下载后无已记录，仅供内部参考

证 券 研 究 报 告

加息落地，成长与周期有望共振上行

——2026年秋季有色金属行业投资策略

证券分析师：郭中伟 A0230524120004
研究支持：马焰明 A0230523090003
陈松涛 A0230523090002
郭中耀 A0230526070003
张寅帅 A

2026.9.30

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

2026年秋季策略：新范式下，景气趋势仍将延续

中东地缘局势反复，美联储加息落地、市场预期未来还有2-3次加息，大宗金属承压，受益于AI产业发展，算力金属迎来硬缺口，持续高景气可期。在去全球化和AI大发展的长期驱动下，贵金属、基本金属长期驱动逻辑不变，短期加息落地或提供配置窗口，战略金属及算力金属景气持续向上。

1）贵金属：加息落地，长期向好不变。短期中东冲突下能源价格上涨，长端美债利率持续升高、美元走强压制金价，但全球央行购金加速，美伊冲突缓和及加息落地后，贵金属有望回归长期上行趋势（建议关注赤峰黄金、灵宝黄金、万国黄金集团、山金国际、紫金黄金国际、招金矿业、中金黄金、山东黄金、盛达资源、株冶集团等）。

2）基本金属：景气趋势不变。铜，大矿复产进度低于预期，预计26年全球矿端几乎没有增量，关税预期驱动COMEX库存持续累积，供需偏紧看好铜价（建议关注金诚信、西部矿业、中国有色矿业、紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色等）；电解铝，国内逼近产能天花板，海外中东减产短期恢复难度较大，新能源及电力需求增长对冲传统领域需求下滑，26年铝价有望维持高位；海外矿端政策趋势性收紧，或从成本端支撑氧化铝价格中枢回升（建议关注中国铝业、中国宏桥、天山铝业、神火股份、云铝股份、中孚实业、南山铝业、索通发展等）。

3）能源金属：积极变化涌现。储能需求高增下，碳酸锂行业反转周期提前到来；钴供给显著收缩、供给缺口显著，价格继续震荡走高；镍成本支撑明确、供应扰动边际加剧；（建议关注大中矿业、国城矿业、盛新锂能、华友钴业、腾远钴业等）。

4）战略金属：供给扰动持续，需求百花齐放。去全球化背景下，战略小金属价值持续重估：油价高企背景下，新能源汽车加速渗透带来轻重稀土需求增长，此外MLCC有望拓展重稀土需求；钨供应受配额、有限超采以及品位限制，需求随PCB、军工等领域保持高景气；锡作为一种算力金属，在未来AI机柜的高增速下有望价格进一步走高；磷化铟衬底作为目前光模块的主要原材料，需求确定性高，作为上游原材料的铟价未来可期（建议关注包钢股份、北方稀土、中国稀土、金力永磁、正海磁材、厦门钨业、中钨高新、佳鑫国际资源、云南锗业、锡业股份等）。

风险提示：宏观经济低于预期、供应瓶颈缓解、AI及储能等需求不及预期等

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 贵金属：加息靴子落地，长期看好
2. 工业金属：高景气，低估值
3. 能源金属：供给扰动仍存，关注需求趋势
4. 战略金属：科技需求与反制题材双重主线

下载日志已记录，仅供内部参考

黄金：短期加息靴子落地

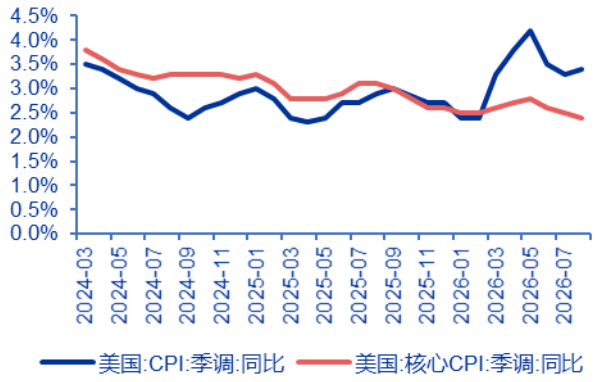
9月加息靴子落地，金价小幅下跌后反弹

- 回顾2026年金价拐点，主要为3月中东冲突油价大幅上涨、沃什正式就任、美国经济数据变化，均对应美联储政策预期变化，年初以来26年降息次数由1-2次变为加息2次。
- 9月美联储议息会议一致通过加息25BP至3.75%-4.00%，上调26/27年经济增速，上调26年通胀预期，26/27/28年联邦基金利率预期分别上调0.3/0.5/0.5个百分点至4.1%/4.1%/3.9%，整体基调相对偏鹰。
- 此前美国8月非农数据超预期、CPI数据符合预期，市场逐渐定价9月加息，预期相对充分，故9月如期加息利空落地后，金价小幅下行后反弹至4400美元/盎司以上。
- 展望后市，若美伊达成新的协议油价重拾下行预期，加息预期或有修复空间。

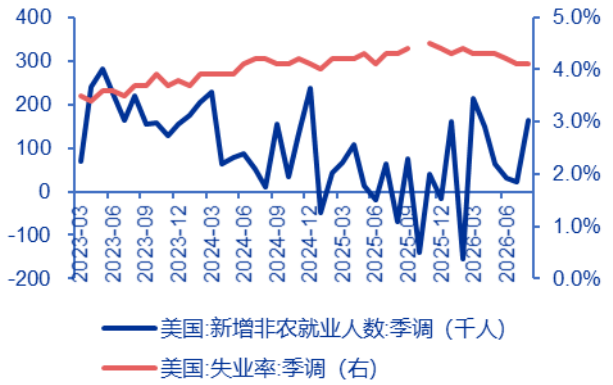
金价反弹至4400美元/盎司以上



美国CPI



美国非农就业及失业率



CME FedWatch

	CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES				
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/10/28	46.86%	53.14%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/12/9	0.00%	66.89%	33.11%	0.00%	0.00%
2027/1/27	0.00%	27.86%	72.14%	0.00%	0.00%
2027/3/17	0.00%	0.00%	59.50%	40.50%	0.00%
2027/4/28	0.00%	0.00%	34.86%	65.14%	0.00%
2027/6/9	0.00%	0.00%	0.00%	92.29%	7.71%
2027/7/28	0.00%	0.00%	0.00%	87.86%	12.14%
2027/9/15	0.00%	0.00%	0.00%	74.38%	25.62%
2027/10/27	0.00%	0.00%	0.00%	85.86%	14.14%
2027/12/8	0.00%	0.00%	0.00%	96.64%	3.36%

下载日志已记录，仅供内部参考

黄金ETF重拾净流入

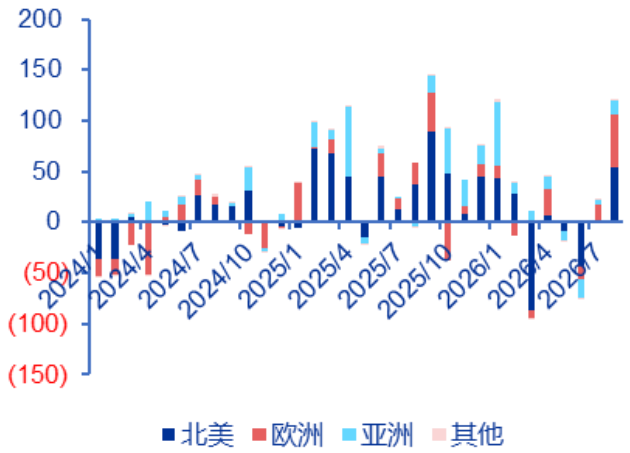
7/8月黄金ETF重拾净流入

- 黄金ETF与美债十年期实际利率呈现较为显著的负相关关系，美联储政策预期主导资金流向。
- 2026H1全球黄金ETF净流入仅14.8吨，净流出月份均对应美联储货币政策收紧预期，3月（中东冲突油价快速上涨，通胀预期升温）、5月（沃什任职）、6月（美国经济数据超预期）净流出量分别为84.3/16.2/76.5吨。
- 在沃什发言偏鸽、6/7月美国经济数据不及预期下，短期加息预期回摆叠加此前金价下行较多，7/8月黄金ETF重拾净流入，且主要为对利率变化更为敏感的欧美资金，2026年1-8月全球黄金ETF净流入158.6吨（2025年为801.2吨）。

黄金ETF与美债实际利率负相关关系显著



全球黄金ETF持仓变化（吨）



资料来源：Wind，世界黄金协会，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

高利率环境下美债利息负担加重

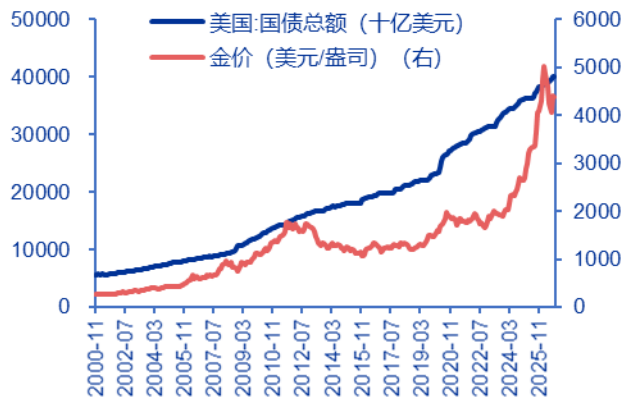
2025年7月4日，特朗普签署“大而美”法案，法案将提高债务上限，财政赤字重拾扩张

- 1）法案或扩张总赤字 4.1万亿；2）法案内容包括:减税，扩大国防、边境安全开支，削减福利支出，削减新能源补贴支出。3）美国版的“稳增长”。
- CRFB（负责任联邦预算委员会）表示，2025年赤字预计为1.7万亿美元，占GDP的5.6%，未来十年赤字将稳步上升，到2035年将达2.6万亿美元，占GDP的5.9%。

高利率环境下美债利率负担加重

- 据美国国会预算办公室，2025年美国债务利息支出/GDP已经达到3.2%，高于1991年峰值，且预计2036年将达到4.6%。
- 当前美债规模已经突破40万亿美元，截至26Q1美国债务/GDP已经达到124%，高利率环境下美债利息负担加重。

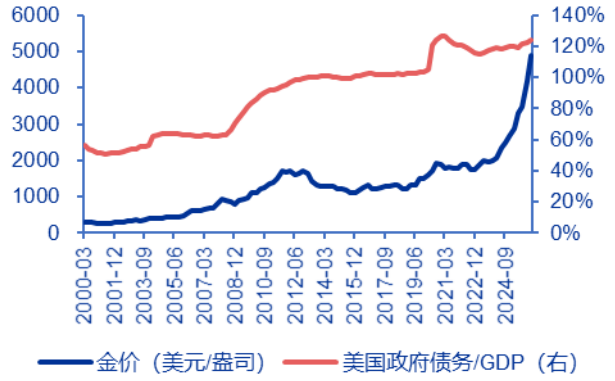
美国国债规模已经突破40万亿



美债利息/GDP



美债/GDP



资料来源：Wind，申万宏源研究

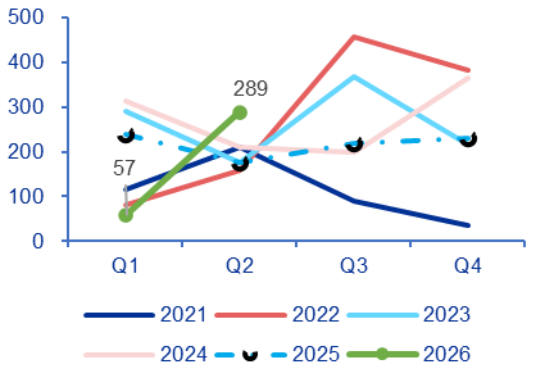
下载日志已记录，仅供内部参考

全球信用格局重塑，央行购金意愿持续

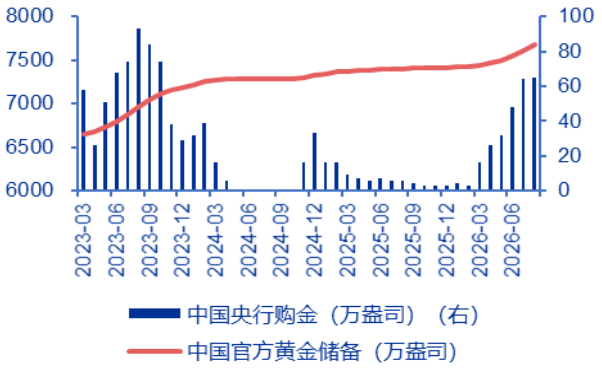
- **尽管有部分央行售金（波兰、土耳其、阿塞拜疆等），但总体金价回调下央行购金加速，26Q2全球央行购金289吨；3-8月中国央行购金5.0/8.1/10.0/14.9/19.9/20.2吨，而过去一年月购金量约1-2吨，26年累计购金80.2吨**

- **全球央行购金意愿持续，金价支撑坚挺**
  - 截至7月底中国黄金储备占比仅8.1%，低于全球平均水平的25.1%，假设中国黄金储备占比提升至20%，对应黄金储备需增加2500吨以上（假设金价1000元/克），黄金储备接近翻倍，相当于2023年购金量的10倍。
  - 据世界黄金协会2026年央行储备调查，45%央行计划在未来1年增加黄金储备，78%央行预计未来5年黄金储备占比将小幅提升（2025年为72%）。

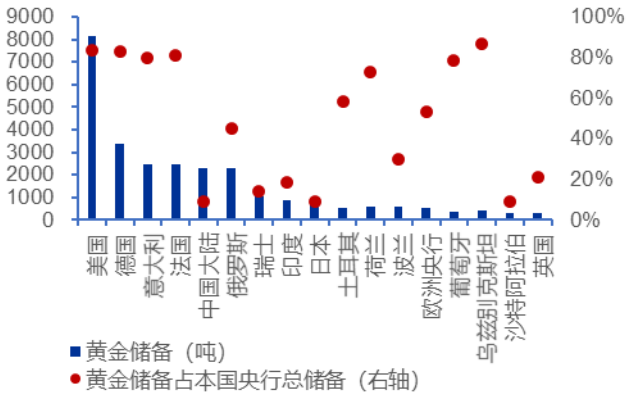
26Q2全球央行购金加速（吨）



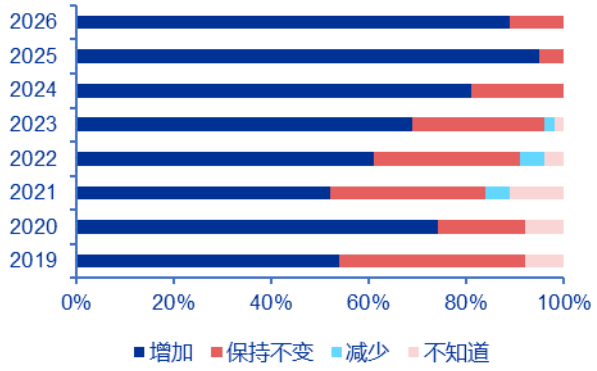
3-8月中国央行加速购金



全球主要央行黄金储备



全球央行黄金储备变化预期



资料来源：Wind，世界黄金协会，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

黄金：估值偏低

贵金属板块估值偏低，且成长性强

- 建议关注山东黄金、灵宝黄金、赤峰黄金、紫金黄金国际、山金国际、万国黄金、中国黄金国际、盛达资源、招金矿业、中金黄金等。

黄金行业弹性测算表

2026/9/30	单位权益资源量市值（亿元/吨）	单位权益产量市值（亿元/吨）	26年权益产量（吨）	价格变动对应26年净利润（亿元，H股利润以港币计）							价格变动对应26年PE							
				0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	价格+30%对应的盈利弹性
黄金价格（美元/盎司）		黄金	黄金	4400	4840	5280	5720	6160	6600	7040	4400	4840	5280	5720	6160	6600	7040	
紫金黄金国际(H)	1.8	63.3	52.1	219	256	292	329	365	402	438	17	15	13	12	10	9	9	50.0%
山东黄金	0.6	41.5	31.2	95	117	140	162	185	208	230	14	11	9	8	7	6	6	71.7%
山东黄金(H)	0.4	20.9	38.5	109	135	161	187	213	239	265	8	7	6	5	4	4	3	71.7%
赤峰黄金	1.5	63.9	11.8	34	41	49	56	64	71	79	22	18	15	13	12	11	10	66.8%
赤峰黄金(H)	1.2	51.1	11.8	39	47	56	65	73	82	91	18	15	12	11	9	8	8	66.8%
山金国际	2.4	89.5	7.1	40	46	52	57	63	69	75	16	14	12	11	10	9	8	43.1%
湖南黄金	2.6	90.6	4.0	23	26	29	33	36	39	43	16	14	12	11	10	9	9	42.9%
中金黄金	1.4	68.0	15.6	84	95	105	118	127	138	149	13	11	10	9	8	8	7	41.2%
株冶集团	5.7	121.0	2.0	38	40	42	45	47	50	52	6	6	6	5	5	5	5	19.4%
招金矿业(H)	0.5	39.6	14.0	57	67	77	88	98	108	119	11	10	8	7	7	6	5	54.8%
中国黄金国际(H)	1.2	161.3	4.7	75	78	80	83	86	88	91	12	11	11	11	10	10	10	10.9%
灵宝黄金(H)	0.9	31.3	7.6	32	38	43	49	55	60	66	9	7	6	6	5	5	4	53.2%
潼关黄金(H)	1.5	32.4	3.5	14	17	20	23	26	28	31	9	8	7	6	5	5	4	60.4%
万国黄金(H)	1.5	131.3	4.0	26	29	31	34	37	40	43	23	21	19	17	16	15	14	34.2%
白银价格（元/千克）			白银	15000	16500	18000	19500	21000	22500	24000	15000	16500	18000	19500	21000	22500	24000	
盛达资源	0.05	1.3	170	13	15	17	19	21	23	25	16	14	12	11	10	9	8	21.3%
兴业银锡	0.02	2.0	285	30	33	35	38	41	43	46	18	17	16	15	14	13	12	13.5%
山金国际	0.02	5.5	115	40	46	52	57	63	69	75	16	14	12	11	10	9	8	20.1%
株冶集团	0.19	3.5	70	38	40	42	45	47	50	52	6	6	6	5	5	5	5	10.8%

