。进入 8–9 月，消费由夏季淡季向“金九银十”旺季切换：铝加工综合开工率小幅回升，内需环比修复动能增强，后续淡旺季切换，去库有望延续甚至加快。此外，铝材出口表现亮眼。2026 年 1-7 月，国内未锻轧铝及铝材累计出口量达 404 万吨，同比增长 16.42%，铝制品累计出矿量达 244 万吨，同比增长 20.63%。我们认为，早前随着中东冲突导致海外铝锭供需错配，内外价差拉大，国内铝材性价比优势显现；目前尽管内外价差呈现收窄趋势，但考虑到中东供给尚未恢复，其他地区新增产量有限，海外现货仍处于偏紧状态，因此，预计国内企业出口订单量维持高位，给予国内库存持续去化支撑。

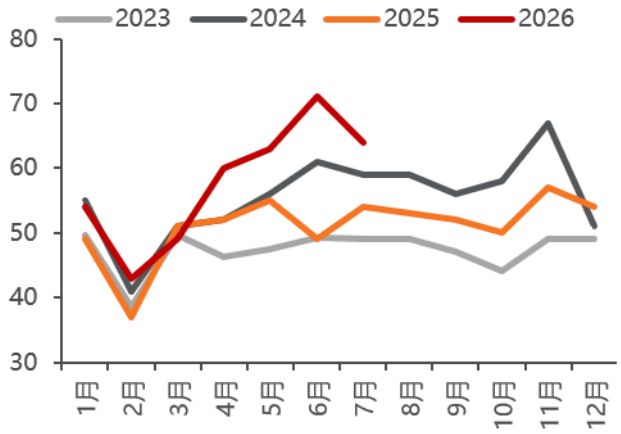
仅供内部参考，请勿外传

图63：铝加工企业平均开工率(%)



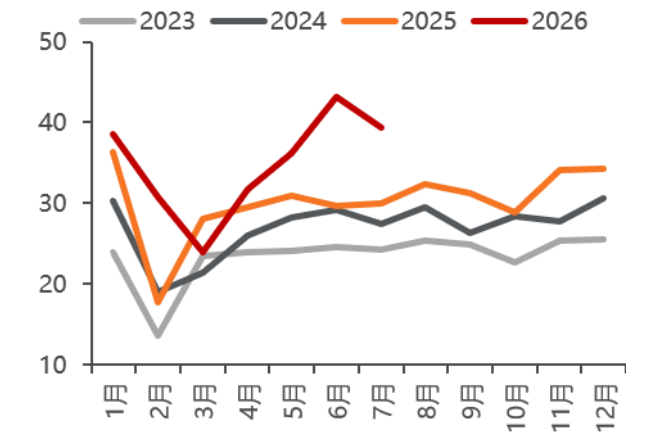
资料来源：SMM，国联民生证券研究所

图64：我国未锻轧铝及铝材出口量（万吨）



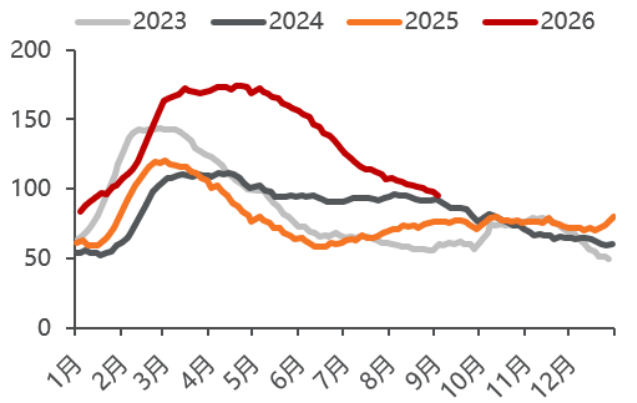
资料来源：海关总署、SMM，国联民生证券研究所

图65：我国铝制品出口量（万吨）



资料来源：海关总署、SMM，国联民生证券研究所

图66：国内铝锭+铝棒库存（万吨）

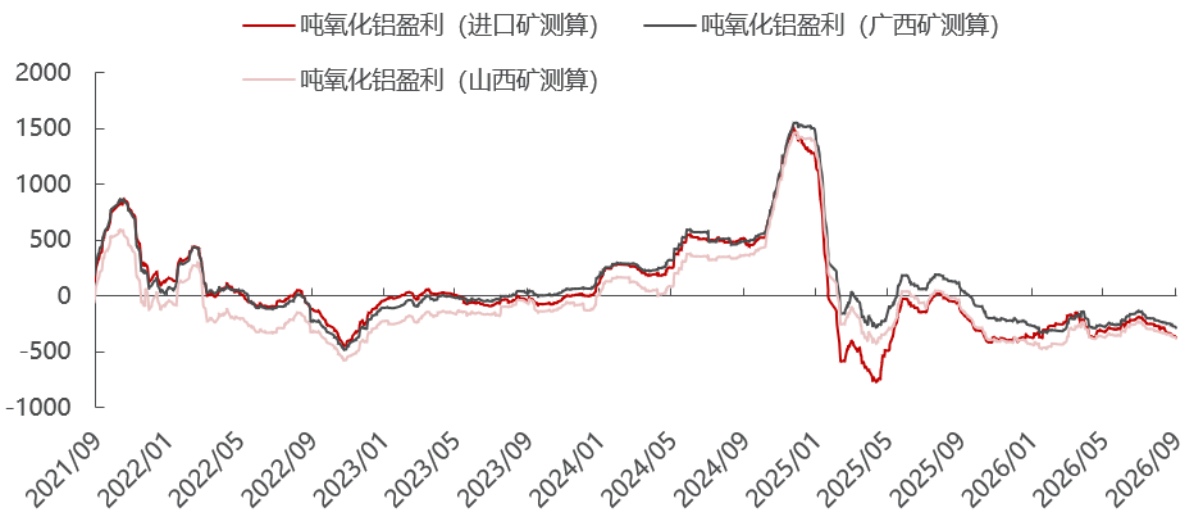


资料来源：SMM，国联民生证券研究所

铝价高位运行+氧化铝低位震荡，行业高盈利有望维持。电解铝缺口格局下，铝价高位运行，原料端氧化铝价格因供需过剩，价格低位震荡运行，行业高盈利有望保持并继续走阔，氧化铝自给率低的电解铝企业最为受益。截至 2026 年 9 月 3 日，根据我们测算，山东地区自备电的电解铝企业吨铝税前盈利 6699 元/吨，盈利能力处于历史高位。

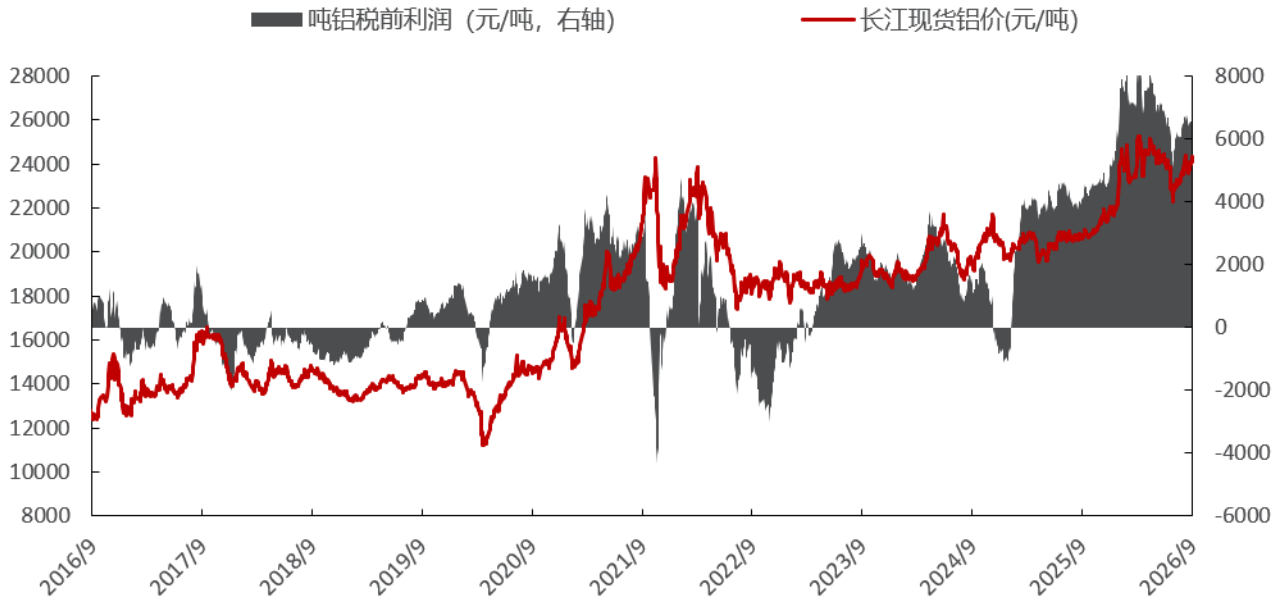
仅供内部参考，请勿外传

图67：截至 2026 年 9 月 3 日，氧化铝利润走势（元/吨）



资料来源：亚洲金属网，ifind，国联民生证券研究所测算

图68：截至 2026 年 9 月 3 日，电解铝价格及利润走势（元/吨）



资料来源：亚洲金属网，ifind，国联民生证券研究所测算

4.2 贵金属：底部反弹，前景广阔

地缘问题扰动美国经济。2026 年 2 月 28 日，在伊美谈判取得进展背景下，美国和以色列未经安理会授权，袭击伊朗，随后伊朗封锁霍尔木兹海峡引发全球经济扰动。8 月美国二季度 GDP 第二次预估数据显示，实际 GDP 年化季率维持 1.5%不变，较一季度 2.1%明显减速。消费支出上修被进口上修抵消。通胀指标全面上