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 贵金属：加息靴子落地，长期看好
2. 工业金属：高景气，低估值
3. 能源金属：供给扰动仍存，关注需求趋势
4. 战略金属：科技需求与反制题材双重主线

下载日志已记录，仅供内部参考

铜：供给短缺仍是主旋律，26年矿铜无增量

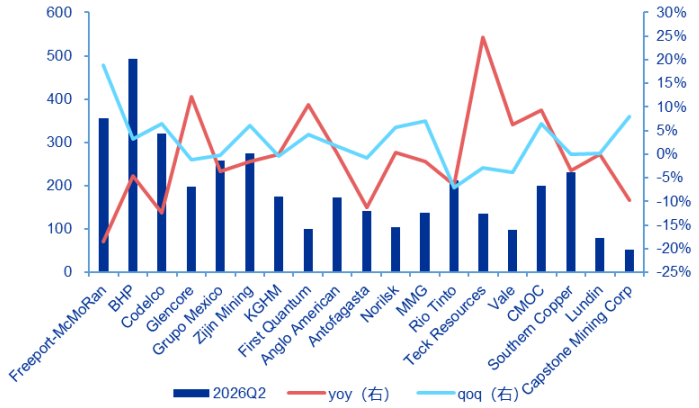
大矿复产进度低于预期，Q3智利风暴天气扰动，预计26年矿铜无增量

- Grasberg、KK矿复产不及预期，26年产量指引各下调9万吨，米拉多二期尚未取得采矿合同延期投产，英美资源因品位下降产量指引下调6万吨。
- 2026年1-7月智利矿铜产量288万吨，同比下降7%，主要系矿石品位下降、计划检修、项目爬坡进度低于预期以及部分老矿运营约束等，Escondida、Collahuasi、Spence、El Teniente、Los Bronces、Chuquicamata等均出现阶段性减量；2026Q3智利风暴影响矿铜生产，安托法加斯塔下调产量指引3.5万吨（7月智利暴雨造成Los Pelambres铜矿暂停生产），伦丁矿业下调产量指引1万吨（因Caserones铜矿在2026年8月连续遭遇两轮严重冬季风暴，输电塔受损、矿区停电）。
- Cobre Panama 2023年被政府判定违宪后暂停采矿，巴拿马政府于26年4月授权企业处理并出口存量矿石，预计共有3800万吨存量矿石，对应7万吨铜金属； Cobre Panama已于8/9月分别发运3.3/3.8万吨铜精矿，尚未正式复产。
- 2026Q2全球主要铜企产量同比下滑3.4%，环比增长3.2%，2026H1全球主要铜企产量同比下滑3.0%；据ICSG（国际铜研究组织），2026H1全球矿铜产量1136万吨，同比下降0.9%。

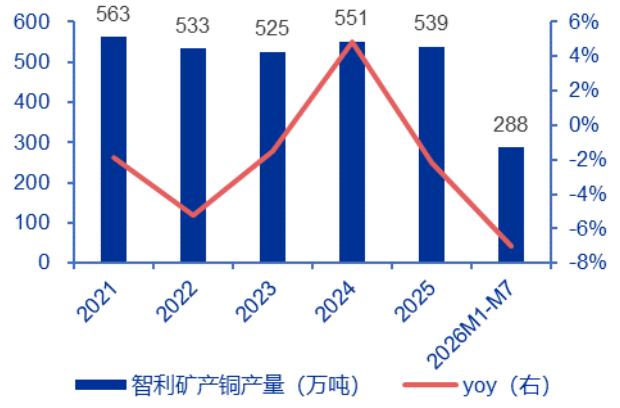
ICSG铜矿产量



全球主要铜企2026Q2产量（千吨）



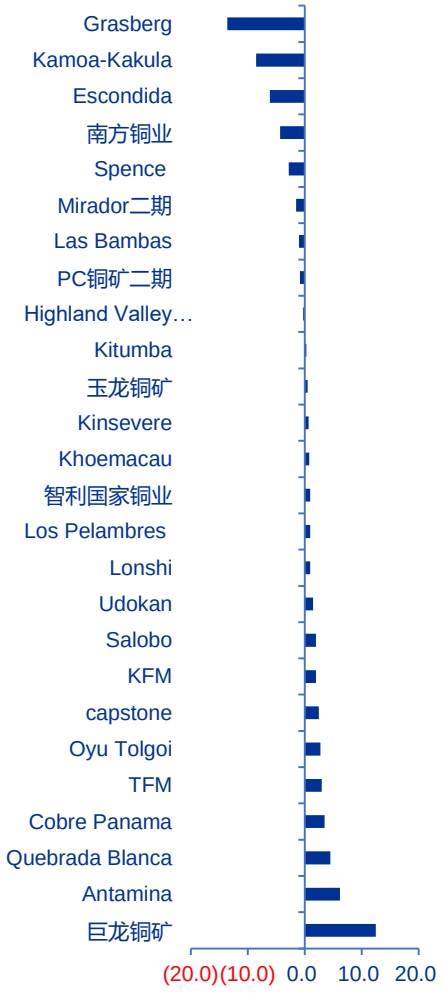
智利矿铜产量下滑明显



下载日志已记录，仅供内部参考

铜：供给短缺仍是主旋律，26年矿铜几乎无增量

26年矿铜增量分布（万吨）



公司	矿山	地区	矿铜产量（万吨）					矿铜产量增量（万吨）				
			2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
自由港	Grasberg	印尼	81.7	45.4	31.8	57.6	72.0	6.4	(36.3)	(13.6)	25.8	14.4
艾芬豪/紫金矿业	Kamoa-Kakula	刚果(金)	43.5	39.5	31.0	40.0	50.0	4.1	(4.0)	(8.5)	9.0	10.0
洛阳钼业	TFM	刚果(金)	47.0	50.0	53.0	55.0	60.0	19.0	3.0	3.0	2.0	5.0
洛阳钼业	KFM	刚果(金)	18.0	20.0	22.0	25.0	30.0	6.6	2.0	2.0	3.0	5.0
紫金矿业	Timok	塞尔维亚	17.0	17.2	17.2	17.2	22.2	3.1	0.2	0.0	0.0	5.0
紫金矿业	Bor	塞尔维亚	12.0	12.3	12.3	12.3	17.3	2.0	0.3	0.0	0.0	5.0
紫金矿业	巨龙铜矿	中国	16.6	18.0	30.5	35.0	35.0	1.2	1.4	12.5	4.5	0.0
紫金矿业	朱诺铜矿	中国				4.0	7.6			0.0	4.0	3.6
西部矿业	玉龙铜矿	中国	15.9	15.2	15.7	18.0	20.0	2.9	(0.7)	0.5	2.3	2.0
中国黄金国际	甲玛铜金矿	西藏	4.8	6.8	6.8	6.8	8.8	2.8	2.0	0.0	0.0	2.0
金诚信	Lonshi	刚果(金)	2.5	5.0	6.0	6.0	8.0	2.5	2.5	1.0	0.0	2.0
必和必拓	Spence	智利	23.0	26.8	24.0	26.0	26.0	0.5	3.8	(2.8)	2.0	0.0
必和必拓	Escondida	智利	118.1	126.1	120.0	110.0	100.0	8.1	8.0	(6.1)	(10.0)	(10.0)
必和必拓	Antamina	秘鲁	42.7	35.0	41.2	41.2	41.2	0.2	(7.7)	6.2	0.0	0.0
河钢资源	PC铜矿二期	南非	1.0	2.5	1.7	4.0	6.0	1.0	1.5	(0.8)	2.3	2.0
安托法加斯塔	Los Pelambres	智利	32.0	33.0	34.0	35.0	36.0	1.9	1.0	1.0	1.0	1.0
泰克资源	Quebrada Blanca	智利	20.8	18.0	22.5	25.8	23.8	14.5	(2.8)	4.5	3.3	(2.0)
泰克资源	Highland Valley Copper	加拿大	10.2	14.3	14.0	13.0	8.0	0.4	4.0	(0.3)	(1.0)	(5.0)
五矿资源	Kinsevere	刚果(金)	4.4	5.3	6.0	8.0	9.0	0.0	0.9	0.7	2.0	1.0
五矿资源	Las Bambas	秘鲁	32.0	41.0	40.0	40.0	40.0	1.8	9.0	(1.0)	0.0	0.0
五矿资源	Khoemacau	秘鲁	3.1	4.2	5.0	6.0	8.0	3.1	1.1	0.8	1.0	2.0
中矿资源	Kitumba	赞比亚			0.3	4.0	5.0			0.3	3.7	1.0
中国有色矿业	卢安夏新矿	赞比亚				1.0	3.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
中国有色矿业	门塞萨	刚果(金)					1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
英美资源	Quellaveco	秘鲁	30.6	31.0	31.0	31.0	31.0	(1.3)	0.4	0.0	0.0	0.0
英美资源	Collahuasi	智利	55.9	40.4	40.4	45.4	50.4	(1.4)	(15.5)	0.0	5.0	5.0
力拓	Oyu Tolgoi	蒙古	21.5	32.3	35.0	35.0	40.0	4.7	10.8	2.8	0.0	5.0
淡水河谷	Salobo	巴西	20.0	22.0	24.0	24.0	24.0	1.9	2.0	2.0	0.0	0.0
USM	Udokan	俄罗斯	7.0	13.5	15.0	19.8	23.8	6.0	6.5	1.5	4.8	4.0
哈萨克铜业	Aktogay二期	哈萨克斯坦	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
铜陵有色	Mirador二期	厄瓜多尔	0.0	2.5	1.0	8.0	13.0	(12.5)	2.5	(1.5)	7.0	5.0
Mantoverde	capstone	智利	5.8	9.5	12.0	13.0	14.0	3.3	3.7	2.5	1.0	1.0
智利国家铜业	智利国家铜业		132.8	133.4	134.4	134.4	134.4	0.3	0.6	1.0	0.0	0.0
南方铜业	南方铜业		97.4	95.4	91.1	91.0	91.0	6.4	(2.0)	(4.3)	(0.1)	0.0
第一量子	Cobre Panama	巴拿马			3.5	15.0	30.0			3.5	11.5	15.0
合计			.	.	.	.	.	.	(.)	.	.	.

下载日志已记录，仅供内部参考

铜：矿冶矛盾加剧，TC加速下行至-200美元/干吨以下

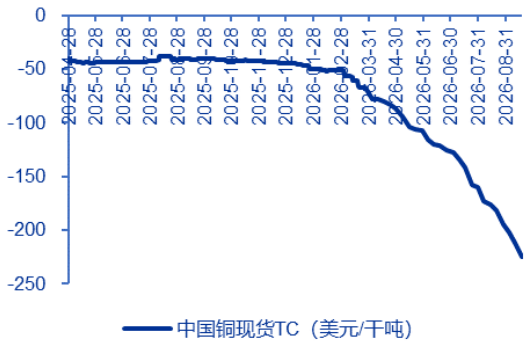
26年铜精矿长单TC敲定为0美元/吨

- 2026年铜精矿长单 TC 敲定为0美元/吨，2025年为21.25美元/吨
- Codelco2026年度向中国客户提出的供应溢价（较LME基准价）至少为每吨335美元，较2025年的89美元/吨大幅上涨276%，进一步说明铜供给紧张

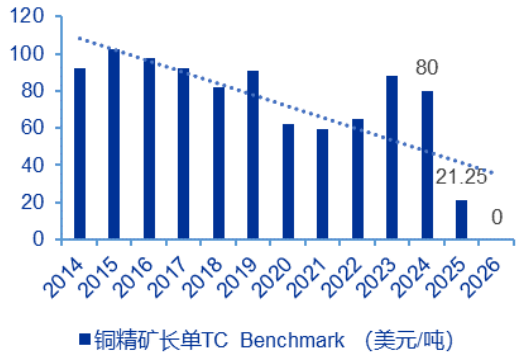
铜精矿散单TC持续下行至-200美元/干吨以下，酸价开始下跌，冶炼利润收缩

- 头部铜冶炼企业在负冶炼费下仍有盈利，主要赚取高回收率价差（2-3%铜价）+副产品收益（硫酸）
- 近期硫酸价格下跌后，铜冶炼利润有所收缩。
- 据Mysteel调研，10月预计有7家冶炼厂将进行检修，冶炼厂检修开始集中呈现，叠加原料紧张问题的影响，三季度月均因原料减产约3.5万吨，预计四季度将达到4.5万吨级别甚至更高。

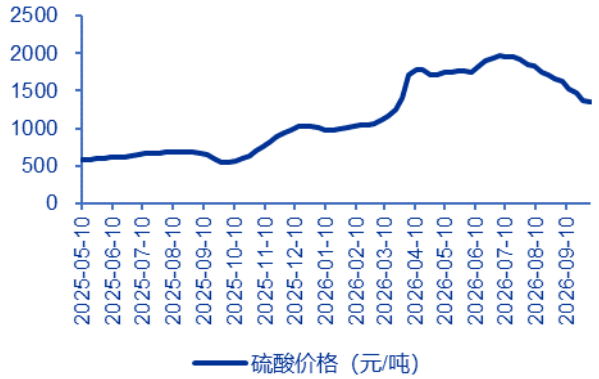
铜精矿TC跌至-200美元/干吨以下



铜精矿长单TC



硫酸价格下跌



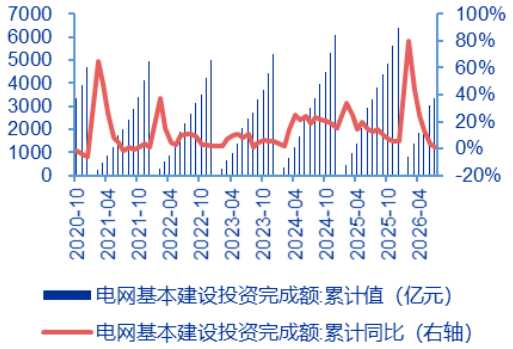
铜冶炼利润有所收缩



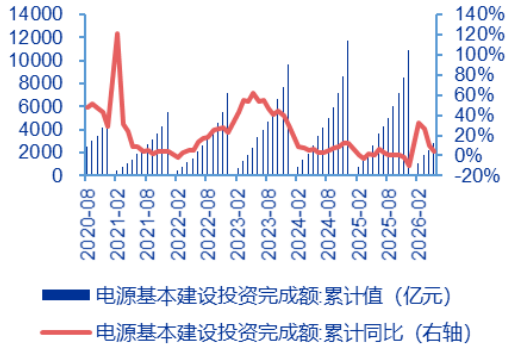
下载日志已记录，仅供内部参考

铜：传统需求偏弱，电力需求韧性较强

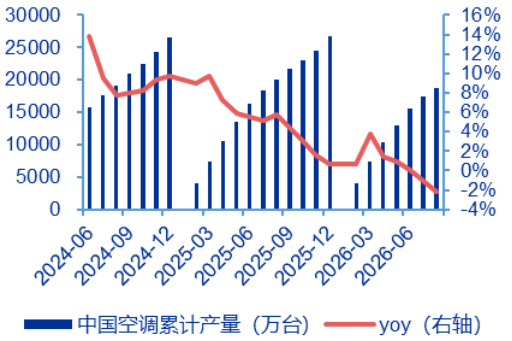
2026年1-7月电网建设投资yoy+1%



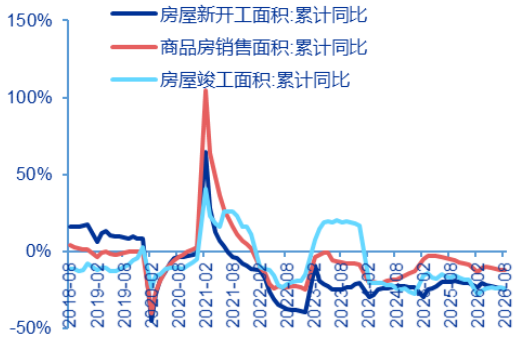
2026年1-7月电源建设投资yoy-5%



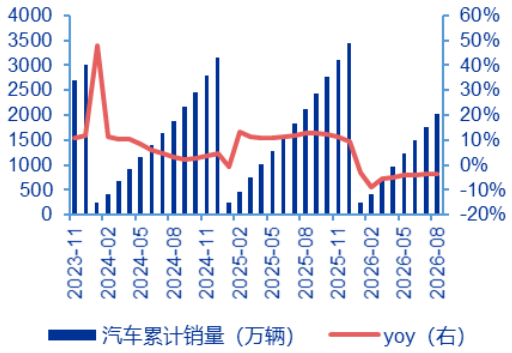
2026年1-8月空调产量yoy-2%



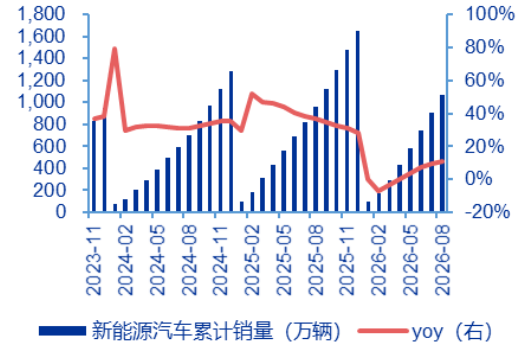
2026年1-8月房屋竣工面积yoy-24%



2026年1-8月汽车销量yoy-4%



2026年1-8月新能源汽车销量yoy+11%



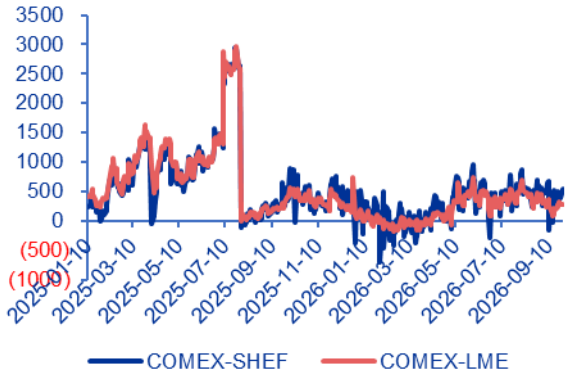
资料来源：wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