仅供内部参考，请勿外传

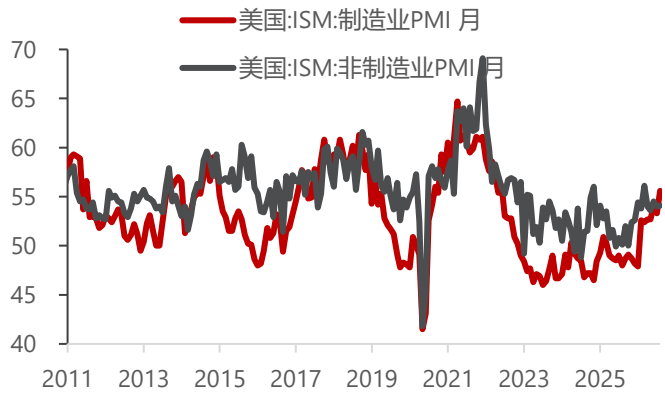
调，核心 PCE 升至 3.6%。

图69：美国 GDP 增速不及预期（单位：%）



资料来源：wind，国联民生证券研究所

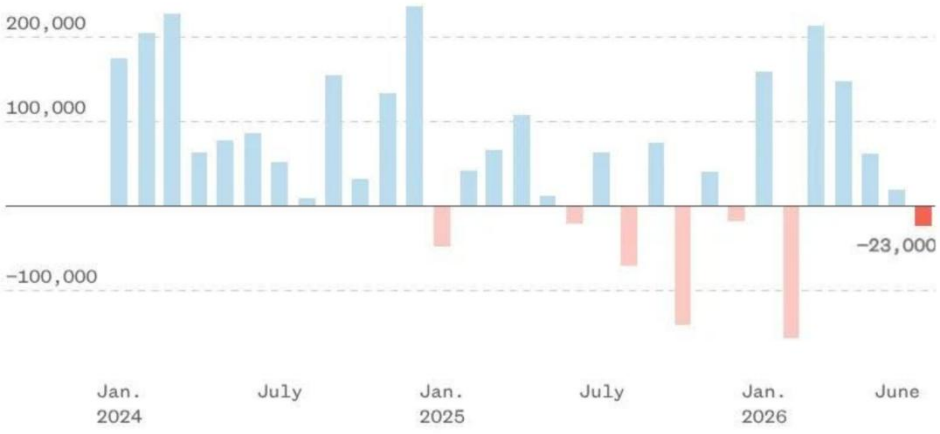
图70：美国制造业 PMI 水平



资料来源：wind，国联民生证券研究所

就业供给端收缩，劳动力市场走弱。美国 7 月非农环比减少 2.3 万个，显著低于市场预期。同时，5 月和 6 月新增非农就业岗位数量共向下修正 10.3 万个。失业率方面美国 7 月失业率为 4.1%，低于 6 月的 4.2%。但整体失业率之所以下降，是因为部分人群退出了劳动力队伍，这是劳动力供给收缩的信号，而非经济活力向好的体现。另外 7 月平均时薪同比 3.2%的增幅为近五年最低水平，表明薪资增速已经跑不赢通胀。

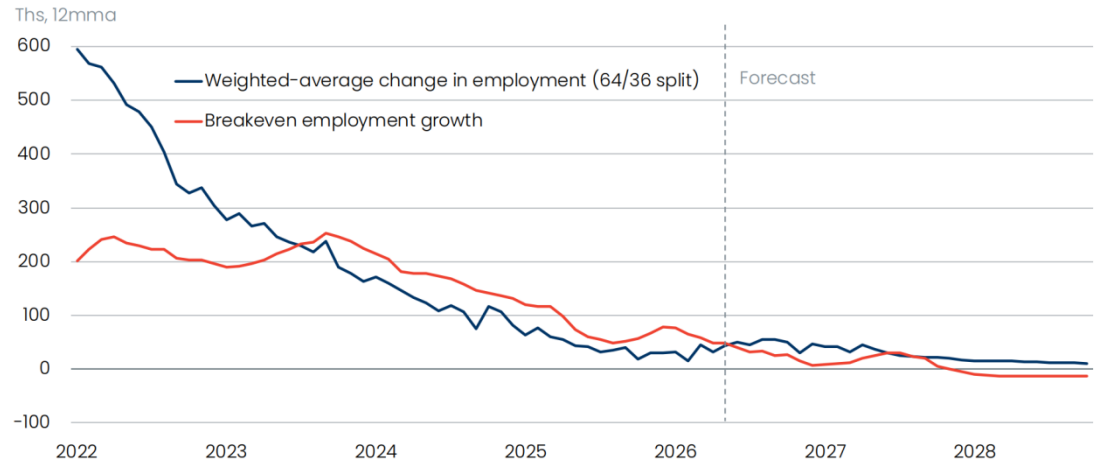
图71：美国非农就业数据



资料来源：美国全国广播公司，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

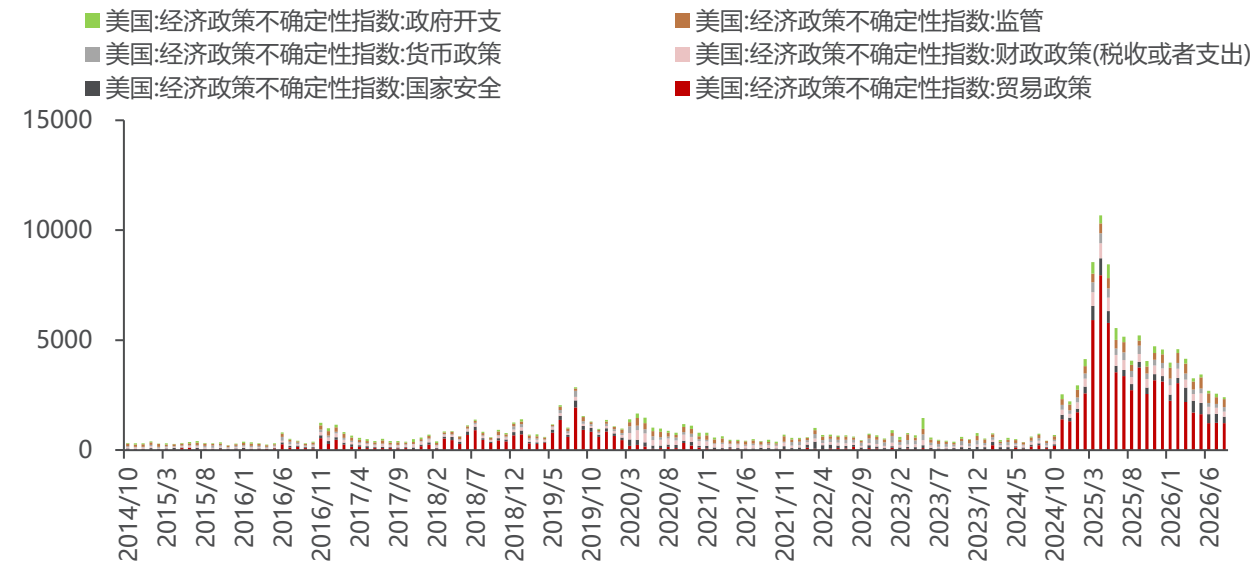
图72：美国盈亏平衡就业曲线



资料来源：Oxford Economics，国联民生证券研究所

全球贸易摩擦反复，避险情绪升温。2025 年美国总统特朗普频繁动用《国际紧急经济权力法》（IEEPA）加征关税，2026 年 2 月 20 日，美国最高法院裁决特朗普政府依据 IEEPA 征收的全球关税违法。美国国际贸易法院裁决要求退还自 2025 年 2 月至 2026 年 2 月期间征收的“非法关税”。4 月，美国再度开启 301 调查听证会，核心围绕面向全球 60 个主流贸易经济体的新一轮 301 专项调查展开逐条核验研判，也是近八年来美国覆盖面最广、落地节奏最快的一轮全域贸易关税筹备动作。6-7 月美国对铜关税预期发酵，8 月美国对加拿大关税反复博弈；9 月美国政府拟对进口芯片加征新一轮关税。整体来看，当前美国关税诉求较强且持续，全球贸易问题仍在反复。