铜：关注美国铜关税落地情况

- **美国关税预期扰动贸易流，当前COMEX库存占比70%，关注落地情况**
  - 2025年2月受特朗普对铜启动232调查影响（2025年8月落地，实际仅对铜材征50%关税），COMEX铜升水明显，全球铜库存开始转向美国。
  - 6月底美国商务部已提交调查报告，总统拥有90天窗口期签署执行令，目前尚未宣布关税决定，在去年报告中建议2027年/2028年起对精炼铜征收15%/30%关税，而美国已对钢铝征收关税，精炼铜尚未征收关税。
  - 4月初以来CL价差重新走阔，当前价差约200-300美元/吨，溢价程度不如去年
  - 当前COMEX铜库存约70万吨（占比约70%），较年初补库26万吨，SHFE/LME库存仅5/25万吨，除美国以外区域库存趋紧。
- **国内社库仅9万吨，主要由国内产量及到货减少、海外货源向美国市场分流，以及废铜替代受限共同推动。**

铜价价差（美元/吨）



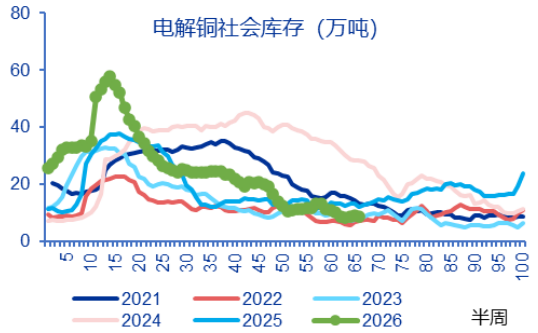
电解铜杆开工率



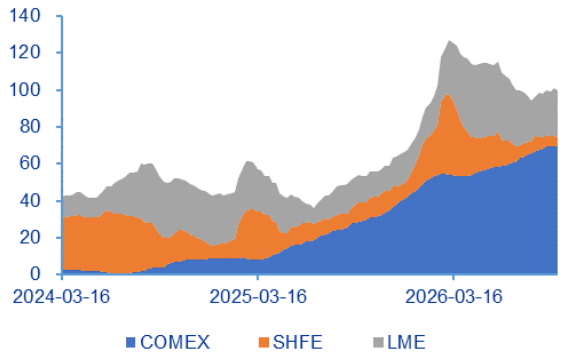
电线电缆开工率



电解铜社会库存（万吨）



电解铜交易所库存（万吨）



资料来源：上海有色网，wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

铜价：供给短缺持续+区域不平衡，中枢上移

- **考虑到铜矿生产扰动较大，叠加新增项目有限，预计铜供给紧张趋势持续，长期看电网投资增长、AI数据中心及储能新需求增长等，铜价中枢有望持续抬高。**

全球铜供需平衡表

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
全球矿铜产量（万吨）	2057	2063	2110	2181	2237	2296	2313	2319	2404
增量（万吨）		6	47	71	56	59	17	7	85
yoy		0.3%	2.3%	3.4%	2.6%	2.6%	0.7%	0.3%	3.7%
全球精炼铜产量（万吨）	**2416**	**2478**	**2490**	**2565**	**2651**	**2740**	**2854**	**2894**	**2984**
增量（万吨）		62	12	76	85	89	114	40	90
yoy		2.6%	0.5%	3.0%	3.3%	3.4%	4.2%	1.4%	3.1%
原生精炼铜产量（万吨）	2015	2078	2075	2150	2202	2269	2356	2366	2426
再生精炼铜产量（万吨）	404	401	400	415	415	449	471	498	528
矿端平衡（万吨）	**42**	**-14**	**35**	**31**	**35**	**27**	**-44**	**-47**	**-22**
全球精炼铜需求（万吨）	**2432**	**2495**	**2526**	**2570**	**2640**	**2733**	**2831**	**2905**	**2979**
增量（万吨）		63	31	44	70	92	98	74	74
yoy		2.6%	1.2%	1.7%	2.7%	3.5%	3.6%	2.6%	2.6%
中国	1280	1453	1389	1455	1639	1700	1763	1789	1830
yoy		13.5%	-4.4%	4.8%	12.6%	3.7%	3.7%	1.5%	2.3%
电力	583	666	635	670	766	791	827	839	865
yoy		14.1%	-4.6%	5.5%	14.4%	3.2%	4.6%	1.5%	3.1%
家电	196	215	206	207	226	237	237	242	247
yoy		9.9%	-4.2%	0.2%	9.4%	4.8%	0.0%	2.0%	2.0%
交通运输	143	163	159	179	206	218	248	259	270
yoy		13.9%	-2.3%	12.4%	15.1%	5.7%	13.8%	4.5%	4.2%
建筑	112	130	123	120	131	129	116	105	94
yoy		15.7%	-5.5%	-2.1%	9.4%	-1.5%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
其他	131	149	141	154	174	184	188	192	196
yoy		13.7%	-5.5%	9.2%	13.0%	5.9%	2.0%	2.0%	2.0%
海外	1152	1042	1137	1115	1001	1032	1068	1116	1149
yoy		-9.6%	9.1%	-2.0%	-10.2%	3.1%	3.5%	4.5%	3.0%
储能				8	11	16	27	38	44
yoy					38.2%	52.4%	65.6%	44.3%	13.8%
精炼铜平衡（万吨）	-	-	-	-				-	

资料来源：国际能源组织、国际汽车制造商协会、中国光伏行业协会、中国充电联盟、中汽协、各铜矿公司公告、上海有色网，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

铜：板块高景气，标的成长性强

- **11万元/吨铜价假设下，板块估值较低，关注西部矿业、金诚信、中国有色矿业、洛阳钼业、紫金矿业等**

铜板块弹性表

证券简称	2026/9/30 收盘价（元）	吨铜市值（万元/吨）	不同铜价对应净利润（2026E）（亿元）							不同铜价对应PE（2026E）							铜价+5%对应的盈利弹性
			-20% *88,000*	-10% *99,000*	-5% *104,500*	0% *110,000*	5% *115,500*	10% *121,000*	20% *132,000*	-20% *88,000*	-10% *99,000*	-5% *104,500*	0% *110,000*	5% *115,500*	10% *121,000*	20% *132,000*	
紫金矿业	30	82	642	711	746	780	815	850	919	12	11	10	10	10	9	8	4.4%
洛阳钼业	17	55	285	328	350	371	393	414	457	12	11	10	9	9	8	8	5.8%
江西铜业	42	63	136	156	166	176	187	197	217	9	8	8	7	7	6	6	5.7%
铜陵有色	6	46	51	60	64	69	73	78	87	15	13	12	11	11	10	9	6.6%
西部矿业	35	80	56	65	70	74	78	83	92	15	13	12	11	11	10	9	6.0%
云南铜业	16	61	36	44	47	51	55	59	66	11	9	8	8	7	7	6	7.3%
金诚信	72	50	30	37	40	43	46	49	55	15	12	11	11	10	9	8	7.2%
藏格矿业	71	118	62	70	74	78	83	87	95	18	16	15	14	13	13	12	5.3%
盛屯矿业	10	66	30	33	34	36	38	39	42	10	10	9	9	8	8	7	4.3%
五矿资源	9	28	65	85	95	105	116	126	146	15	11	10	9	8	8	7	9.5%
中国有色矿业	16	46	40	48	52	56	60	63	71	13	11	10	10	9	8	7	7.1%

注：铜价单位为元/吨

下载日志已记录，仅供内部参考

铝土矿：全球矿端政策趋于收紧，中长期成本或提升

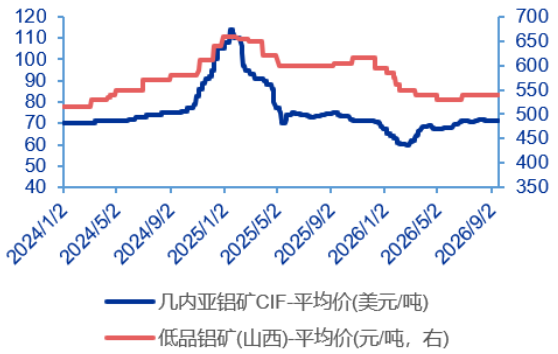
进口依存度逐年提升，中东冲突以来海运费上涨推动铝土矿到岸价回升：

- 国内多地铝土矿静态可开采年限不足10年，2026年1-8月铝土矿累计进口依存度高达79.5%，主要集中于几内亚等地区，资源保护主义加剧供应链风险。据海关数据，2026年1-8月，中国铝土矿累计进口量1.6亿吨，同比+9.7%；
- 据上海有色网，2026年8月几内亚铝土矿（CIF）均价71.76美元/吨，较2月均价60.4美元/吨上涨18.8%。中东冲突以来海运费阶梯式上涨，4月底几内亚租船运费约为30-32美元/吨，5月海运费均价上涨至37美元/吨，9月以来持续走强，运价由9月1日38.5美元/吨上涨至9月17日43美元/吨，区间累计上涨4.5美元/吨。

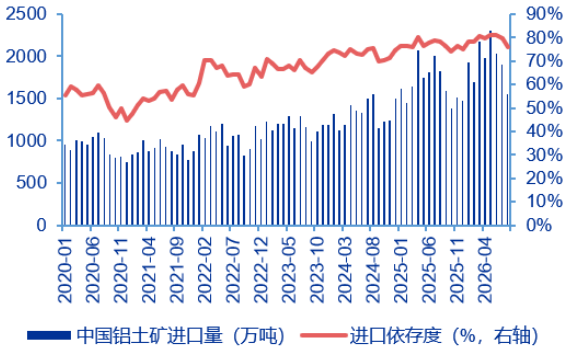
全球矿端政策收紧趋势逐步形成，长期看铝土矿价格或抬升

- **几内亚：**几内亚矿业部长3 月公开提出计划管控铝土矿出口规模，原定 6 月落地细则，截至 9 月该正式配额政策仍未出台，但整体矿端政策收紧趋势已经形成，几内亚计划到2030年建成5座氧化铝厂，推动几内亚从铝土矿出口国向氧化铝加工国转型。此前2025年5月起，几内亚矿产政策频出，多家采矿权被撤销，Axis矿区被停产，几内亚政府的目标明确为从简单的铝土矿出口国转变为铝的主要生产国，并计划推出几内亚铝土矿价格指数（GBX）、全面行使销售和运输权利等，长期看铝土矿生产成本或提升。
- **印尼：**2026年起所有矿业公司RKAB（生产计划与预算）从“三年一批”正式改为“一年一报、一年一批”，并强调进一步加大现有监管规则的执行力度，明确未经批准不得作业的要求。

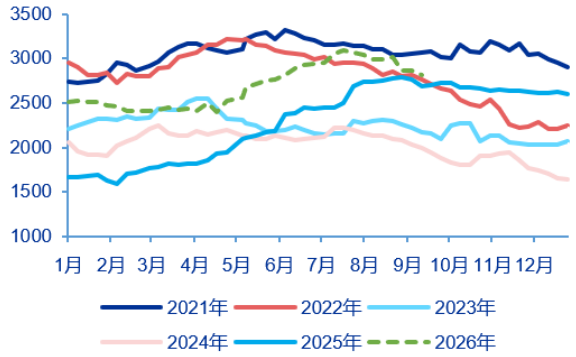
铝土矿价格在海运费支撑下回升



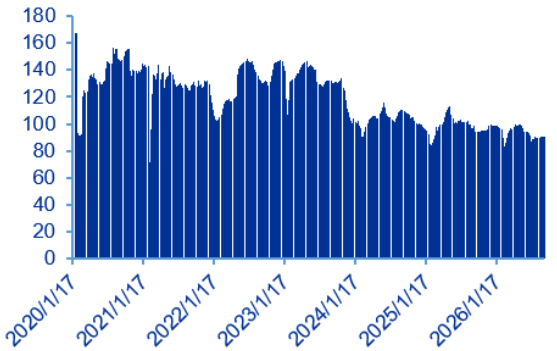
国内铝土矿对外依存度逐年提升



国内铝土矿港口总库存（万吨）



国产铝土矿周度产量（万吨）



资料来源：上海有色网，百川盈孚，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

氧化铝：基本面维持过剩，新增产能门槛或提高，美伊冲突推升成本

2025-2026年为国内氧化铝投产高峰期，未来新增产能门槛或提高：

- 2025年初至今，国内新建产能逐步投放，海外氧化铝运行产能恢复，高价下企业提产积极性高，基本面转向过剩，价格已回落至成本线附近。《铝产业高质量发展实施方案（2025-2027年）》提出重点区域（大气污染防治区域）不再新增氧化铝产能，新建、改扩建项目必须满足能效先进值、环保绩效A级，禁止新建或扩建以一水硬铝石为原料的生产线，原则上需配套与产能相匹配的铝土矿资源，具有一定的赤泥综合利用能力。

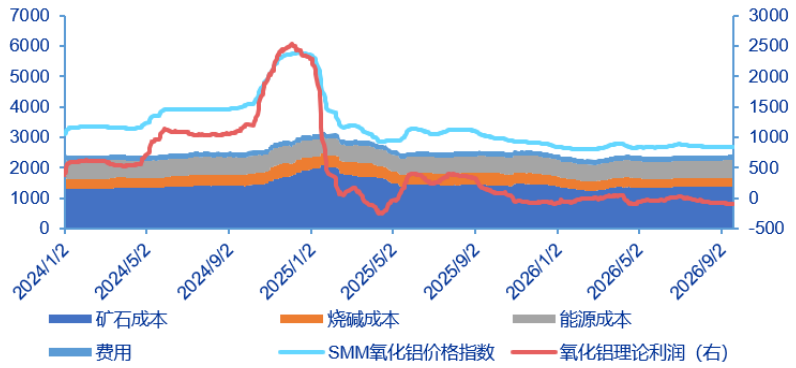
价格已贴近成本运行，美伊冲突或推高进口矿海运成本，高成本产能或再度因亏损压降产能：

- 截至2026年9月18日，国内氧化铝即时完全成本2,673元/吨，行业平均利润为-93元/吨。美伊冲突或推高国内进口矿石海运成本，若氧化铝价格持续运行在行业平均成本以下，高成本生产企业或再度选择主动检修减产，从而对短期氧化铝价格形成支撑。

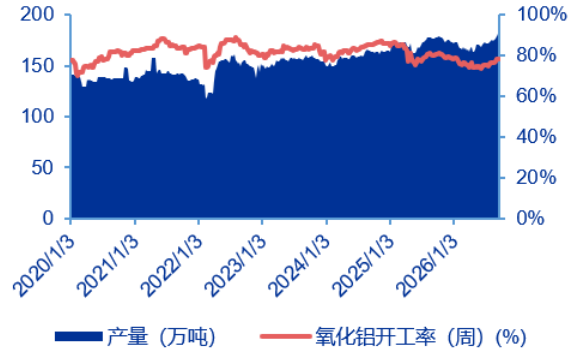
主要铝土矿生产国推进产业链延伸，远期海外低成本产能或倒逼国内氧化铝产能出清：

- 生产一吨氧化铝约消耗2.3-2.7吨铝土矿，几内亚投资氧化铝厂可以节省可观的运输成本。2026年5月21日，中铝集团旗下上市公司中国铝业的项目投资主体中铝香港与几内亚政府，在几内亚首都科纳克里签署氧化铝项目相关协议，拟投资约10亿美元，建设年产120万吨氧化铝生产线。2025年10月，国家电投集团在几内亚布局的年产120万吨氧化铝项目全面开工建设，计划于2027年底建成。2025年12月，魏桥创业集团通过赢联盟在几内亚博凯省投建120万吨氧化铝项目开工奠基，计划于2028年底投产。