图73：美国经济不确定指数处于高位

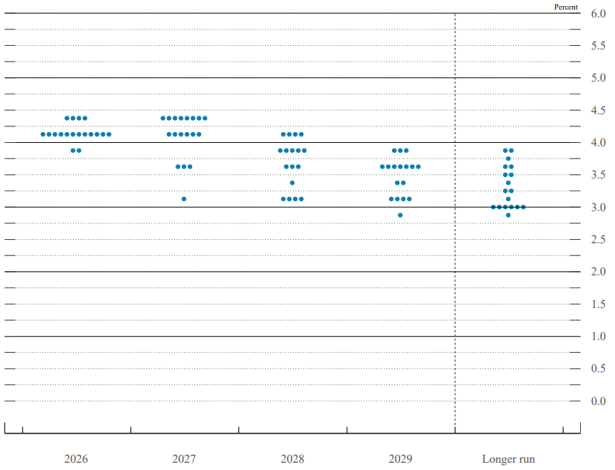


资料来源：wind，国联民生证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传

沃什鹰派发言抬升加息预期，9 月议息会议点阵图显示年内或仍有一次加息。美联储主席凯文·沃什在杰克逊霍尔年会上发表了他上任以来的首次重要演讲，核心是重塑美联储的政策框架与沟通哲学。此番讲话系统阐述了他的施政理念：包括控通胀仍是首要任务、拒绝常态化“前瞻指引”、提出七大政策原则以及将 AI 视为新变量等。整体来看沃什释放明确的谨慎偏鹰信号，美债收益率走高、美元走强市场预测美联储 9 月加息的概率飙升，金价承压。9 月 FOMC 会议 3 年来首次加息，从点阵图看，19 名政策制定者中 18 人提交预测，16 人认为今年应再次加息，加息次数的增加边际上构成对黄金价格的短期压制。

图74：美联储 9 月议息会议利率点阵图



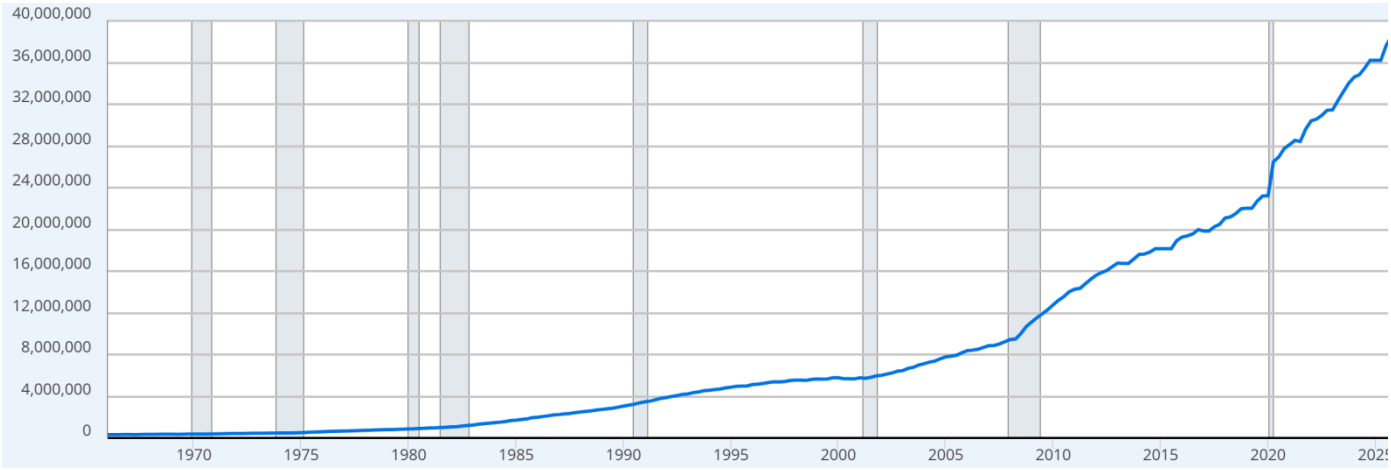
资料来源：Fed，国联民生证券研究所

但是美元美债及利息支出形成持续加息的掣肘，根本性问题难以解决。8 月美国财政部紧急出手干预市场，宣布扩大长期名义国债回购规模，将 10 年至 30 年期国债流动性支持回购操作的单次最高规模由 20 亿美元至少提高一倍至 40 亿美元，自 9 月 9 日起生效。美国财政部此次出手干预市场本质上是传递政策信号和进行流动性管理，并非根本性的“救市”。在美债供给压力、通胀预期和财政赤字等核心问题未解决之前，仅靠提高回购规模难以扭转长期利率走势。造成长期美债收益率飙升的根本原因是财政赤字失控、全球资金结构变化与供需失衡共同驱动的期限溢价系统性抬升。

利息支出与债务问题逐渐演变为货币及财政信用问题。国际货币基金组织预测，到 2026 年，美国政府债务将进一步膨胀至 40.7 万亿美元，而同期名义 GDP 仅为 32.4 万亿美元。在 2026 财年前 10 个月，美债利息支出已高达 9630 亿美元，全年预计将突破 1.2 万亿美元。如果沃什对于加息继续保持模糊，投资者可能会通过要求更高期限溢价来惩罚沉默，即使美联储没有加息，长期限美债收益率也可能持续攀升。 我们认为美国正处于一个艰难的平衡点，高债务、高赤字与货币政策正常化之间。加息或许能压制通胀，但会加剧利息成本的攀升；不加息或许能暂时稳定债务，但通胀可能失控；美元美债的信用问题以及美国财政信用的逐渐流失将成为推动金价上行的核心力量。

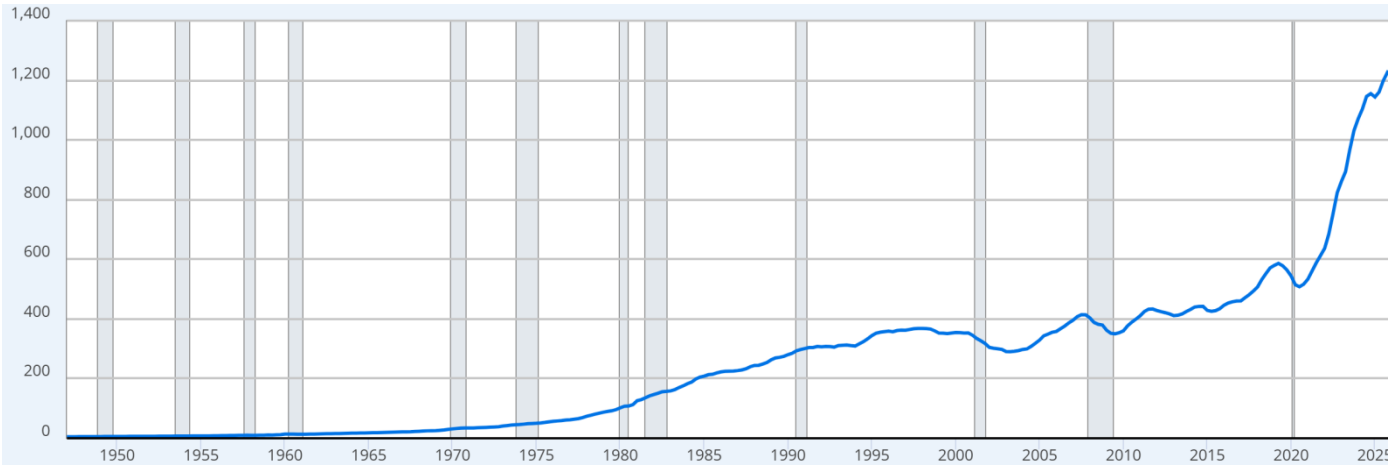
仅供内部参考，请勿外传

图75：美国债务总额（百万美元）



资料来源：Fed Watch，国联民生证券研究所

图76：美国利息支出（十亿美元）

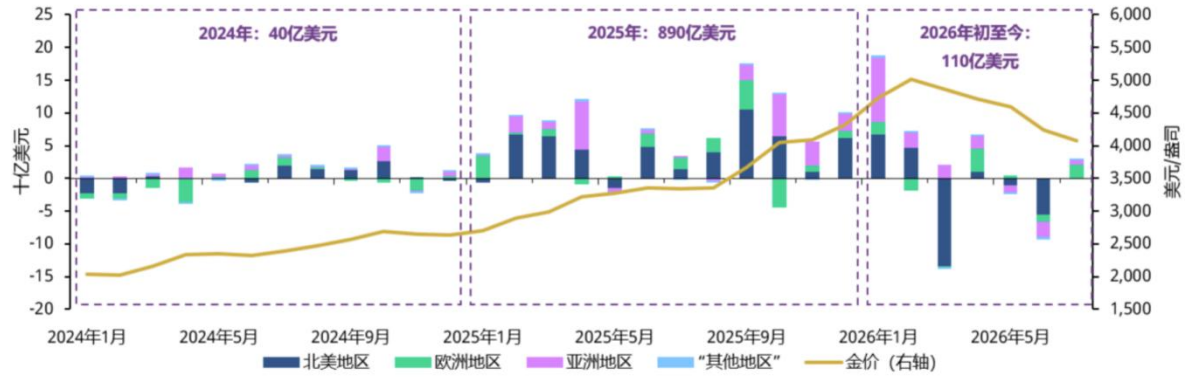


资料来源：Fed Watch，国联民生证券研究所

ETF 交易回暖。7 月，全球实物黄金 ETF1 流入约 30 亿美元，扭转了此前连续两个月的流出态势，基金流入范围覆盖较广，全球所有地区均有贡献，其中欧洲地区基金流入量领跑。受黄金 ETF 流入及金价上涨共同推动，全球黄金 ETF 资产管理总规模（AUM）上升 1%至 5,300 亿美元。总持仓增加 23 吨至 4,068 吨，但仍低于 2026 年 2 月 27 日创下的 4,176 吨历史高位。 2026 年初至 7 月末，全球黄金 ETF 累计流入 110 亿美元，相当于持仓增加 39 吨。

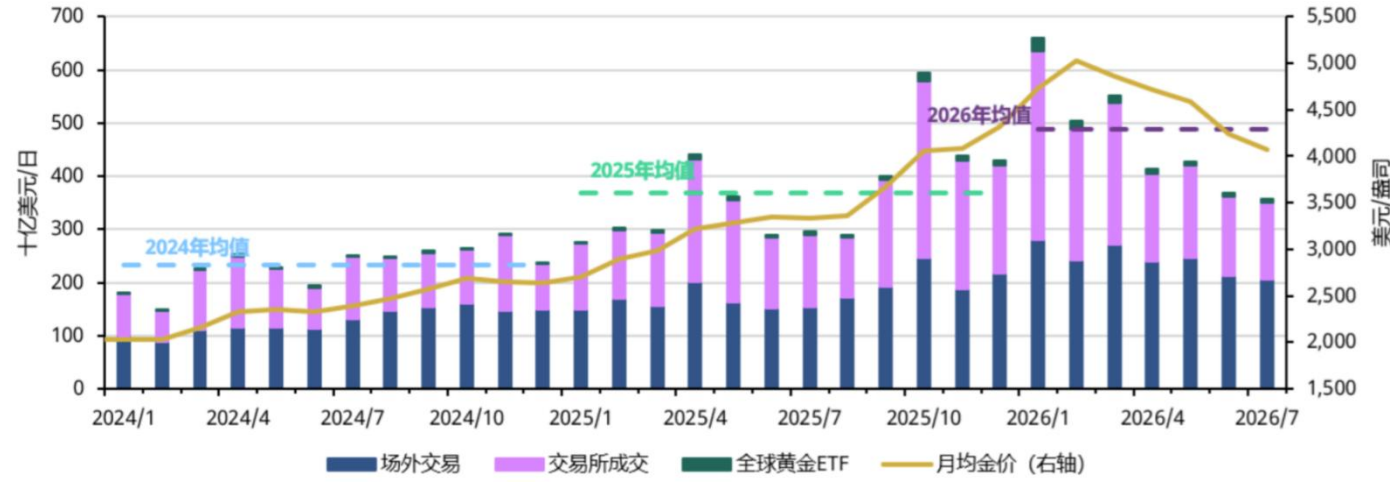
图77：ETF 分地区持仓

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：Fed Watch，国联民生证券研究所

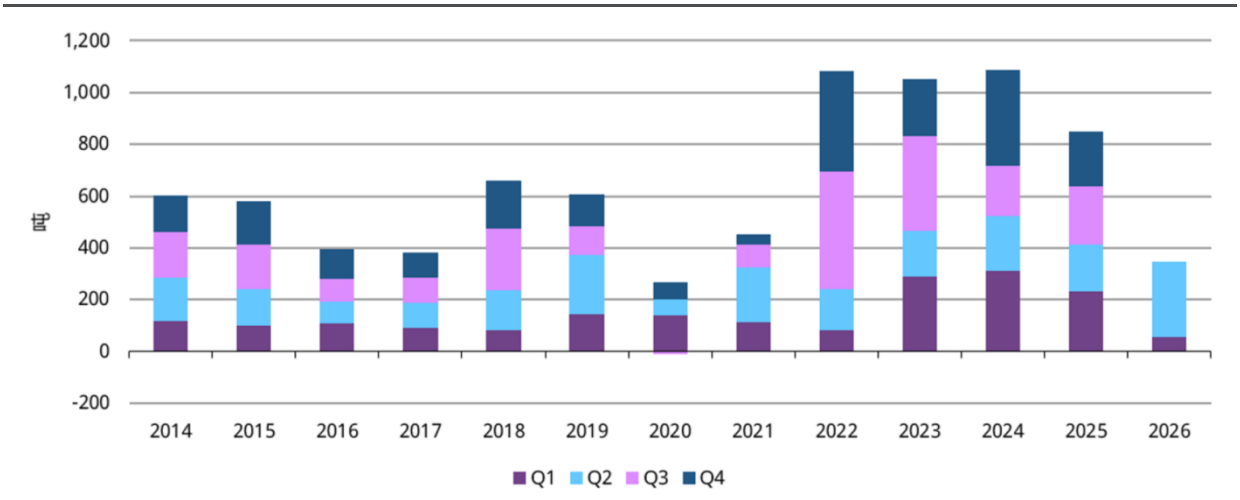
图78：各板块 ETF 日均交易额



资料来源：Fed Watch，国联民生证券研究所

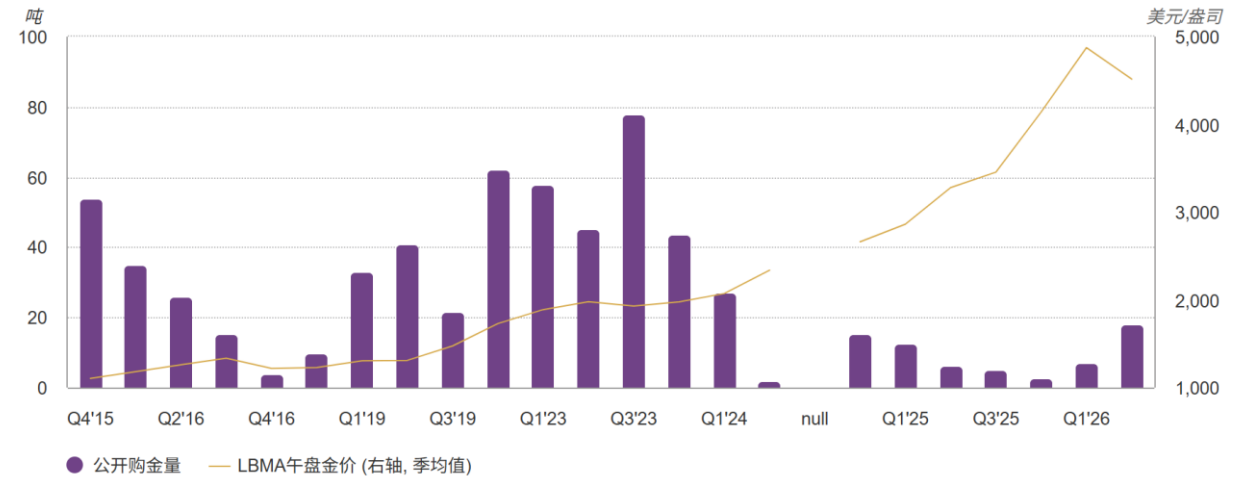
央行购金趋势不改，黄金需求热度持续。2026 年二季度全球央行净购金量显著回升达到 289 吨，几乎是一季度修正后量级（57 吨）的五倍，并创下二季度历史新高。主要得益于波兰和中国央行的持续购金行为，同时其他常规买家的增持也提供了进一步支撑。从我国看，我国央行本轮从 2024 年 11 月开始扩大黄金储备，2026 年二季度增持黄金 33 吨，实现自 2023 年四季度(44 吨)以来最大单季购金量。截至今年上半年我国央行累计增持 40 吨，推动官方黄金储备达到 2346 吨，实现连续七个季度购金，凸显黄金配置计划的战略定位。