氧化铝价格及行业理论利润（元/吨）



氧化铝周度产量及开工率



资料来源：上海有色网，百川盈孚，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

电解铝：国内产能逼近天花板，中东减产导致全球供给收缩

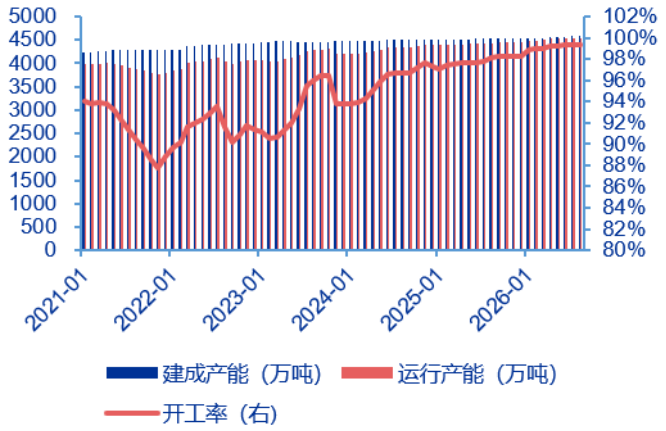
供给侧改革锁定电解铝产能总量，国内建成产能已逼近天花板

- 2026年8月国内电解铝建成产能为4578万吨，运行产能为4,548万吨，全国电解铝开工率约为99.3%，供给端刚性凸显。

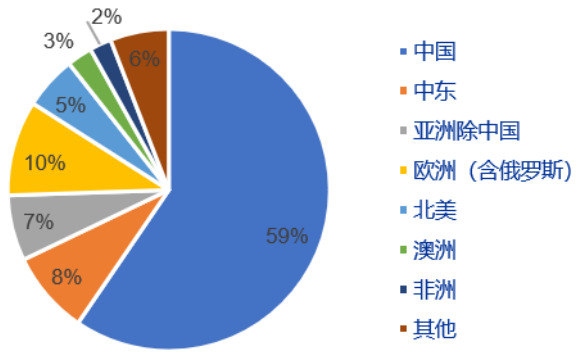
中东地区电解铝产能占全球9%，霍尔木兹海峡航运受阻导致铝供给收缩

- 2025年全球电解铝产量7378万吨，海外占比40.5%。未来新建电解铝项目集中在印尼、印度、中东等地，受电力供应及基础设施建设影响，此前产能释放缓慢。高利润刺激下，海外电解铝将进入新一轮扩产周期，然而2026年受中东冲突影响，全年海外产量同比或减少115.5万吨。
- 中东6国电解铝总产能705.1万吨，占全球电解铝供给9%。霍尔木兹海峡航运受阻将对中东其他国家的原料输入及产品出口造成影响，包括卡塔尔、阿联酋、巴林等地在内电解铝产能已出现减产，若封锁时间延长，该地区电解铝厂或将因缺少原材料被迫进一步减产。

中国电解铝建成产能及运行产能情况



2025年全球电解铝产量分布（万吨）



中东地区氧化铝产能及电解铝产能分布

国家	氧化铝建成产能（万吨/年）	2025年氧化铝产量（万吨）	电解铝建成产能（万吨）	2025年电解铝产量（万吨）
伊朗	25	23.4	80.4	63.6
沙特阿拉伯	185	181.5	98	98.6
阿联酋	245	244.3	269	269.5
巴林	0	0	160	162.7
卡塔尔	0	0	66.2	66.2
阿曼	0	0	39.5	39.9
总计	455	449.2	705.1	692.7

下载日志已记录，仅供内部参考

海外电解铝产能进入新一轮扩产周期

海外电解铝项目未来产量变化（万吨）

国家	铝厂	所属集团	2025	2026E	2027E
安哥拉	华通产业园	华通线缆		10	2
巴西	阿卢慕铝厂	美铝	4	3	
冰岛		世纪铝业	-3	-7.5	10.5
德国/法国	埃森铝厂/汉堡铝厂/沃尔德铝厂/圣让·德·莫里安铝厂	Trimet Aluminium	5	4	
斯洛伐克					7
挪威	Lista铝厂	美铝	2.5	4	
俄罗斯	泰舍特	俄罗斯铝业	10	2	
俄罗斯	Kandalaksha/Volgograd/Novokuznetsk电解铝厂	俄铝	-16.6		
加拿大	阿尔维达AP60电解铝厂	RinTinto	-2	2	5
加纳	加纳铝业			1	2
卡塔尔				-23	23
马来西亚	民都鲁第三铝厂	齐力铝业	2		6
美国	芒特霍利铝厂（Mount Holly）	世纪铝业	1	3	1
美国	沃里克电解铝厂	美铝	3	2	
美国					2.5
莫桑比克	莫扎尔铝厂	South32	0	-40	-18
沙特	红海铝业	创新集团			5
西班牙	圣西普里安	美铝	4	6	4
新西兰	新西兰铝厂（Tiwai Point）	RinTinto	-2	5	3
阿联酋	迪拜铝厂/阿布扎比铝厂	EGA		-122	50
巴林		巴林铝业		-70	50
印度	BALCO	韦丹塔集团（Vedanta）	1	12	18
印度尼西亚	华青铝业	青山+华峰	20	3	
印度尼西亚	PT KALIMANTAN ALUMINIUM INDUSTRY	阿达罗+力勤		35	13
印度尼西亚	聚万铝业+先锋铝业+泰景铝业/恒丰铝业+泰运铝业	信发集团+青山集团	3	50	80
印度尼西亚	纬达贝铝业+星辉铝业	青山集团			26.5
印度尼西亚		哈利达			2
印度尼西亚		南山铝业			21
越南	达农铝厂	Tran Hong Quan Trading Ltd			
合计			31.90	-115.50	328.50

资料来源：阿拉丁，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

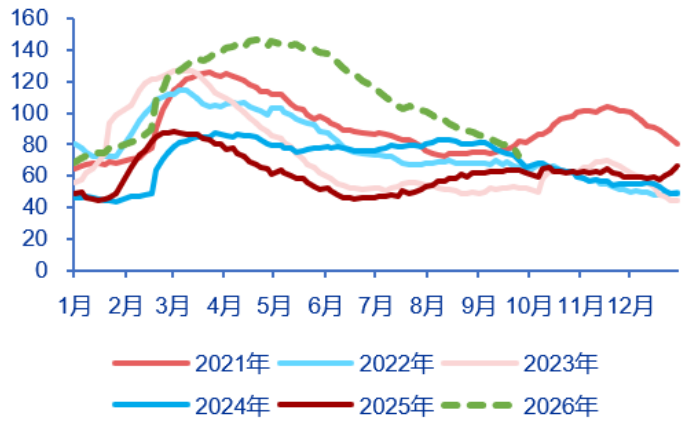
26年全球电解铝供应紧张，预计26年铝价维持高位震荡

- **2026年以来铝价维持高位，电解铝行业盈利处于历史最高位。**
  - 据上海有色网，2026年9月18日电解铝现货均价为24,380元/吨，中国电解铝行业含税完全成本平均值为16,155元/吨，国内电解铝行业平均盈利约8,225元/吨。
- **中东减产导致全球供给紧张，新能源及电力领域拉动需求，预计26年下半年铝价维持高位震荡**

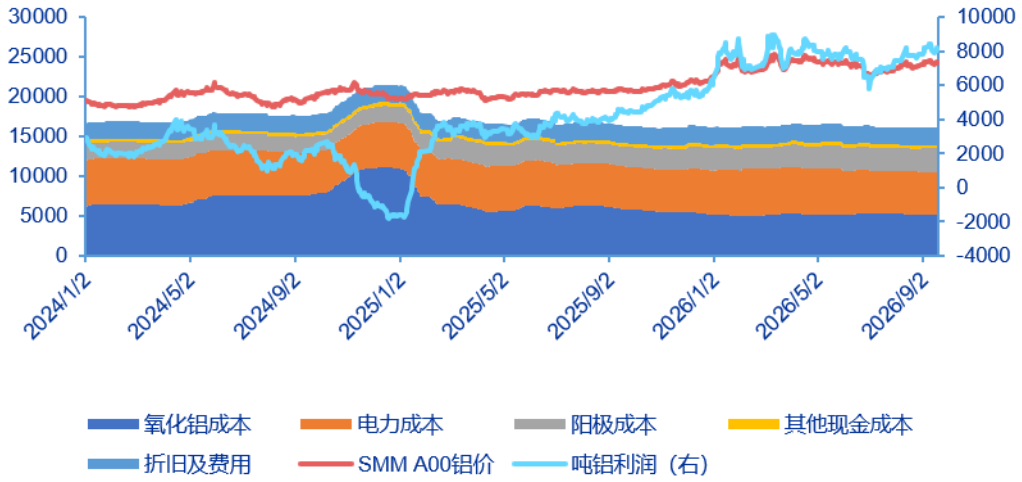
全球铝供需平衡表

	2023	2024	2025	2026E	2027E
国内总供给（含再生铝，万吨）	4955	5249	5395	5658	5625
yoy	*6.3%*	*5.9%*	*2.8%*	*4.9%*	*-0.6%*
国内总需求（万吨）	4929	5122	5383	5453	5569
yoy	*3.4%*	*3.9%*	*5.1%*	*1.3%*	*2.1%*
其中：净出口（万吨）	213	236	264	357	321
国内供需平衡（万吨）	27	127	11	204	56
海外总供给（含再生铝，万吨）	4814	4922	5014	4899	5229
yoy	*8.8%*	*2.2%*	*1.9%*	*-2.3%*	*6.7%*
其中：净进口（万吨）	213	236	264	357	321
海外总需求(万吨)	4616	4750	4790	4830	4880
yoy	*14.0%*	*2.9%*	*0.8%*	*0.8%*	*1.0%*
全球总供给（万吨）	9556	9935	10144	10199	10532
yoy	*9.2%*	*4.0%*	*2.1%*	*0.5%*	*3.3%*
全球总需求（万吨）	9544	9872	10173	10283	10449
yoy	*8.2%*	*3.4%*	*3.1%*	*1.1%*	*1.6%*
全球供需平衡（万吨，供给-需求）			()	()	

国内铝锭社会库存变化（单位：万吨）



中国电解铝吨铝成本及利润（元/吨）



资料来源：上海有色网，百川盈孚，iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

电解铝：高分红属性凸显

- 一方面，供给端天花板限制下，供需格局持续趋紧，铝价中枢逐年上移，叠加成本端边际改善，电解铝盈利持续高景气，电解铝企业现金流充裕，企业分红能力较强。
- 另一方面，由于国内严格限制新增产能，除了地区间产能转移及向上下游延伸产业链外，电解铝企业未来资本开支预期普遍下调，电解铝板块进入去杠杆周期，债务规模持续下降，分红意愿大幅提升。

电解铝行业弹性测算表

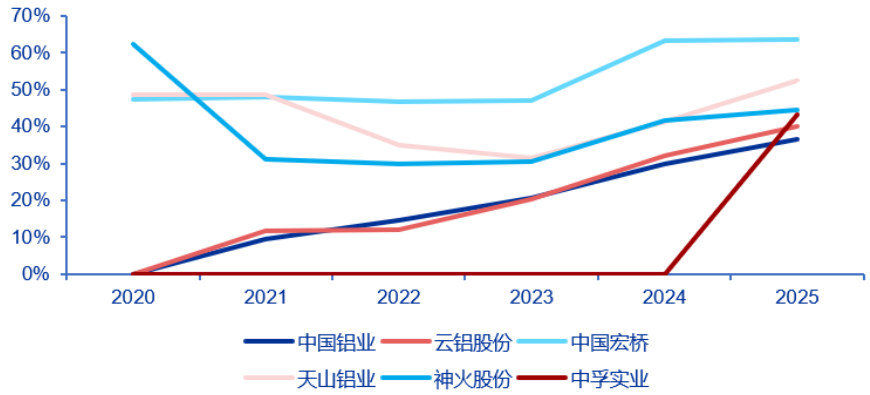
证券简称	2026/9/30 收盘价（元、港元）	分红比例假设 (2026E)	股息率 (2026E)	权益产能 (万吨/年)	吨铝市值 (万元/吨、万港元/吨)	不同电解铝价格对应净利润（2026E）（亿元） 22,500	23,000	23,500	24,000	24,500	不同电解铝价格对应PE 22,500	23,000	23,500	24,000	24,500	铝价上涨5%对应25E净利润变动
中国铝业	8.93	40%	5.8%	439	3.5	192	207	221	236	250	8.0	7.4	6.9	6.5	6.1	15%
云铝股份	26.20	40%	6.8%	269	3.4	135	145	155	165	176	6.7	6.3	5.8	5.5	5.2	15%
神火股份	26.22	40%	6.3%	132	4.5	84	88	93	98	102	7.0	6.7	6.3	6.0	5.8	12%
天山铝业	12.18	55%	8.0%	140	4.0	73	78	82	87	91	7.7	7.3	6.9	6.5	6.2	13%
中孚实业	5.95	60%	9.4%	75	3.2	33	35	38	40	43	7.3	6.8	6.4	6.0	5.6	16%
南山铝业	4.71	100%	9.4%	68	8.0	46	49	51	53	55	11.7	11.1	10.6	10.2	9.8	10%
宏桥控股	16.28	75%	11.0%	646	3.3	272	291	310	330	349	7.8	7.3	6.8	6.4	6.1	15%
中国宏桥(H)	21.54	65%	10.5%	575	3.7	302	321	340	360	379	6.4	6.1	5.7	5.4	5.1	13%
创新实业(H)	15.04	51%	7.9%	79	4.0	43	45	48	51	53	6.7	6.3	6.0	5.7	5.4	13%
中国铝业(H)	7.76	40%	6.6%	439	3.0	192	207	221	236	250	6.4	5.9	5.5	5.2	4.9	15%

注：假设氧化铝全年均价2700元/吨；净利润币种均为人民币；吨铝市值=总市值/电解铝权益产能

证券简称	2026/9/30 收盘价（元、港元）	分红比例假设 (2026E)	股息率 (2026E)	权益产能 (万吨/年)	吨铝市值 (万元/吨、万港元/吨)	不同氧化铝价格对应净利润（2026E）（亿元） 3,100	2,900	2,700	2,500	2,300	不同氧化铝价格对应PE 3,100	2,900	2,700	2,500	2,300	氧化铝下跌5%对应25E净利润变动
中国铝业	8.93	40%	5.8%	439	3.5	265	243	221	199	178	5.8	6.3	6.9	7.7	8.6	-7%
云铝股份	26.20	40%	6.8%	269	3.4	145	150	155	161	166	6.3	6.1	5.8	5.7	5.5	2%
神火股份	26.22	40%	6.3%	132	4.5	87	90	93	96	99	6.8	6.5	6.3	6.1	6.0	2%
天山铝业	12.18	55%	8.0%	140	4.0	84	83	82	81	80	6.7	6.8	6.9	7.0	7.0	-1%
中孚实业	5.95	60%	9.4%	75	3.2	34	36	38	39	41	7.1	6.7	6.4	6.0	5.8	3%
南山铝业	4.71	100%	9.4%	68	8.0	60	55	51	46	42	9.1	9.8	10.6	11.6	12.8	-6%
宏创控股	16.28	75%	11.0%	646	3.3	337	324	310	297	284	6.3	6.6	6.8	7.1	7.5	-3%
中国宏桥(H)	21.54	65%	10.5%	575	3.7	375	358	340	323	306	5.2	5.4	5.7	6.0	6.4	-3%
创新实业(H)	15.04	51%	7.9%	79	4.0	48	48	48	48	48	6.0	6.0	6.0	6.0	5.9	0%
中国铝业(H)	7.76	40%	6.6%	439	3.0	265	243	221	199	178	4.6	5.0	5.5	6.1	6.9	-7%

注：假设电解铝全年均价以23500元/吨；净利润币种均为人民币；吨铝市值=总市值/电解铝权益产能

电解铝板块上市公司股利支付率情况



注：电解铝价格、氧化铝价格单位为人民币元/吨

资料来源：上海有色网，wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

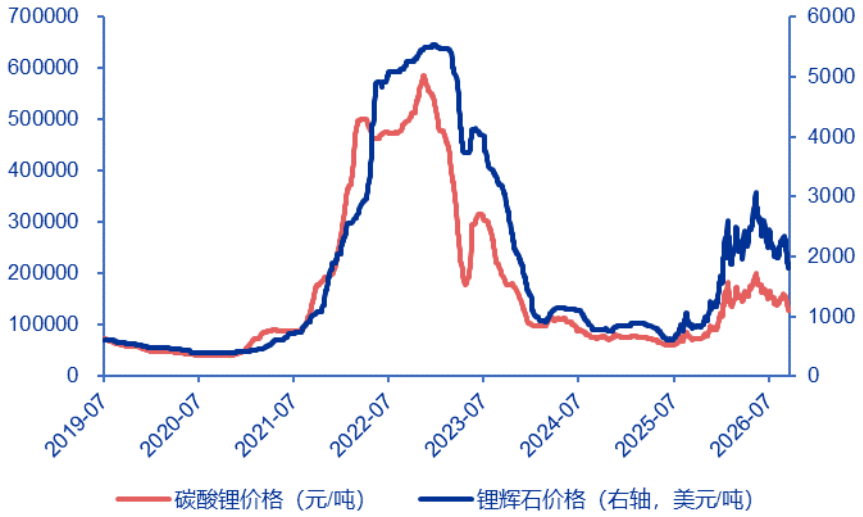
1. 贵金属：加息靴子落地，长期看好
2. 工业金属：高景气，低估值
3. 能源金属：供给扰动仍存，关注需求趋势
4. 战略金属：科技需求与反制题材双重主线

下载日志已记录，仅供内部参考

锂：锂价冲高回落，寻求新平衡点

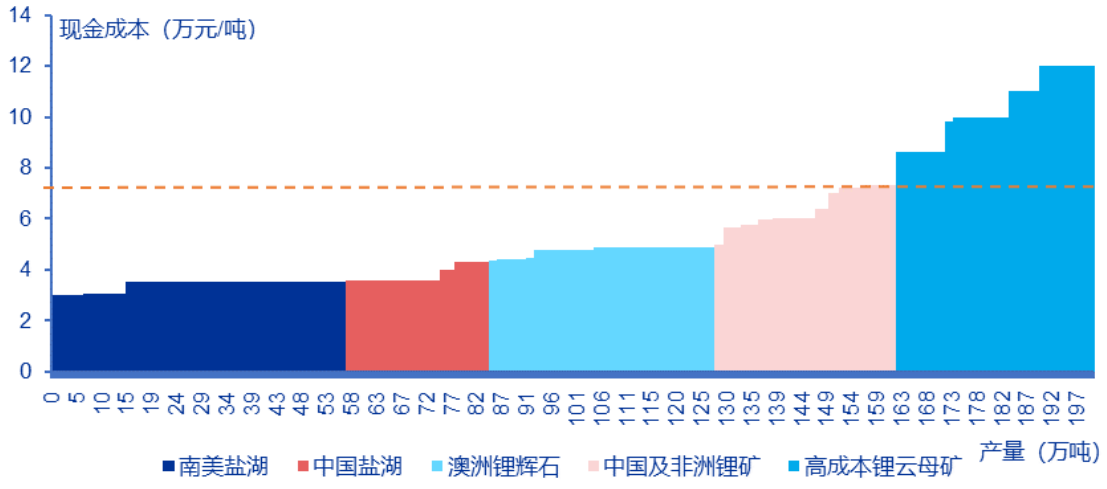
- **2025年7月起，受供给扰动、叠加储能需求高增影响，锂价持续上行至19-20万元/吨相对高位；但价格上涨后，较好的利润驱动下，新增产能加快投产、停产矿山启动复产，供需矛盾有所缓和，截至2026年9月，锂价从高位回落至12-13万元/吨水平。**

2026年锂价冲高回落



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

2026年预测锂成本曲线



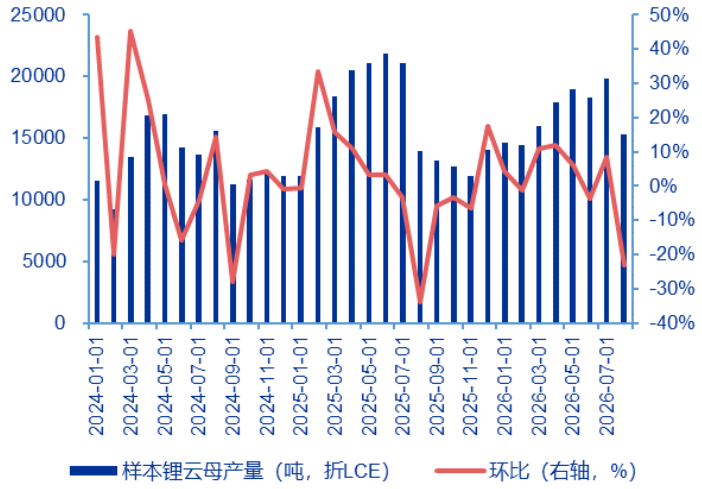
资料来源：上海有色网，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

锂：供给扰动1——宜春云母矿复产进度偏慢

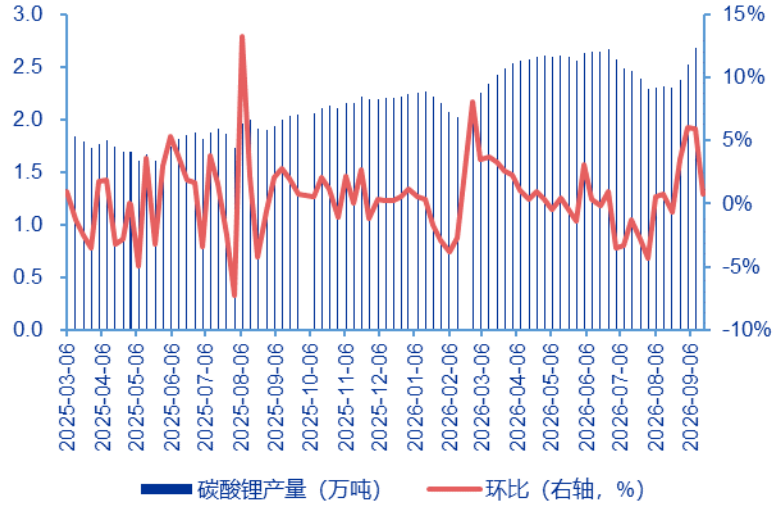
- **国内强化对锂矿采矿权证合规性审核，部分矿山生产受到一定程度干扰，供给端不确定性增加。**2025年8月，江西枧下窝锂云母矿因矿证到期临时停产，使得8月后国内锂云母矿产量有明显下降，截止2026年9月初，该矿山仍未复产，短期供给端扰动持续。
- 除该停产锂云母矿以外，其他江西锂云母矿也面临换证要求，目前也已经陆续进入停产阶段；矿山审核趋严背景下，预计换证仍需一定时间，26-27年供给均将受到一定影响。

国内锂云母矿产量有所下降



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

我国碳酸锂周度产量数据



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

锂：供给扰动2——海外供给扰动风险仍存

- **除国内矿山生产扰动外，海外供给端的扰动因素或被市场忽视。市场认为锂价上涨背景下，企业开工意愿较强，但部分项目扰动因素较多，实际供给增量或不及预期：**
- **1）澳洲：**IGO因品位下降、下调26财年锂精矿产量指引(150-160wt下调至137.5-142.5wt)；
- **2）津巴布韦：**为打击非法矿出口和加强矿山管理，津巴布韦政府从26年2月底开始暂停锂矿出口，我们预计将造成非法矿减量2wt左右，同时合法矿山于5月恢复发运，船期2-3个月，也对锂矿供给造成一定影响；
- **3）尼日利亚和马里**：地缘局势不稳定，矿山生产和运输存在不确定性。
- 4）**刚果金**：政府计划提高资源税，项目投产进度存在不确定性。

海外锂矿供给端的不确定性

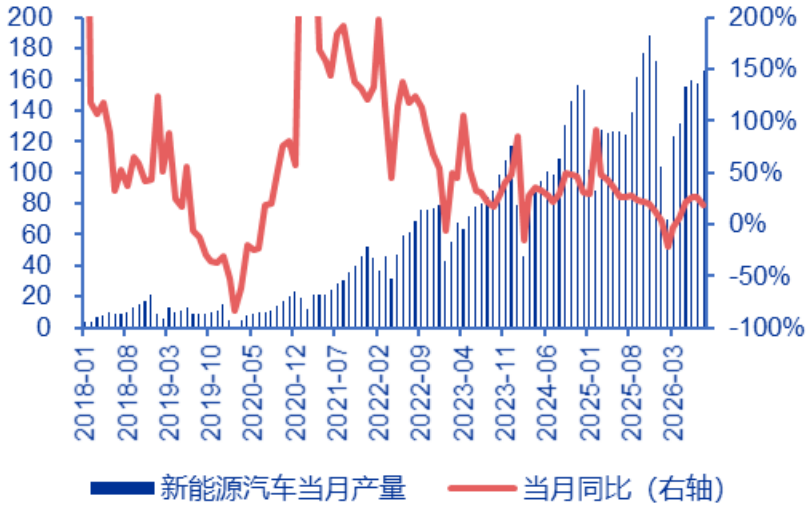
矿山类别	扰动原因
澳洲锂矿	IGO下调26财年产量指引，项目爬坡进度偏慢
马里锂矿	马里局势不稳定，叛军可能影响炸药等关键物资运输
尼日利亚	手抓矿生产受限，且受军阀割据影响，实际出货量存在较高不确定性
津巴布韦锂矿	津巴布韦临时暂停锂矿出口
阿根廷盐湖	阿根廷政策不确定性，部分盐湖实际成本高于预期，爬坡进度需要观察
刚果金锂矿	Manono矿山爬坡进度存在不确定性

下载日志已记录，仅供内部参考

锂：需求端，关注储能需求增长持续性

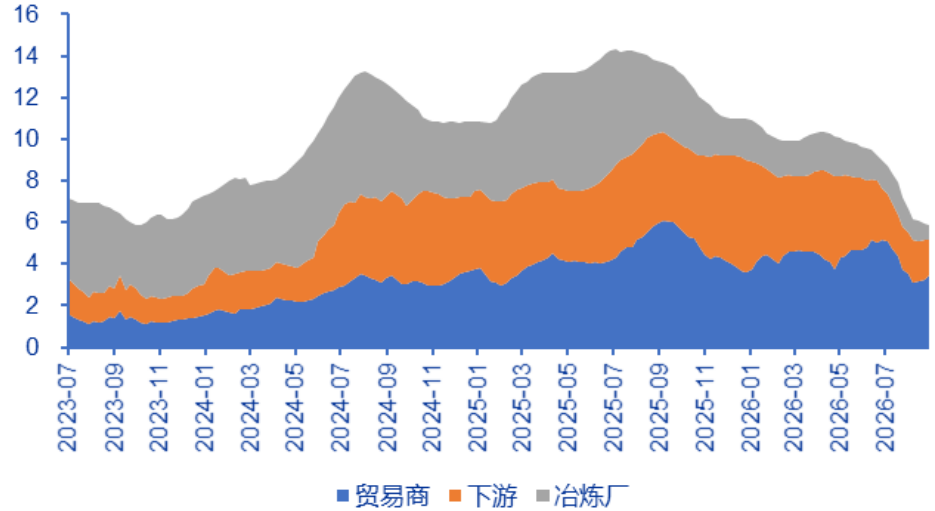
- **新能源汽车和储能持续增长，为锂需求提供有力支撑。**新能源汽车方面，2026Q1同比相对承压，4月恢复正增长，且中东地缘冲突后，油价明显上涨，后续有望对新能源需求提供额外增量；与此同时，25年10月以来，全球储能领域需求增长超预期，下游企业订单较为饱满，提振碳酸锂需求。
- **26年初以来碳酸锂库存持续去化，现实基本面表现偏强，关注后续储能需求增长的持续性。**

新能源汽车景气度维持高位（万辆，%）



资料来源：wind，申万宏源研究

国内碳酸锂库存持续去化（万吨）



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

锂：26年供给有缺口，27年边际趋于宽松

- **综合供给和需求两方面因素，预计2026年锂供给存在缺口，27年随着新增供给逐步释放，边际趋于宽松，锂价预计围绕10-12万元/吨中枢宽幅震荡。**

全球锂供需平衡表（万吨，%）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
澳洲锂矿（万吨LCE）	15.4	21.4	29.5	39.6	41.7	45.3	48.5	52.1
非洲锂矿（万吨LCE）			0.7	4.6	12.9	25.0	37.4	46.9
南美盐湖（万吨LCE）	14.2	16.0	24.4	29.4	35.1	39.7	47.4	51.2
中国合计（万吨LCE）	11.2	13.6	19.7	30.3	39.2	46.1	55.4	75.1
国内盐湖（万吨LCE）	5.8	6.2	9.2	11.5	13.3	16.0	21.9	27.1
国内锂云母（万吨LCE）	3.7	4.6	5.8	10.5	15.2	16.9	16.1	25.7
国内锂辉石（万吨LCE）	1.7	2.8	4.8	8.3	10.7	13.2	17.4	22.3
回收及其他（万吨LCE）	3.1	3.5	5.0	7.7	6.0	5.5	6.5	7.0
全球总供给（万吨LCE）	**43.9**	**54.5**	**79.4**	**106.8**	**132.0**	**161.5**	**195.1**	**232.3**
供给增速	**2%**	**24%**	**46%**	**35%**	**24%**	**22%**	**21%**	**19%**
消费电子（万吨LCE）	7.2	8.2	8.1	8.5	9.3	9.9	11.0	12.0
动力电池（万吨LCE）	12.6	29.8	45.7	57.2	74.4	94.1	106.5	123.3
yoy	21.9%	136.4%	53.3%	25.1%	30.2%	26.4%	13.2%	15.7%
储能电池（万吨LCE）	0.7	4.6	8.5	16.0	22.1	37.6	68.4	83.5
yoy	40.0%	563.0%	82.5%	88.4%	38.6%	70.1%	81.8%	22.0%
其他需求（万吨LCE）	13.8	13.8	14.0	13.8	13.7	13.9	14.2	15.0
全球总需求（万吨LCE）	**34.3**	**56.5**	**76.3**	**95.5**	**119.6**	**155.5**	**200.1**	**233.7**
需求增速	**12%**	**65%**	**35%**	**25%**	**25%**	**30%**	**29%**	**17%**
供给-需求（万吨LCE）	**9.6**	**-2.0**	**3.1**	**11.4**	**12.4**	**6.0**	**-5.0**	**-1.5**

资料来源：上海有色网，wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

锂：关注个股成长性和价格弹性

- **关注锂行业公司远期权益产量的成长空间和锂价弹性。**

锂行业公司弹性表

证券简称	锂权益产能（2028E，万吨）	25-28年锂权益量增速	不同锂价对应净利润（2028E，亿元）					不同锂价对应PE（2028E）					锂价上涨2万业绩弹性
			8	10	12	14	16	8	10	12	14	16	
赣锋锂业	16.0	146%	36	58	79	100	121	25	16	12	9	8	27%
永兴材料	5.0	92%	13	19	26	33	39	17	11	8	6	5	26%
中矿资源	10.0	100%	29	42	55	69	82	11	7	6	5	4	24%
盐湖股份	8.0	281%	103	114	125	135	146	12	11	10	9	9	9%
雅化集团	5.0	67%	11	17	24	31	37	17	10	8	6	5	28%
盛新锂能	7.8	198%	10	19	29	38	48	24	12	8	6	5	33%
华友钴业	12.0	193%	71	86	101	115	130	9	8	7	6	5	15%
海南矿业	2.0	300%	9	12	15	17	20	19	15	12	10	9	18%
大中矿业	7.0	2233%	24	33	43	52	61	14	10	8	7	6	22%
国城矿业	5.8	476%	24	32	39	47	55	12	9	7	6	5	19%
藏格矿业	3.0	200%	78	82	86	90	94	14	14	13	12	12	5%
融捷股份	4.0	300%	6	11	16	22	27	26	13	9	7	5	32%
西藏城投	1.8	1700%	5	7	9	12	14	20	13	10	8	7	25%
天华新能	13.0	200%	33	51	68	85	102	12	8	6	5	4	25%

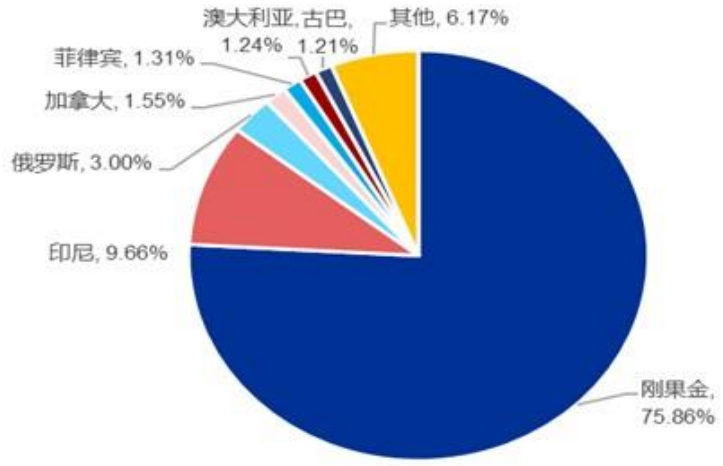
资料来源：上海有色网，wind，申万宏源研究（锂价单位为万元/吨，业绩弹性测算按12万/吨锂价基准下，上涨至14万/吨后公司业绩的变化幅度计算）