图79：全球央行购金数据



资料来源：世界黄金协会，国联民生证券研究所

图80：截至今年上半年我国央行连续七个季度增持黄金



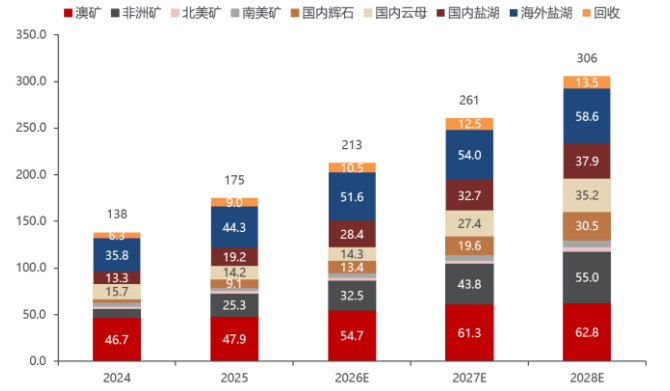
资料来源：世界黄金协会，国联民生证券研究所

4.3 能源金属：供需格局改善，看好价格中枢上移

投产高峰期已过，供给增速逐步放缓。随着新增产能陆续建成落地，2021-2023 年高锂价刺激下催生的投产高峰期已成为过去时，国内资本开支从 2024 年开始下降，我们预计 2026-2028 年全球锂供给 213/261/306 万吨，供给增速 22%/22%/17%，增量 37.9/47.9/45.0 万吨，供给增长将开启下滑趋势。

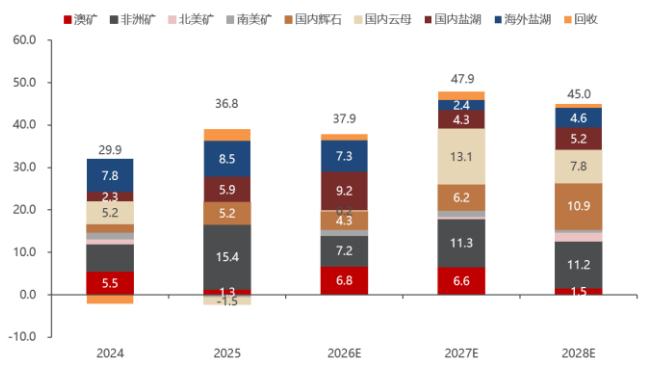
仅供内部参考，请勿外传

图81：全球锂供给预测（万吨 LCE）



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所预测

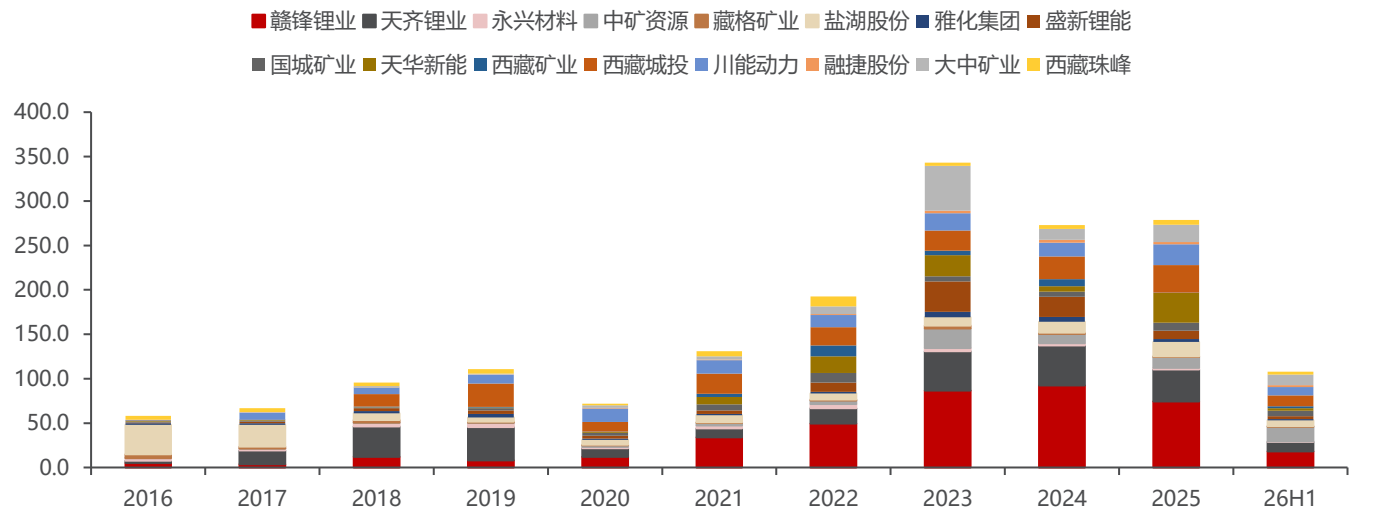
图82：全球锂供给增量预测（万吨 LCE）



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所预测

上一轮周期锂供给从收购到产能集中释放约 4-5 年时间，新一轮周期供需错配仍会存在。上一轮锂周期，国内锂矿、非洲矿处于开发初期，面对 2021 年锂价的快速上涨，国内企业大多从竞拍、收购矿权开始布局锂资源。对照国内锂矿企业资本开支、供给增量产能释放的时间表，我们可以一窥锂矿产能的投产周期有多长。2021-2022 年国内企业开始买矿，而资本开支高峰期发生在 2023 年，即从收购矿权到开始大规模投资建设，中间勘探、办理证照手续用时约 2 年，新增产能投产的高峰期为 2027 年左右，即矿山建设周期约 3-4 年，矿山合计开发周期约 5-6 年，用时较长。即使新一轮锂价上涨，供给短期仍难以快速释放。

图83：国内主要锂矿企业资本开支（亿元）



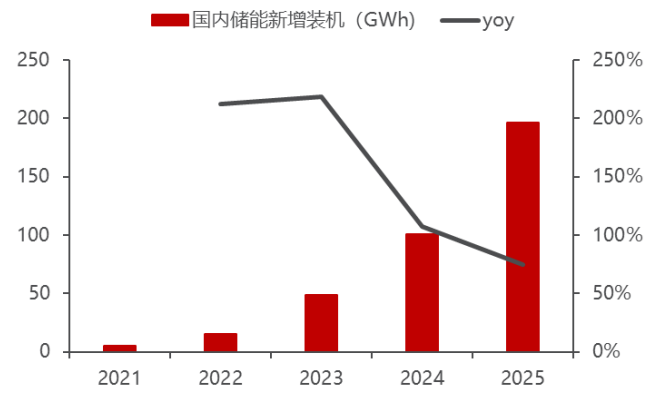
资料来源：ifind，国联民生证券研究所

储能需求高速增长，电芯出货大幅增长。随着国内“双碳”目标推进，同时风

仅供内部参考，请勿外传

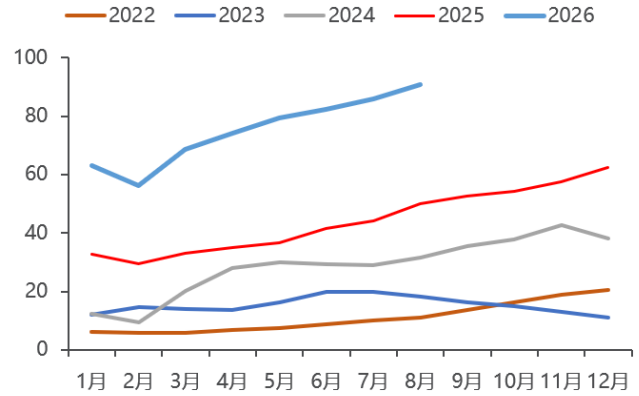
电光伏自身发电成本相对传统能源具有优势，国内风电光伏市场快速发展，催生储能需求高速增长。2021-2025 年国内新型储能新增装机由 4.9GWh 增至 196.3GWh，期间复合增速 151.6%，电芯端，26M1-M8 国内储能电芯产量 600.3GWh，同比增加 98.5%，储能需求持续高增长。

图84：国内新型储能新增装机（GWh）



资料来源：国家能源局，CNESA，SMM，国联民生证券研究所

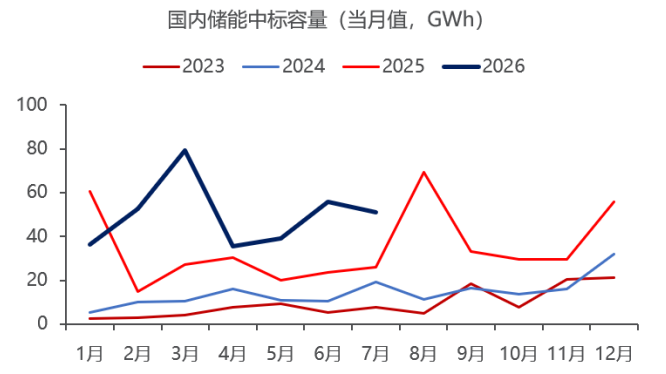
图85：国内储能电芯月度产量（GWh）



资料来源：SMM，国联民生证券研究所

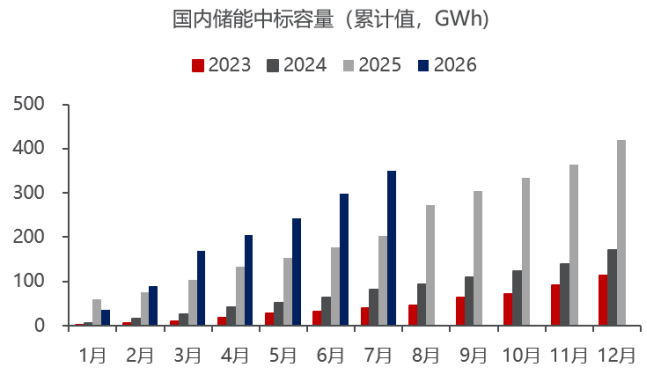
政策+市场双轮驱动，储能有望成为拉动锂需求二次增长。展望未来，随着各省容量补贴政策落地，同时新能源电力市场化改革，用电峰谷价差扩大，储能项目投资经济性提升，储能需求有望继续保持高增长。根据储能与电力市场统计，2025 年国内储能新增项目增幅较大，2025 年国内储能中标容量累计为 420.0GWh，同比+145.2%，26M1-M7 中标容量 350.1GWh，同比+73.0%，储能有望接力新能源车，成为拉动锂需求的第二增长极。