下载日志已记录，仅供内部参考

钴：刚果金限制钴出口，供给端扰动加剧

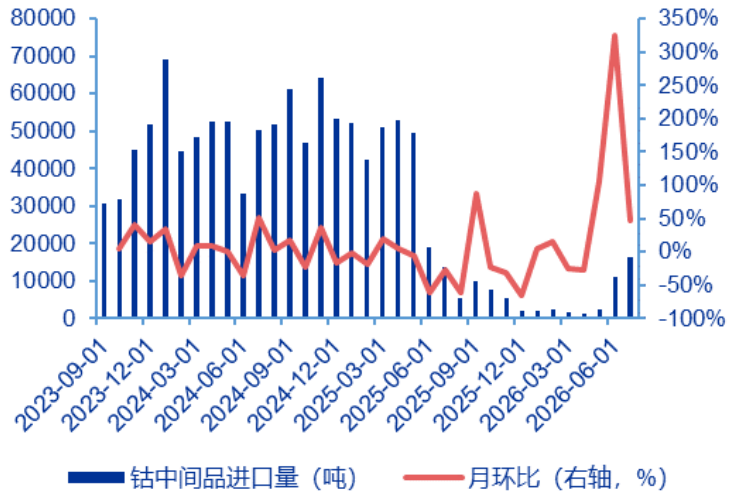
- **刚果金强化对钴出口管控，供给端扰动加剧。**2024年全球钴供给有76%来自刚果金，该国钴政策对于钴供给端有较大影响。2025年2月，刚果金政府宣布临时性暂停钴出口四个月，6月宣布延长3个月，9月宣布继续延长至25年10月15日，此后开始执行配额制，配额比例约44%，低于此前市场预期的60-70%。
- **刚果金钴出口明显回落，钴价易涨难跌。**根据海关总署数据，我国25年6-12月钴中间品进口量较此前持续回落，且25年10月中旬起刚果金实施配额制后，截至2026年9月，新规下刚果金实际钴出口进度缓慢，考虑到原料运输至国内仍需3个月左右，预计国内钴原料短缺情况短期难以解决，随着国内库存继续去化，预计后续钴价易涨难跌。

2024年刚果金占全球钴矿供给量约76%



资料来源：wind，申万宏源研究

近期我国钴中间品进口持续回落



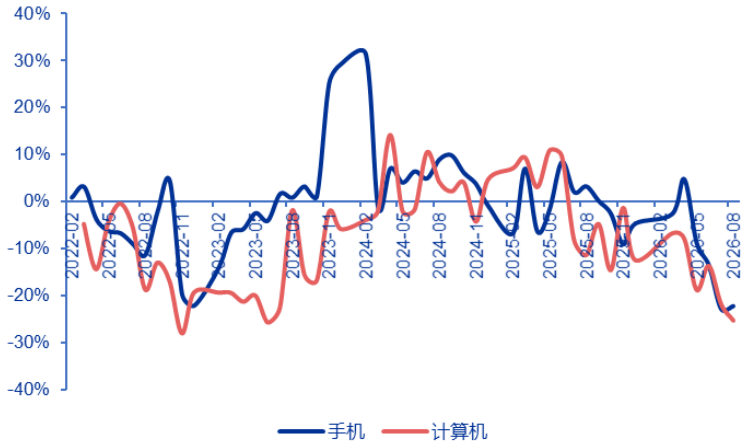
资料来源：wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

钴：消费电子需求承压，压制短期钴价

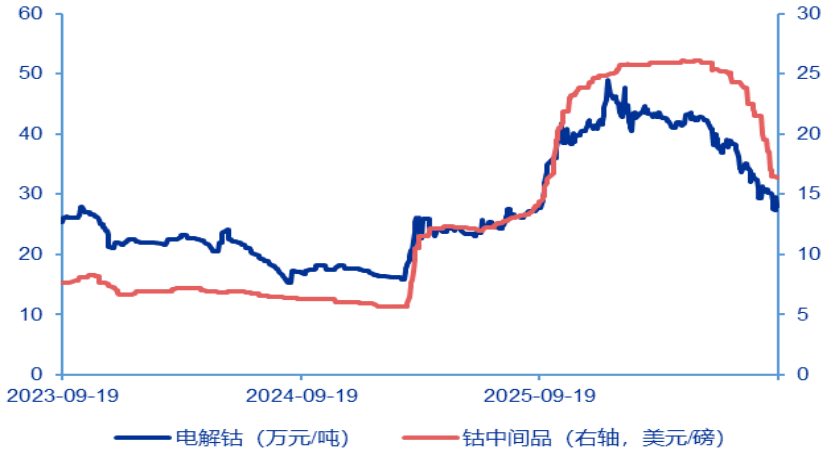
- **下游消费电子需求偏弱，压制短期钴价空间。**钴下游主要包括三元电池和钴酸锂电池，其中三元锂电池相对较为平稳，但消费电子方面，钴酸锂电池需求在26年下滑明显。
- 以我国手机和计算机产量为例，受存储涨价等因素影响，26年5-8月当月产量同比下滑明显，受此影响，钴价5月开始整体呈下行趋势，截至26年9月，从高位的40万/吨以上跌至28万元/吨附近。

26年中国手机和计算机当月产量同比下滑



资料来源：wind，申万宏源研究

钴价和钴中间品价格



资料来源：wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

钴：中期供给整体偏紧，钴价中枢易涨难跌

- **长期来看，需求端消费电子和三元电池对钴需求有所支撑，而供给端整体偏紧，钴价中枢易涨难跌。**

全球钴供需平衡表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
原生钴（万吨）	11.29	12.11	11.86	13.26	16.36	19.21	23.28	14.51	14.46	15.46
刚果金	10.40	10.00	9.80	11.90	14.40	17.00	20.20	10.71	9.66	9.66
印尼副产钴				0.10	0.96	1.90	2.80	3.50	4.50	5.50
其他	0.89	2.11	2.06	1.26	1.00	0.31	0.28	0.30	0.30	0.30
YOY		7.23%	-2.08%	11.83%	23.36%	17.45%	21.20%	-37.67%	-0.34%	6.92%
再生钴（万吨）	1.56	1.57	1.76	2.18	2.54	2.65	2.72	2.76	3.78	3.97
YOY		0.69%	12.58%	23.54%	16.49%	4.47%	2.64%	1.54%	37.00%	5.00%
全球精炼钴供应量（万吨）	**12.85**	**13.67**	**13.62**	**15.44**	**18.89**	**21.86**	**26.00**	**17.27**	**18.24**	**19.43**
YOY		6.44%	-0.40%	13.35%	22.39%	15.70%	18.95%	-33.57%	5.63%	6.52%
动力电池钴需求（万吨）	1.58	2.13	2.63	4.56	6.45	8.34	9.17	10.09	10.39	10.60
非动力电池钴需求（万吨）	5.54	5.64	5.99	6.59	6.30	5.99	6.88	7.23	6.14	6.51
电池用钴量合计（万吨）	7.12	7.76	8.62	11.15	12.75	14.33	16.06	17.32	16.54	17.11
高温合金用钴（万吨）	1.74	1.82	1.49	1.85	1.92	2.00	2.08	2.16	2.25	2.34
硬质合金用钴（万吨）	0.81	0.81	0.72	0.83	0.86	0.89	0.92	0.95	0.98	1.00
其他领域需求（万吨）	2.54	2.61	2.39	2.46	2.54	2.61	2.69	2.66	2.64	2.61
全球精炼钴需求量（万吨）	**12.20**	**13.00**	**13.22**	**16.29**	**18.07**	**19.83**	**21.75**	**23.09**	**22.40**	**23.07**
YOY		6.63%	1.67%	23.20%	10.93%	9.73%	9.69%	6.19%	-3.00%	2.99%
供需平衡（万吨）	**0.65**	**0.67**	**0.40**	**-0.85**	**0.82**	**2.03**	**4.25**	**-5.82**	**-4.16**	**-3.64**

资料来源：wind，安泰科，美国地质调查局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

钴：钴行业公司弹性测算

- **下游应用中钴占原料成本比重较低，下游对钴价上涨不敏感，若后续钴价上涨，行业标的整体有较大上涨弹性。**

钴行业公司弹性表

证券简称	2026/9/30	归母净利润（2026E）（亿元）					2026年预测PE					利润弹性
	收盘价（元、港元）	35	40	45	50	55	35	40	45	50	55	
华友钴业	35.00	46.5	51.7	56.9	62.0	67.2	14	13	12	11	10	18%
寒锐钴业	30.54	3.6	3.9	4.1	4.3	4.5	26	25	23	22	21	10%
腾远钴业	39.75	10.0	10.6	11.1	11.6	12.1	15	14	14	13	13	10%
洛阳钼业	16.88	176.2	182.7	189.2	195.8	202.3	20	20	19	18	18	7%
格林美	6.11	11.4	13.5	15.5	17.6	19.7	27	23	20	18	16	27%
力勤资源	20.00	43.7	47.7	51.6	55.6	59.6	7	7	6	6	5	15%
盛屯矿业	10.14	26.7	27.8	28.9	30.0	31.1	11	10	10	10	9	8%

资料来源：wind，申万宏源研究（净利润币种均为人民币；钴价单位为万元/吨，利润弹性测算以45万元/吨为基准，计算钴价上涨10万吨/吨后的业绩变化）

下载日志已记录，仅供内部参考

镍：过去三年供给不断扩产，供需失衡导致镍价持续回落

- **回顾历史，镍价从22年高点持续下行，主要系前期供给过度扩张影响。**
- 镍金属下游需求主要包括不锈钢、三元电池、合金需求等，整体呈低速增长趋势。其中不锈钢和三元电池合计占比较高，二者整体呈稳中有增趋势，剩余高温合金等需求则相对稳定。2022年以来镍价持续回落，主要由于新建镍产能较多，供给过剩导致镍价持续回落。

镍价历史走势（美元/吨）



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

不锈钢产量整体稳中有升（万吨，%）



资料来源：wind，申万宏源研究

当前镍库存水平处于历史较高水平



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

镍供给扰动1：印尼政府削减镍矿RKAB配额，镍矿供给趋紧

- **镍价25年12月触底后，为提振镍价，印尼政府开始计划削减26年镍矿配额。**25年12月印度尼西亚镍矿企业协会(APNI)表示，镍矿石产量在26年政府工作计划与预算(RKAB)中拟定为约2.5亿吨，较25年RKAB中的3.79亿吨生产目标有大幅下降；2026年1月，**印尼能矿部官员表示，镍矿供给削减后，希望镍价中枢稳定在1w9-2w美元/吨。**
- 26年4月，根据埃赫曼2026年第一季度财报，**韦达湾镍业2026年初始RKAB配额为1200万湿吨，较2025年的4200万湿吨配额大幅下滑，降幅高达70%以上。**26年6月初，韦达湾镍业因为配额用尽进入停产，短期镍矿供给持续趋紧；26年9月，韦达湾镍业获批追加镍矿配额，恢复生产，边际供给有所恢复，但仍低于25年水平。

印尼限制镍供给事项

事件	环节	详情
限制镍矿配额	镍矿	2025年12月至今，印尼能矿部多次发声表态，表示要削减2026年镍矿RKAB开采配额至2.5-2.7亿吨区间
处罚镍矿企业	镍矿	2025年9月以来，印尼政府以违规占用林地、环保、港口垄断等原因多次对镍企处罚，以青山旗下全球最大镍矿韦达湾镍业为例，26年2月处以4.32万亿印尼盾罚款，同时对该企业镍矿配额削减70%
限制新增项目	镍冶炼	2025年6月后，印尼对于新增镍湿法项目要求匹配到下游，只做到中间品MHP的项目不予审批
干扰存量项目	镍冶炼	2026年2月，青美邦尾矿区发声山体滑坡事故，死亡1人，印尼环境部部长表示考虑注销其环境许可证
与菲律宾战略合作	镍矿	2026年2月，印尼镍矿协会与菲律宾镍工业协会计划建立战略伙伴关系，共同打造区域合作与可持续发展平台

资料来源：wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

镍供给扰动2：印尼调整镍矿计价公式

- **4月13日，印尼能矿部（ESDM）开会修订印尼镍矿基准价格规定，4月15日执行，核心变化为：**
- **1）大幅上调镍矿计价系数：**将1.6%品位镍矿的修正系数(CF)从17%上调至30%，系数/镍矿品位浮动变化为+1%/+0.1%。
- **2）新增了伴生矿计价：**涉及到对钴含量（含量门槛：≥ 0.05% 即计入）、Fe含量和铬含量的计价，钴(Co)和铁(Fe)的修正系数均设定为30%，铬(Cr)设定为10%。计税基数镍部分仍维持之前水平，钴部分按照2%的税率。
- **新规下，1）HPM首先会直接影响到特许权使用费**，按当前涨幅预计将使得每吨镍矿的税费成本略有增加，对镍价的成本抬升整体可控；**2）HPM到实际矿价的传导，火法和湿法矿因升水幅度不同存在较大差异**：火法矿存在高升水，现货价格高于调整后的HPM价格；湿法矿则相反，调整后的HPM价格高于现货价格，已经出现倒挂，若印尼政府严格要求现货不低于HPM价格销售，则湿法矿（褐铁矿）成本将有明显上涨。
- **9月15日，印尼能矿部再次修订镍矿基准价格规定，下调湿法矿计价系数，但整体价格仍高于上调前价格：**1.2%镍矿的镍计价系数从26%下修成14%，钴系数从30%下修成17%。

印尼镍矿HPM基准价格和现货价对比（美元/湿吨）

分类	4.15（上调前）		4.16（上调后）		9.15（下调后）	
	HPM基准价	现货价	HPM基准价	现货价	HPM基准价	现货价
腐泥土矿	30.2	71.2	56.2	73.9	63.4	64.9
褐铁矿	17.3	33.5	42.7	34.5	25.0	26.5

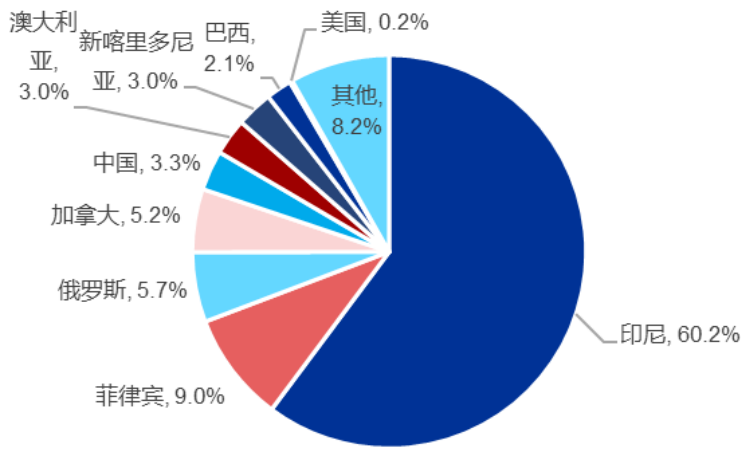
资料来源：wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

成本支撑1：镍矿上涨，是镍价中长期上行基础

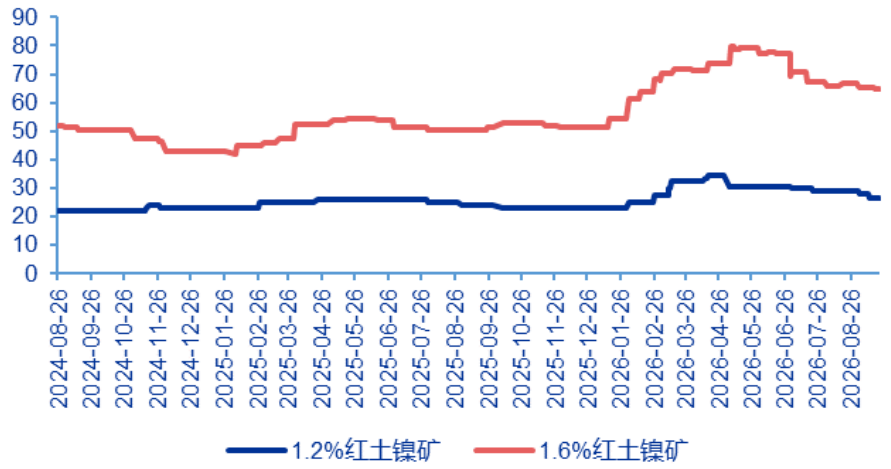
- **供给端，印尼占全球60%左右镍矿供给，对全球镍供给影响较大。**除印尼以外，其余地区资源分布较为分散，印尼单独占全球60%以上镍矿供给，对镍供给端有较大影响。
- **印尼红土镍矿可大致分为两类：火法用的腐泥土矿和湿法用的褐铁矿**，前者镍含量较高，一般约1.5-1.6%，后者约1.2%。**印尼收紧镍矿供给以来，对火法使用的高品位镍矿影响更大。**26年初至26年9月20日，印尼1.6%红土镍矿和1.2%镍矿价格分别上涨13.5美元/吨和3.5美元/吨，火法矿涨幅明显更高，导致火法成本明显上行。

印尼占全球镍矿供给比重较高（%）



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

印尼镍矿价格（美元/吨）



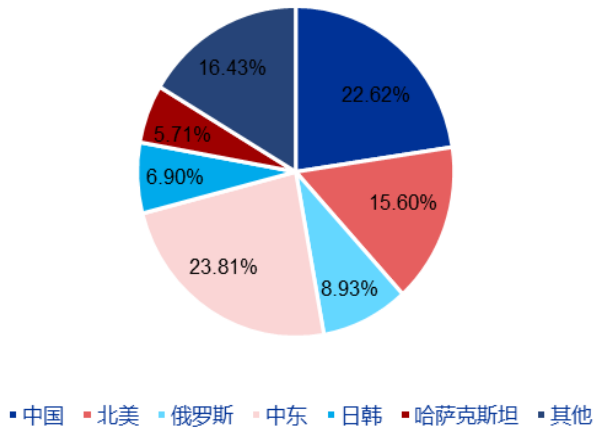
资料来源：上海有色网，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

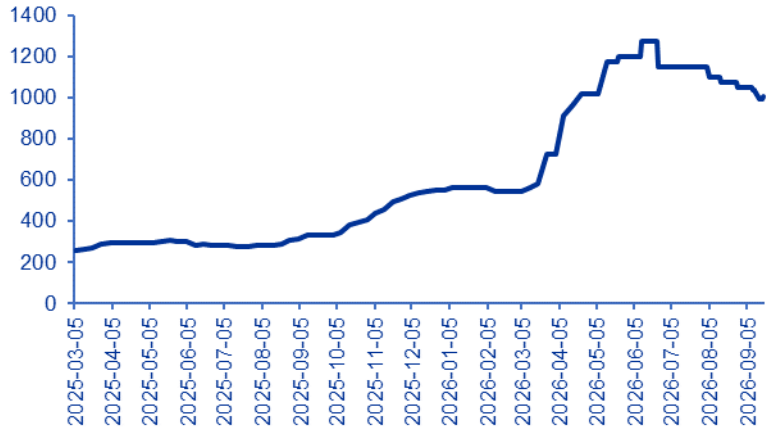
成本支撑2：中东局势紧张，硫磺上涨推升湿法成本

- **硫磺供给天然具备刚性、被动、不可调节特征，全球80%以上来源于油气领域副产物回收。**根据美国地质调查局数据，2025年全球硫磺产量8400万吨，沙特等中东五国、中国、北美、俄罗斯、日韩、哈萨克斯坦占比分别约24%、23%、16%、9%、7%、6%。**中东地缘紧张影响硫磺供给，**中东地区及依赖中东原油的日韩硫磺生产均受影响，同时中国和俄罗斯硫磺出口受限，全球市场可流通硫磺大幅减少，尤其对于印尼而言，75%硫磺来自中东，存在较大供给下降风险。
- **硫磺价格快速上涨，推升湿法镍成本。**每吨湿法镍大约需要8-10吨硫磺，故而硫磺价格对湿法镍成本影响较大，截至2026年6月初，印尼硫磺价格从25年上半年的300美元/吨涨至1000美元/吨以上，对应湿法镍成本从1w2美元涨至1.8万美元/吨以上。

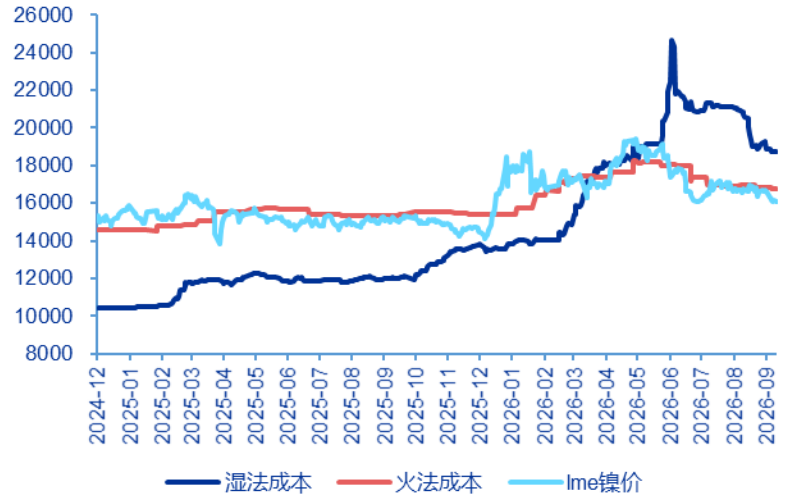
全球硫磺产量分布



印尼硫磺价格（美元/吨）



印尼湿法和火法工艺成本（美元/吨）



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

镍供需：需求相对稳定，关注印尼镍矿配额扰动影响

- **故综合来看，中长期需求端传统不锈钢需求增速相对稳定，固态电池提供新一轮需求增长点，且当前供给端扰动加剧，印尼预期收紧镍供给，若镍矿配额削减力度较大，预计26年镍将从过剩变为紧平衡。**

全球镍供需平衡表（万吨，%）

年份	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
印尼	39.9	58.9	85.6	128.4	145.2	160.1	197.0	180.3	180.3	180.3
镍矿RKAB配额（亿吨）						3.2	3.8	2.6	2.6	2.6
产量/配额量						67%	70%	95%	95%	95%
镍矿实际产量（亿吨）				1.4	1.8	2.2	2.7	2.5	2.5	2.5
镍金属量/镍矿产量				0.90%	0.83%	0.74%	0.74%	0.73%	0.73%	0.73%
其他	101.2	194.5	189.1	186.4	191.4	185.2	184.0	185.0	187.0	190.0
全球精炼镍供给	**141.1**	**253.4**	**274.7**	**314.7**	**336.6**	**345.3**	**381.0**	**365.3**	**367.3**	**370.3**
YOY		79.6%	8.4%	14.6%	6.9%	2.6%	10.3%	-4.1%	0.5%	0.8%
电池	9.4	12.5	24.2	40.3	38.4	36.7	38.4	39.8	40.8	41.3
YOY		32.6%	93.1%	66.5%	-4.7%	3.4%	4.7%	3.6%	2.4%	1.4%
不锈钢	163.1	166.7	184.5	188.6	196.4	212.5	222.3	227.6	231.7	234.5
YOY		2.2%	10.7%	2.2%	4.1%	8.2%	4.6%	2.4%	1.8%	1.2%
其他	66.3	68.1	79.1	77.6	76.6	79.2	96.0	96.1	97.2	97.4
YOY		2.7%	16.1%	-1.9%	-1.2%	3.3%	3.3%	0.1%	1.2%	0.2%
全球精炼镍需求	**238.9**	**247.3**	**287.8**	**306.5**	**311.4**	**328.4**	**356.7**	**363.5**	**369.7**	**373.3**
YOY		3.5%	16.4%	6.5%	1.6%	5.4%	8.6%	1.9%	1.7%	1.0%
供给-需求	**-97.8**	**6.1**	**-13.1**	**8.3**	**25.2**	**16.9**	**24.3**	**1.8**	**-2.4**	**-3.0**

资料来源：上海有色网，wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

镍：镍行业弹性测算表

- **综合来看，镍价12万元/吨的价格底部较为明确，且由于此前镍冶炼端利润基数较低，镍价一旦有所上涨，企业利润弹性较大。同时从镍产能的成长性来看，目前新增项目审批相对困难，建议关注前期已经有新项目获批、未来产能有持续成长空间的华友钴业、力勤资源。**

镍行业弹性测算表

证券简称	2026/9/30	不同镍价对应净利润（2026E）（亿元）					不同镍价对应PE					镍价上涨4w/t时利润弹性
	收盘价（元、港元）	11	12	13	15	17	11	12	13	15	17	
华友钴业	35.00	29.8	43.3	56.9	83.9	111.0	22	15	12	8	6	95%
寒锐钴业	30.54	1.8	3.0	4.1	6.3	8.5	51	32	23	15	11	110%
格林美	6.11	4.8	10.2	15.5	26.2	36.9	64	31	20	12	8	138%
力勤资源	20.00	21.4	28.8	36.2	51.1	66.0	15	11	9	6	5	82%
中伟新材	37.24	3.7	11.2	18.8	33.9	49.1	97	32	19	11	7	161%
伟明环保	13.42	26.0	29.1	32.3	38.7	45.1	10	9	8	7	6	39%

资料来源：上海有色网，wind，申万宏源研究（镍价单位为万元/吨， 利润弹性测算以13万元/吨为基准，计算镍价上涨4万吨/吨后的业绩变化）

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

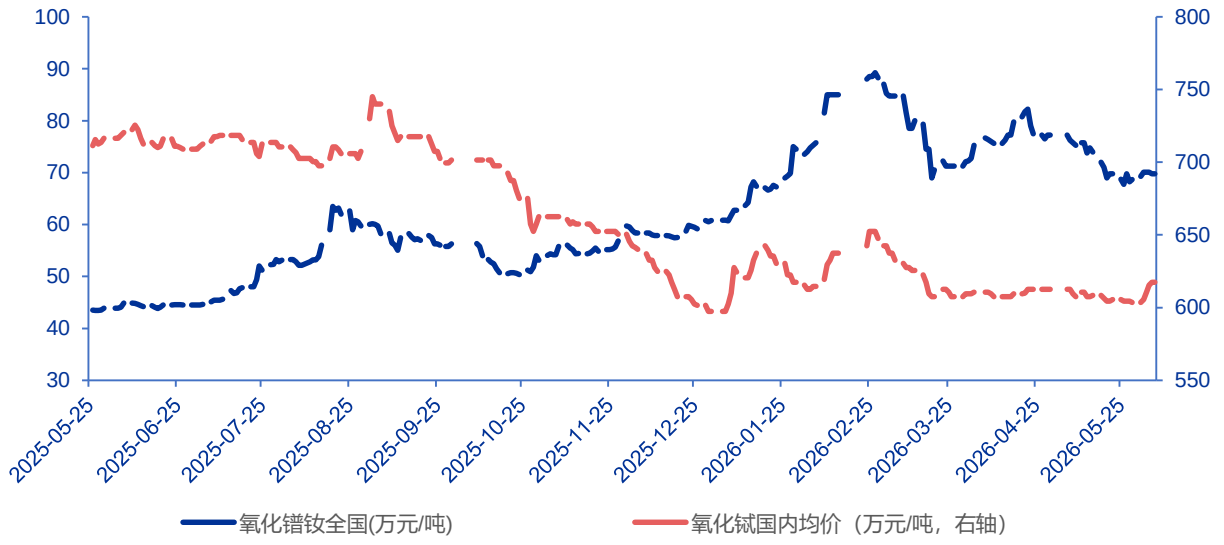
1. 贵金属：加息靴子落地，长期看好
2. 工业金属：高景气，低估值
3. 能源金属：供给扰动仍存，关注需求趋势
4. 战略金属：科技需求与反制题材双重主线

下载日志已记录，仅供内部参考

稀土价格：氧化镨钕价格于70万元/吨附近震荡

- 稀土：氧化物端，截至2026年9月18日，国内氧化镨钕价格为72.9万元/吨，本年度累计涨幅为20%；氧化镝价格为144万元/吨，本年度累计涨幅为7.06%；氧化铽价格为662.5万元/吨，本年度累计涨幅为10.88%。海外重稀土价格保持强势且溢价明显，欧洲氧化镝价格为2250美元/kg，本年度累计涨幅为144.57% 。
- 2025年年底以及2026年一季度，氧化镨钕价格涨幅明显。

2025年6月至今国内稀土价格走势图



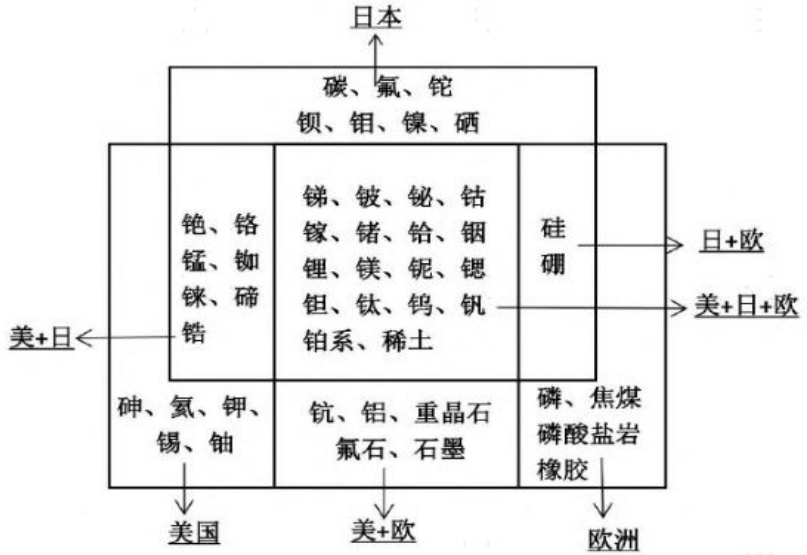
资料来源：ifind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

稀土：战略金属之王

- 关键矿产（Critical Minerals）通常指对经济和产业发展至关重要，供应中断将对经济安全和国家安全产生重要影响的非燃料矿产。欧盟通常称之为“关键原材料”（Critical Raw Materials），我国则常用“战略性矿产”这一概念。关键矿产的范围处于动态变化之中。以欧美日为例，列入关键矿产清单的矿物合计近50种，但由于各国资源禀赋和在全球矿产供应链中的控制能力不同，列入关键矿产的种类也有所区别。
- 随着全球数字经济、清洁能源（核电、风电、光伏、储能、氢能）、电动汽车产业迅猛发展，相关的原料、矿产重要性凸显，尤其是清洁能源上游矿产广泛进入关键矿产范围之中。国际能源署（IEA）指出清洁能源广泛使用的重点矿物包括钴、铜、锂、镍、稀土元素（包括钕、镝、镨、铽、钪、钇等17 种金属元素）。

美国、欧盟、日本的关键矿产清单



资料来源: Jane Nakano《The Geopolitics of Critical Minerals Supply Chains》，王永中等《能源转型背景下关键矿产博弈与中国供应安全》，申万宏源研究

我国战略性矿产分类

矿产类别	主要矿种
具有全球供给优势	**稀土**、石墨、镓、锗、钨、钒、锑、铋、铟、萤石
供应风险较小	钼、锂、钛、锡、铍、磷矿
高度短缺但风险当前可控	镍、钴、锰、铜、铁、钾盐、铀、铬、锆
供应风险高	铌、钽、铪、铂族、铼、铯、铷

资料来源:深企投，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

稀土：战略金属之王

- **美国对于稀土以及其他重要战略矿产的政策支持也层出不穷，特朗普2025年1月重返白宫至今，以“美国优先”口号，从国内和国外两个层面大幅重塑美国关键矿产政策，将稀土战略从“安全化”推向“主导化”，前后筹备、计划或参与了8次与稀土以及其他重要战略矿产相关的政策以及事件。其稀土政策背后存在着长期且清晰的政策脉络：短期需化解供应链“卡脖子”风险；中期则要构建排他性供应链体系；长期意在夺取全球关键矿产产业主导权。**
- **而奠定稀土战略矿产之王地位的重要时间点为2025年4月，这是中美贸易摩擦围绕稀土博弈激烈的一年。全年呈现"关税升级—稀土反制—密集谈判—暂停休战"的起伏脉络。**

美国稀土相关政策梳理

时间	政策/事件	核心内容
2025.1.20	《国家能源紧急状态行政令》	将关键矿产安全上升至“国家能源紧急状态”，目标到2030年实现25种核心关键矿产本土或盟友供应占比≥90%
2025.2.14	建立NEDC行政令	建立国家跨部门能源主导委员会，以“全政府”模式统筹能源与关键矿产的开采、生产、审批与监管
2025.3.20	《立即采取措施增加美国矿产生产》行政令	援引DPA紧急权力，将矿山项目审批周期从3年压缩至6个月，优先项目从20个扩容至50余个
2025.4.15	启动232调查	援引《1962年贸易扩展法》第232条，将关键矿产进口依赖定性为“国家安全威胁”
2025.7.10	国防部入股MP Materials	投资4亿美元获得本土唯一稀土矿企MP Materials 15%股份，签署保底收购协议
2025.10.20	美澳关键矿产与稀土开采及加工供应保障框架协议	美澳政府将在未来6个月内分别投入10亿美元，用于关键矿产的勘探开发和加工生产。
2026.2.2	“金库计划”	启动总额约120亿美元关键矿产战略储备计划，整合100亿
2026.2.4	首届关键矿产部长级会议	正式启动“资源地缘战略参与论坛”（FORGE），标志着关键矿产战略从“多边协调”转向“制度性联盟”

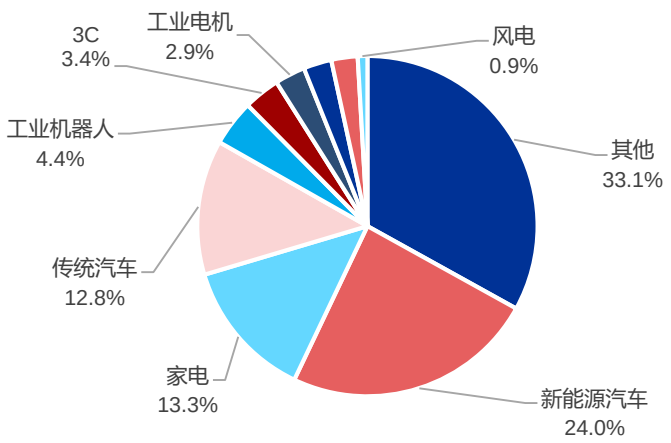
资料来源：美国驻华大使馆和领事馆官网，香港文汇网，四川省商务厅官网，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