图86：国内储能中标增幅强劲



资料来源：储能与电力市场，国联民生证券研究所

图87：26M1-7 国内储能中标总容量同比+73.0%



资料来源：储能与电力市场，国联民生证券研究所

供给增速下滑，需求端储能接力，紧平衡格局延续。尽管供给端仍保持增长，但由于投产高峰期已过，供给增速未来三年将保持下滑趋势，我们预计 2026-2028

仅供内部参考，请勿外传

年全球锂供给为 212.9/260.8/305.8 万吨，增速为 22%/22%/17%，增速下滑明显。需求端 2026-2028 年储能出货增速 65%/35%/25%假设下，整体需求 216.9/262.0/308.4 万吨，增速 35%/21%/18%，2026-2028 年锂行业供需保持紧平衡状态，看好锂价中枢上移。

表16：全球锂供需平衡表

指标	单位	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
全球总供给	**万吨 LCE**	**108.4**	**138.3**	**175.1**	**212.9**	**260.8**	**305.8**
yoy	*%*		*28%*	*27%*	*22%*	*22%*	*17%*
全球总需求	**万吨 LCE**	**101.9**	**127.7**	**160.7**	**216.9**	**262.0**	**308.4**
yoy	*%*	*33%*	*25%*	*26%*	*35%*	*21%*	*18%*
其中：新能源车	*万吨 LCE*	*59.3*	*75.0*	*93.8*	*122.3*	*142.8*	*165.0*
yoy	*%*	*43%*	*27%*	*25%*	*30%*	*17%*	*16%*
其中：储能	*万吨 LCE*	*17.7*	*26.0*	*37.8*	*62.2*	*83.9*	*104.9*
yoy	*%*	*58%*	*47%*	*46%*	*65%*	*35%*	*25%*
供需平衡	**万吨 LCE**	**6.4**	**10.6**	**14.4**	**-4.0**	**-1.2**	**-2.6**
过剩或短缺/总需求	*%*	**6.3%**	**8.3%**	**8.9%**	**-1.9%**	**-0.5%**	**-0.8%**

资料来源：中汽协，储能与电力市场，国联民生证券研究所预测

刚果金配额制落地，钴原料供给大幅收缩。2025 年 2 月 22 日，刚果金战略矿物市场监管和控制管理局（ARECOMS）发布公告称采取临时暂停出口措施，以应对全球钴市场供应过剩的局面。**公告主要内容包括：**1）决定立即生效，暂停钴出口四个月，禁止从刚果金出口任何钴矿产品，无论是工业的、半工业化的、小规模或小型矿山、或手工的；2）在三个月内对此项措施进行评估，之后可做出新的决定，在适当情况下，修改或终止该临时措施；6 月 21 日，刚果金政府认为市场库存仍然较高，继续延长出口禁令 3 个月。9 月 21 日刚果金政府宣布从 10 月 16 号开始实行出口配额制，25Q4/2026/2027 年最多允许出口 1.81/9.66/9.66 万吨钴，其中 2026-2027 年配额中 90%为基础配额，剩余 10%为战略配额，由 ARECOMS 决定分配。刚果金配额量相对 2024 年大幅减少，钴原料将迎来短缺。

图88：2 月 22 日刚果金发布暂停钴出口公告


ARECOMS

COMMUNIQUE N° 2025/001

Suspension temporaire de l'exportation du cobalt de la République Démocratique du Congo

Considérant que la stabilisation du marché du cobalt nécessite l'adoption d'une mesure temporaire de suspension des exportations afin de faire face à la surabondance de l'offre sur le marché international, il est porté à la connaissance des opérateurs du secteur minier que, en date du 22 février 2025, le Conseil d'Administration de l'Autorité de Régulation et de Contrôle des Marchés des Substances Minérales Stratégiques, ARECOMS en sigle, a pris d'importantes mesures réglementaires dont les extraits ci-après constituent la quintessence :

1. La suspension temporaire pour une durée de quatre mois, à compter de l'entrée en vigueur de la présente décision, de toute exportation du cobalt de la République Démocratique du Congo issu de l'exploitation minière, qu'elle soit industrielle, semi-industrielle, à petite échelle ou de petite mine, ou artisanale.
2. Une évaluation de cette mesure dans les trois mois à l'issue de laquelle une nouvelle décision pourra, s'il y a lieu, modifier ou mettre fin à cette mesure de suspension temporaire.

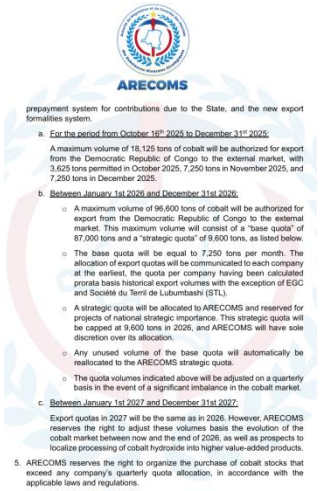
La présente décision entre en vigueur à la date de sa signature.

Fait à Kinshasa, le 22 février 2025.

MPOYI LUABEYA Patrick
Président du Conseil d'Administration

资料来源：刚果金政府，国联民生证券研究所

图89：9 月 21 日刚果金宣布实行配额制


ARECOMS

prepayment system for contributions due to the State, and the new export formalities system.

a. For the period from October 16th 2025 to December 31st 2025:

A maximum volume of 18,125 tons of cobalt will be authorized for export from the Democratic Republic of Congo to the external market, with 3,625 tons permitted in October 2025, 7,250 tons in November 2025, and 7,250 tons in December 2025.

b. Between January 1st 2026 and December 31st 2026:

- A maximum volume of 96,600 tons of cobalt will be authorized for export from the Democratic Republic of Congo to the external market. This maximum volume will consist of a "base quota" of 87,000 tons and a "strategic quota" of 9,600 tons, as listed below.
- The base quota will be equal to 7,250 tons per month. The allocation of export quotas will be communicated to each company at the earliest, the quota per company having been calculated prorata basis historical export volumes with the exception of EGC and Société du Terril de Lubumbashi (STL).
- A strategic quota will be allocated to ARECOMS and reserved for projects of national strategic importance. This strategic quota will be capped at 9,600 tons in 2026, and ARECOMS will have sole discretion over its allocation.
- Any unused volume of the base quota will automatically be reallocated to the ARECOMS strategic quota.
- The quota volumes indicated above will be adjusted on a quarterly basis in the event of a significant imbalance in the cobalt market.

c. Between January 1st 2027 and December 31st 2027:

Export quotas in 2027 will be the same as in 2026. However, ARECOMS reserves the right to adjust these volumes basis the evolution of the cobalt market between now and the end of 2026, as well as prospects to localize processing of cobalt hydroxide into higher value-added products.

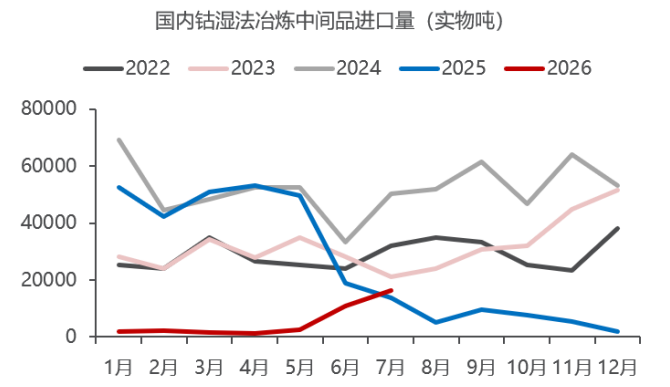
5. ARECOMS reserves the right to organize the purchase of cobalt stocks that exceed any company's quarterly quota allocation, in accordance with the applicable laws and regulations.

资料来源：刚果金政府，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

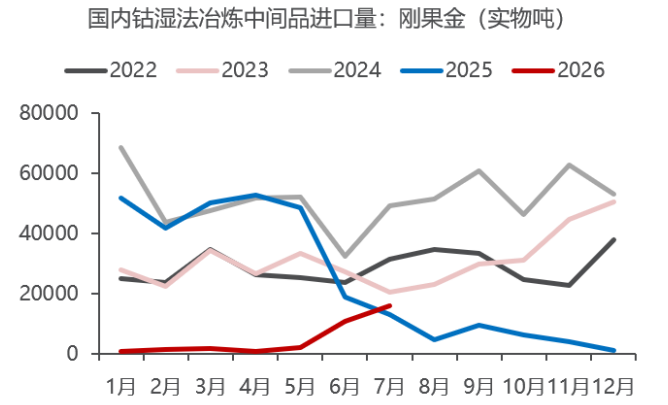
刚果金配额开始到港，但进口量远低于 2024 年。2025 年 2 月底刚果金发布出口禁令，由于存在运输周期，3-5 月国内钴湿法冶炼中间品进口未出现明显下滑，6 月开始禁矿效果显现，国内进口快速下降，2025 年国内合计进口 31.1 万吨，同比下降 50.5%，同时由于刚果金配额出口持续滞后，26Q1 国内钴湿法冶炼中间品进口量 0.6 万吨，同比下降 95.9%，2026 年 6 月开始，刚果金配额逐步到港，国内原料短缺程度有所缓解，但进口量仍远低于配额制度前的 2024 年。

图90：26 年 6 月开始国内钴原料进口开始增加



资料来源：SMM，国联民生证券研究所

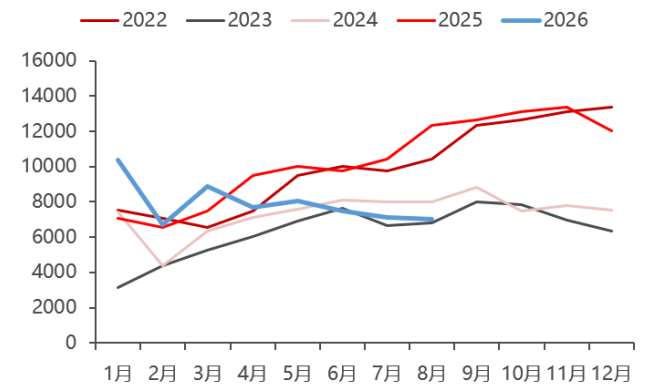
图91：26 年 6 月开始刚果金配额逐步到港



资料来源：SMM，国联民生证券研究所

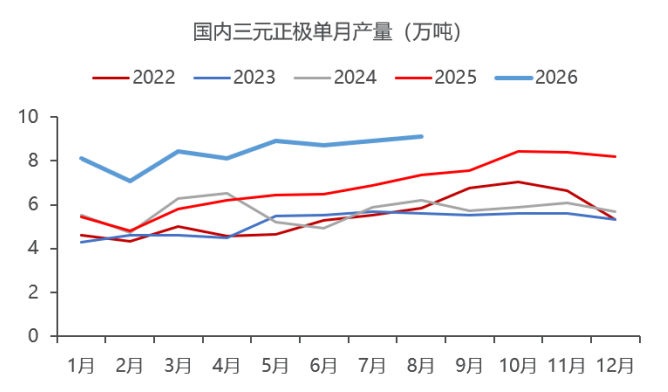
三元需求恢复，消费电子拖累钴需求。由于 2025 年补贴政策透支需求，同时存储价格上涨导致手机、平板等产品涨价，消费电子产品销量下滑，26M1-8 国内钴酸锂正极产量 6.3 万吨，同比-13.4%，拖累钴需求；新能源车需求方面，国内三元电池装机占比整体下滑，但三元电池具有能量密度优势，装机占比份额下降空间有限，26M1-8 国内三元正极产量 67.3 万吨，同比增加 36.2%，三元需求逐步恢复增长。

图92：国内钴酸锂正极月度产量（吨）



资料来源：SMM，国联民生证券研究所

图93：国内三元正极材料月度产量（万吨）



资料来源：SMM，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

刚果金供应大幅减少，消费电子需求偏弱，供需短缺格局未改。2026-2027 年刚果金钴配额 9.7 万吨，相对 2024 年产量大幅下降，主要供给增量印尼新增产量有限，无法弥补刚果金减量。需求端，我们预计 2026-2027 年新能源车三元电池钴需求 10.6/11.5 万吨，增速 10%/8%，即使考虑消费电子需求拖累，我们预计 2026-2027 年全球钴短缺 2.2/0.2 万吨，原料短缺格局未改，看好钴价中枢上移。

表17：全球钴供需平衡表

	2023	2024	2025	2026E	2027E
钴供给（万吨）	**24.2**	**29.8**	**20.0**	**21.7**	**24.4**
YOY	*17%*	*23%*	*-33%*	*8%*	*12%*
刚果（金）铜矿伴生钴	17.4	21.0	9.3	9.7	9.7
印尼湿法镍项目伴生钴	1.4	3.3	5.3	5.2	6.8
其他国家伴生钴	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
回收	1.5	1.5	1.5	3.0	4.0
钴需求（万吨）	**19.9**	***23.4***	***24.1***	***23.9***	***24.6***
YOY	*6%*	*18%*	*3%*	*-1%*	*3%*
电动汽车	8.9	9.6	9.7	10.6	11.5
消费电子	5.4	6.3	8.5	7.3	7.0
超级合金	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0
硬质合金	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
催化剂	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
陶瓷颜料	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
其他（包括收储）	1.7	3.6	1.8	1.8	1.8
供需平衡（万吨）	**4.3**	**6.3**	**-4.1**	**-2.2**	**-0.2**
供需平衡/需求	*22%*	*27%*	*-17%*	*-9%*	*-1%*

资料来源：SMM，国际钴协会，国联民生证券研究所测算

仅供内部参考，请勿外传

5 投资建议

工业金属：供给延续紧张态势，金属价格中枢抬升。铜：供应扰动仍存，大型矿山复产延后导致矿铜产量下滑，再生铜产量也受政策影响减少，需求端 AI、新能源车等新兴领域持续拉动，铜价中枢持续抬升。**铝：**海峡放开压力测试下铝价维持高位，电解铝高盈利持续。**重点关注：西部矿业、紫金矿业、洛阳钼业、盛屯矿业、创新实业、天山铝业、神火股份、中孚实业、中国铝业、宏桥控股、云铝股份，建议关注金诚信、中国有色矿业、五矿资源、中国宏桥。**

贵金属：底部反弹，前景广阔。3 月以来美伊谈判陷入僵局，双方表态反复摇摆，市场分歧加大，油价继续保持高位，霍尔木兹海峡航运继续受限，全球能源与金融市场不确定性陡增，美元在石油美元交易体系下走强，金价受通胀及货币端影响触及 6 月末底部约 4000 美元/盎司位置。伴随美国数据走弱以及债务问题发酵金价底部反弹。中长期看，金价主线仍是央行购金+美元信用弱化+美国内部矛盾的长逻辑。2026 年二季度全球央行购金环比大幅增长，创单季度历史新高，ETF 交易 7 月回暖，我国央行 Q2 加速购金，连续七个季度增持。依旧看好未来中长期的金价中枢上移。**投资建议：建议重点关注万国黄金集团、赤峰黄金、潼关黄金、中国黄金国际、紫金黄金国际、中金黄金、灵宝黄金、山金国际、山东黄金、招金矿业，白银标的建议关注盛达资源和兴业银锡。**

能源金属：供需格局改善，看好价格中枢向上。（1）锂：供给继续增长，但投产高峰期已过，供给增速将逐步放缓，需求端储能在政策及市场双轮驱动下，接力新能源车成为第二增长极，需求增速快于供给增速，2026-2028 年行业供需维持紧平衡，看好锂价中枢向上；**（2）钴：**刚果金配额制落地，供给大幅收缩，消费电子需求偏弱，但原料紧张格局未改，支撑钴价中枢上移；**（3）镍：**印尼收紧 RKAB 配额，矿端供给下降，印尼政府修正镍矿 HPM 公式，提高镍矿价格，印尼资源民族主义倾向明确，支撑镍价上涨。**投资建议：锂板块：重点关注中矿资源、国城矿业、大中矿业、盛新锂能、永兴材料、雅化集团、藏格矿业、盐湖股份、赣锋锂业、天齐锂业；镍钴板块，建议重点关注力勤资源、华友钴业。**

仅供内部参考，请勿外传

6 风险提示

1）金属价格大幅下跌。金属价格影响公司盈利情况，若产品价格大幅下跌，公司盈利将受到负面影响。

2）终端需求不及预期。需求若低于预期，则一方面影响终端产品需求，从而影响产业链产品销量下降；另一方面，产品价格受供需影响，需求较弱时，产品价格或有所下降，进一步对公司盈利造成负面影响。

3）海外经济衰退风险。经济衰退下，需求大幅下滑，使得产品价格和销量下降，影响公司盈利和发展。

4）地缘冲突加剧风险。地缘冲突若加剧，可能会导致金属需求受到冲击，进而导致金属价格下跌。

5）供需测算不准确的风险等。文中出现的供需测算反映了当前时点分析师的统计测算，供需格局会随价格变化而波动，同时供需测算过程中包括了一部分分析师的假设，因此存在不准确的风险。

仅供内部参考，请勿外传

插图目录

图 1： 2026H1，有色金属板块下跌 0.22% 3
图 2： 2026 年中至今，有色金属板块下跌 3.88% 3
图 3： 2026 年中至今（2026 年 9 月 11 日）申万有色金属板块表现更优（有色金属：右轴，单位：点） 4
图 4： 2026 年初至 9 月 4 日涨幅前十的公司 4
图 5： 2026 年初至 9 月 4 日跌幅前五的公司 4
图 6： 2011-2026H1 有色金属板块销售毛利率及净利率 5
图 7： 2019Q1-2026Q2 有色金属销售毛利率及净利率 5
图 8： 2011-2026H1 有色金属板块长期借款与短期借款 6
图 9： 2011-2026H1 有色金属板块资产负债率 6
图 10： 2021-2026H1 工业金属板块营收及增速 9
图 11： 工业金属板块季度营收及增速 9
图 12： 2026H1 工业金属细分行业归母净利及增速 10
图 13： 2026Q2 工业金属细分行业归母净利及增速 10
图 14： 2026H1 工业金属细分行业扣非归母净利及增速 10
图 15： 2026Q2 工业金属细分行业扣非归母净利及增速 10
图 16： 2026H1 工业金属板块各公司归母净利润 11
图 17： 2026Q2 工业金属板块各公司归母净利润 11
图 18： 2026H1 COMEX 黄金最高涨至 5405 美元/盎司 12
图 19： 2026H1 黄金板块营收及增速情况 12
图 20： 2026Q2 黄金板块营收及增速 12
图 21： 2026H1 黄金板块利润及增速情况 13
图 22： 2026Q2 黄金板块利润及增速 13
图 23： 2026H1 黄金板块各公司盈利情况（亿元，%） 13
图 24： 2026Q2 黄金板块各公司盈利情况（亿元，%） 13
图 25： SW 能源金属板块营收及增速 14
图 26： SW 能源金属板块归母净利及增速 14
图 27： 锂板块营业收入 15
图 28： 锂板块归母净利 15
图 29： 26H1 锂板块主要公司归母净利润 16
图 30： 26Q2 锂板块主要公司归母净利润 16
图 31： 钴板块营业收入 17
图 32： 钴板块归母净利 17
图 33： 26H1 钴板块主要公司归母净利润 17
图 34： 2026Q2 钴板块主要公司归母净利润 17
图 35： 镍板块营业收入（单位：亿元） 18
图 36： 镍板块归母净利（单位：亿元） 18
图 37： 我国主要镍产品对电解镍升贴水（单位：元/吨） 18
图 38： 2026 Q2 镍板块主要公司归母净利润情况（单位：亿元） 19
图 39： 2026Q2 国内轻稀土价格环比基本持平，中重稀土价格回落 19
图 40： 2018-2026H1 稀土板块营业收入（亿元） 20
图 41： 2018-2026H1 稀土板块归母净利润（亿元） 20
图 42： 2026H1 稀土板块主要公司归母净利润（亿元） 20
图 43： 2026Q2 稀土板块主要公司归母净利润（亿元） 20
图 44： 有色基金持仓市值比例环比下降 3.21pct 至 4.11% 21
图 45： 2026Q2 有色行业公募持仓比例为 4.11%，环比 2026Q1 下跌 3.21pct 21
图 46： 2026Q2 公募基金大量配置紫金矿业，占有色总持仓比例为 19.6% 22
图 47： 2026 年 8 月 28 日，三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为 109.6 万吨（单位：万吨） 24
图 48： 国内铜社会库存（含保税区）处于历史低位（单位：万吨，横轴以春节为时间 0，数字代表周数） 24
图 49： 2026 年 1-7 月，智利矿产铜产量同比下降 6.3%（单位：万吨） 25
图 50： 2026H1，秘鲁矿产铜产量同比增长 1.9%（单位：万吨） 25
图 51： 2026H1，中国矿产铜产量同比下降 1.7%（单位：万吨） 25
图 52： 2026H1，全球矿产铜产量同比下滑 0.9%（单位：万吨） 25
图 53： 2026 年 1-7 月，国内废铜产量同比下降 18.4%（单位：万吨） 27
图 54： 2026 年 1-7 月，进口废铜同比增长 17.2%（单位：万吨） 27

仅供内部参考，请勿外传

图 55： 2026 年再生铜制杆周度开工率维持在较低水平.....27
图 56： 冶炼加工费跌至历史最低.....28
图 57： 2026 年 7 月铜精矿现货冶炼转为亏损 328 元/吨.....28
图 58： 美伊冲突后硫酸价格指数大幅上涨（单位：元/吨）.....28
图 59： 2026 年 7-8 月国内铜冶炼厂开工率处于历史低位.....28
图 60： 2030 年，预计新兴领域对铜需求量将增至 924 万吨（单位：万吨）.....29
图 61： 2026 年 1-7 月铜表观消费同比增长 2.0%（单位：万吨）.....29
图 62： 2026 年 1-7 月铜实际消费（考虑库存变化）同比增长 4.1%（单位：万吨）.....29
图 63： 铝加工企业平均开工率(%).....32
图 64： 我国未锻轧铝及铝材出口量（万吨）.....32
图 65： 我国铝制品出口量（万吨）.....32
图 66： 国内铝锭+铝棒库存（万吨）.....32
图 67： 截至 2026 年 9 月 3 日，氧化铝利润走势（元/吨）.....33
图 68： 截至 2026 年 9 月 3 日，电解铝价格及利润走势（元/吨）.....33
图 69： 美国 GDP 增速不及预期（单位：%）.....34
图 70： 美国制造业 PMI 水平.....34
图 71： 美国非农就业数据.....34
图 72： 美国盈亏平衡就业曲线.....35
图 73： 美国经济不确定指数处于高位.....35
图 74： 美联储 9 月议息会议利率点阵图.....36
图 75： 美国债务总额（百万美元）.....37
图 76： 美国利息支出（十亿美元）.....37
图 77： ETF 分地区持仓.....37
图 78： 各板块 ETF 日均交易额.....38
图 79： 全球央行购金数据.....38
图 80： 截至今年上半年我国央行连续七个季度增持黄金.....39
图 81： 全球锂供给预测（万吨 LCE）.....40
图 82： 全球锂供给增量预测（万吨 LCE）.....40
图 83： 国内主要锂矿企业资本开支（亿元）.....40
图 84： 国内新型储能新增装机（GWh）.....41
图 85： 国内储能电芯月度产量（GWh）.....41
图 86： 国内储能中标增幅强劲.....41
图 87： 26M1-7 国内储能中标总容量同比+73.0%.....41
图 88： 2 月 22 日刚果金发布暂停钴出口公告.....42
图 89： 9 月 21 日刚果金宣布实行配额制.....42
图 90： 26 年 6 月开始国内钴原料进口开始增加.....43
图 91： 26 年 6 月开始刚果金配额逐步到港.....43
图 92： 国内钴酸锂正极月度产量（吨）.....43
图 93： 国内三元正极材料月度产量（万吨）.....43

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级.....1
表 1： 2026 年中至今（2026 年 9 月 11 日）有色金属板块表现强于指数（单位：%）.....3
表 2： 有色金属板块 2026Q2 财务数据同比、环比均呈上升态势.....5
表 3： 2026Q2 有色金属子板块中多数板块营业收入同环比均上升，其中锂板块营收同比表现最为亮眼（单位：亿元）.....6
表 4： 2026Q2 有色金属子板块归母净利润同比上升明显（单位：亿元）.....7
表 5： 2026Q2，基本金属价格除铅外同环比均上涨（单位：元/吨）.....9
表 6： 各主要小金属品种价格涨跌幅.....14
表 7： 锂金属及锂盐价格涨跌幅.....15
表 8： 钴价涨跌幅.....16
表 9： 镍主要产品涨跌幅.....18

仅供内部参考，请勿外传

表 10： 有色板块 2026Q2 基金持股市值前 10 大公司 22
表 11： 2026Q2 基金增仓市值 top10 23
表 12： 2026Q2 基金减仓市值 top10 23
表 13： 2025-2030 年新增铜矿产量（2026 年 6 月更新） 25
表 14： 国内电解铝产能变动（万吨） 29
表 15： 海外电解铝项目规划 30
表 16： 全球锂供需平衡表 42
表 17： 全球钴供需平衡表 44

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

深圳 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室