稀土：需求持续释放

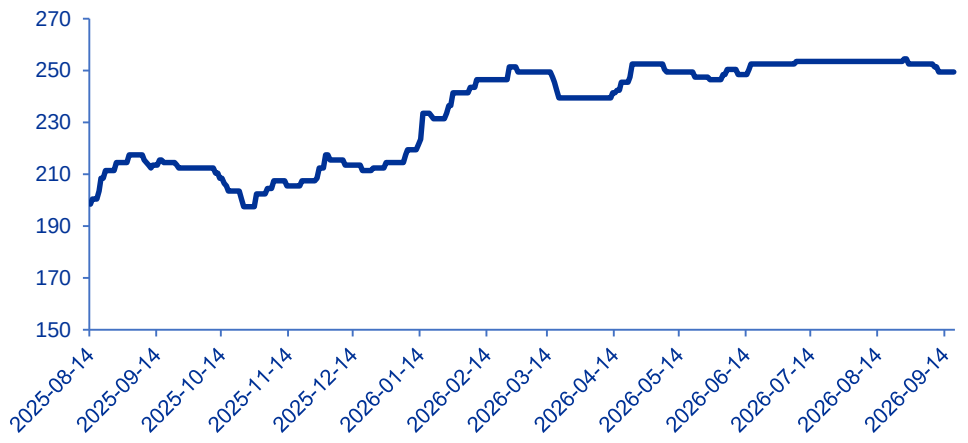
- 以镨钕为代表的轻稀土元素为目前消费量最大的稀土元素，而镨钕主要用于第三代稀土永磁材料钕铁硼（稀土最大的下游需求），钕铁硼广泛应用于变频空调的压缩电机、风电直驱电机、新能源车、汽车EPS转向系统、汽车微电机、3C端的VCM和听筒、工业机器人等诸多领域。根据我们的测算，2025年钕铁硼下游应用需求仍较为分散：新能源汽车、家电和传统汽车的比例较高，分别达到24%、13.3%和12.8%；工业机器人、3C和工业电机的占比分别为4.4%、3.4%和2.9%。
- 截至2026年9月18日，H35烧结钕铁硼毛坯的价格为249.5元/kg，同比去年上涨16.32%。本年度钕铁硼价格震荡走强，与氧化镨钕价格走向表现出较强的正相关性。

2025年全球钕铁硼需求拆分



资料来源：美国地质勘探局（USGS），国家统计局，自然资源部，申万宏源研究

近两年钕铁硼H35价格走势（元/kg）



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

稀土：配额收紧导致供应增量有限

- **根据包钢股份2024年年报，其2025年全年稀土精矿生产计划为39万吨，而其2024年全年共生产稀土精矿37.73万吨，2025年全年预计产量增加3.4%。我们倾向于认为稀土供应端的增量有限。**

2022-2024年稀土开采、冶炼分离总量控制计划表

4家稀土集团	2022年			2023年			2024年			2024年较2023年增减			冶炼分离产品增幅	矿产品增幅
	冶炼分离产品	矿产品（折稀土氧化物，吨）		冶炼分离产品	矿产品（折稀土氧化物，吨）		冶炼分离产品	矿产品（折稀土氧化物，吨）		冶炼分离产品	矿产品（折稀土氧化物，吨）			
		岩矿型稀土（轻）	离子型稀土（以中重为主）		岩矿型稀土（轻）	离子型稀土（以中重为主）		岩矿型稀土（轻）	离子型稀土（以中重为主）		岩矿型稀土（轻）	离子型稀土（以中重为主）		
中国稀土集团有限公司	58499	49200	13010	66049	57200	13010	83999	62200	19150	17950	5000	6140	27.18%	15.87%
中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	128934	141650	0	163234	178650	0	170001	188650	0	6767	10000	0	4.15%	5.60%
厦门钨业股份有限公司	3963	0	3440	3963	0	3440	0	0	0	-3963	0	-3440	-100.00%	-100.00%
广东省稀土产业集团有限公司	10604	0	2700	10604	0	2700	0	0	0	-10604	0	-2700	-100.00%	-100.00%
其中：中国有色金属建设股份有限公司	3610	0	0	3610	0	0	0	0	0	-3610	0	0	-100.00%	0.00%
合计	202000	190850	19150	243850	235850	19150	254000	250850	19150	10150	15000	0	4.16%	5.88%
		210000			255000			270000			15000			

- 近三年国内稀土开采指标分别为210000吨，255000吨，270000吨，增速分别为21.43%和5.88%，配额增速回归合理范围，供需格局持续改善，“北轻中重”格局奠定。
- 2025年指标已经下发至企业暂未公开，根据稀土管理条例，进口矿将纳入指标控制。

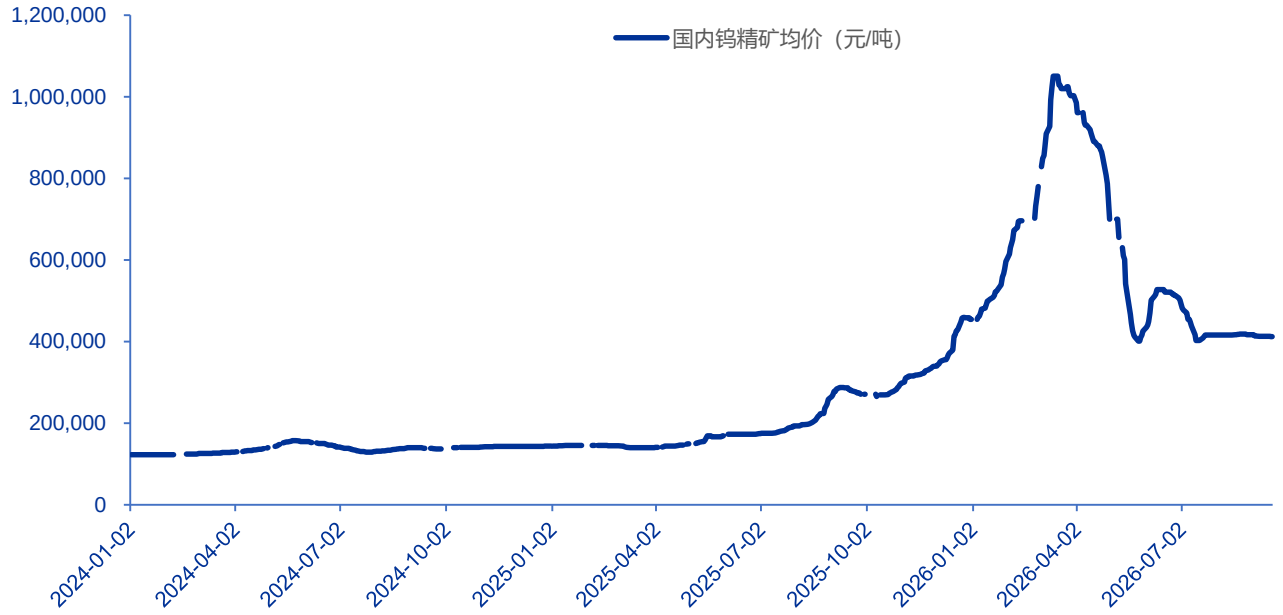
资料来源：自然资源部，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

钨价格：40万元/吨位置持续磨底

- 钨：截至2026年9月18日，国内钨精矿均价为41.18万元/吨，本年度累计涨幅为-9.34%；国内APT均价为58.75万元/吨，本年度累计涨幅为-12.12%，海外APT价格高于国内。
- 2025年下半年，受到国内钨精矿指标配额同比下滑的催化，钨精矿强势走高，并于2026年一季度延续涨幅。进入二季度，随着钨价突破100万元/吨，行业中废钨供应超预期流出，钨价开始下跌。5月底钨价出现一定反弹，并最终在41万元/吨附近寻底企稳，建议关注钨价反弹机会。

2024年至今国内钨精矿价格走势图



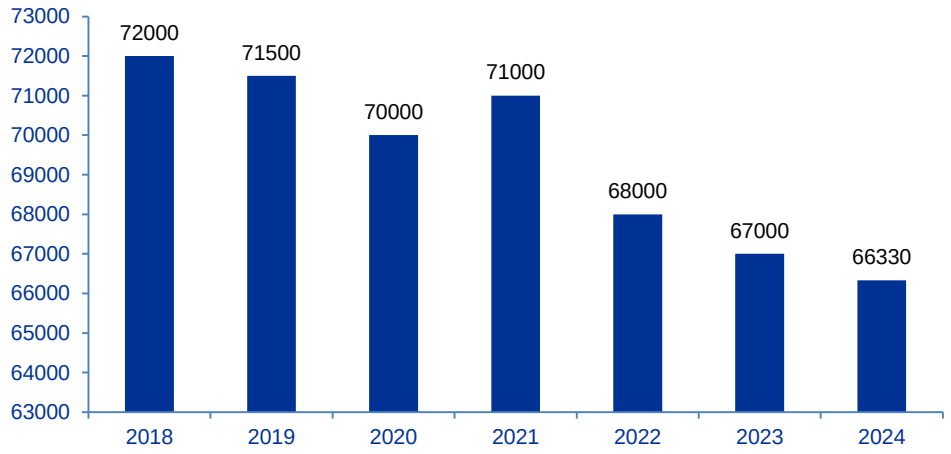
资料来源：ifind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

钨：供给端受三因素制约，增长有限

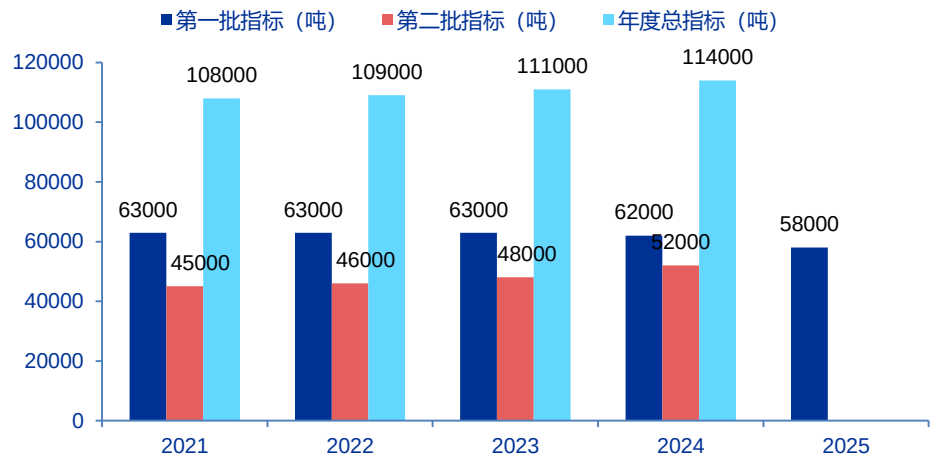
- 近年来我国钨精矿产量呈现下行态势。2018年全国钨精矿产量为7.2万金属吨，2024年全国钨精矿产量仅为6.63万金属吨，同比下降1%。我国钨产量下行主要有三个原因：1、我国钨矿开采持续实行管控与指标配额制，控制采矿权的发放，2024年度第一批钨矿开采总量控制指标为62000吨，相比于2023年减少了1000吨，为2017年以来该指标的首次缩紧。
- 2025年度第一批钨矿（三氧化钨含量65%）开采总量控制指标58000吨，较2024年度第一批指标减少4000吨，降幅6.45%。其中，黑龙江、浙江、安徽、湖北未分配指标，江西、广东、广西、云南、甘肃和新疆分配指标有不同程度下调。这也是该指标的连续第二年缩紧。指标减少是因为部分省区的伴生小型矿山不再下达采矿指标，由矿山企业向省自然资源厅报备钨精矿产量。

2018~2024年我国钨精矿产量震荡下行（金属吨）



资料来源：安泰科，申万宏源研究

2025年第一批钨矿开采指标下降6.45%



资料来源：自然资源部，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

钨：供给端受三因素制约，增长有限

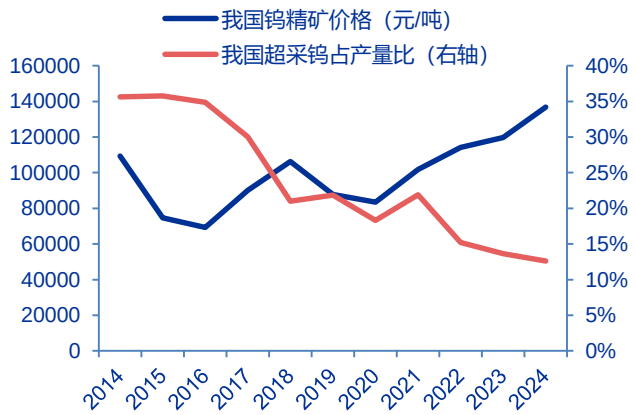
- 我国超采钨产量的下降。钨矿开采总量指标稳中有升，并不是我国钨精矿总体产量震荡下行的主要原因；而我国钨矿超采量则呈现持续下行的态势：2015年，我国超采钨金属量达到峰值2.61万吨，到2024年该数字骤降至0.85万吨，超采量占比同样呈现迅速下降的态势，2015年我国超采钨占产量比重为35.78%，2023年这一数字降至12.63%。
- 我国钨矿开采历经100多年，钨资源品位逐年下降。根据中国钨业协会的数据，全国处理钨原矿品位由2004年的0.42%下降到2017年的0.28%，品位下降导致钨精矿产量自然萎缩。而根据中南大学的数据，我国原矿品位（underground mining）、精矿（beneficiation）、尾矿（tailings）均处于下降态势。

近10年来我国钨矿超采量及超采钨占产量比



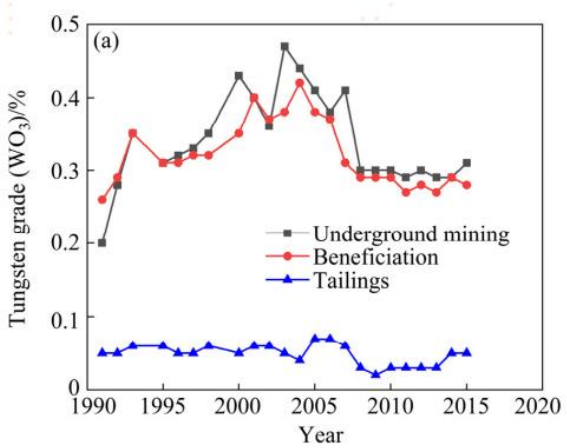
资料来源：自然资源部，安泰科，申万宏源研究

我国钨精矿价格与超采钨占产量比对比图



资料来源：自然资源部，申万宏源研究

我国钨矿石品位正处于下降态势



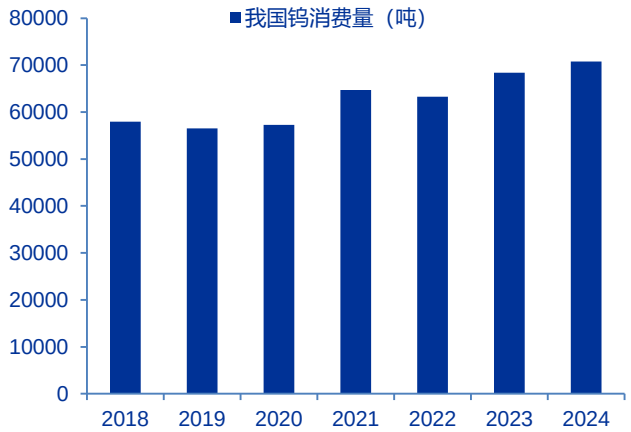
资料来源：中南大学，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

钨：需求稳中有增

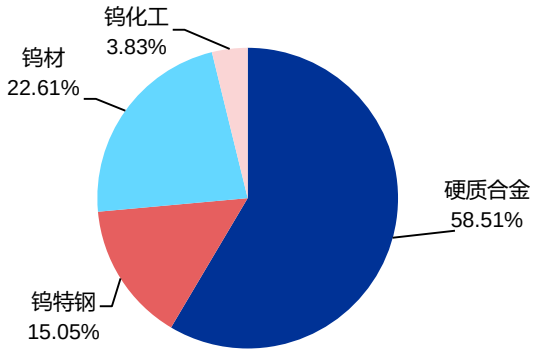
- 国内钨矿消费量近年来处于稳定增长的态势，根据安泰科的披露数据，2018~2024年我国钨消费量稳中有升，从2018年的57969吨钨消费量上升至2024年的70769吨。其中涨幅较大的一年为2021年，同比20年上涨13.06%，上涨主要原因系下游硬质合金用量的近7000吨的涨幅。
- 我国钨下游需求也以硬质合金为主，2024年各领域需求占比分别为硬质合金（58.51%）、钨材（22.61%）、钨特钢（15.05%）、钨化工（3.83%）。从钨的全球终端需求拆分情况看，交通运输、采矿/岩石加工、工业应用为钨最主要的三大最终应用领域，2023年应用占比分别为26%、16%、13%，三者合计比例超过50%。

2018年~2024年我国钨消费量（吨）



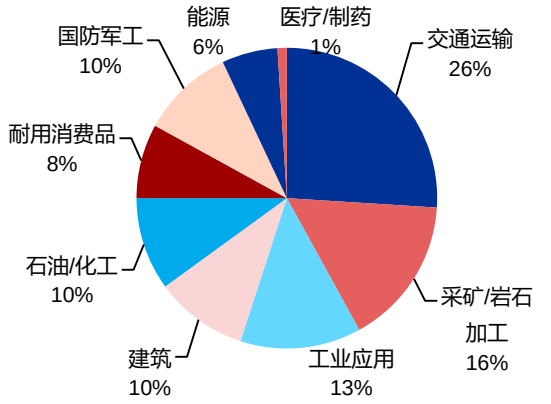
资料来源：安泰科，申万宏源研究

2024年我国钨下游需求结构以硬质合金（59%）为主



资料来源：安泰科，申万宏源研究

2023年全球钨消费量结构



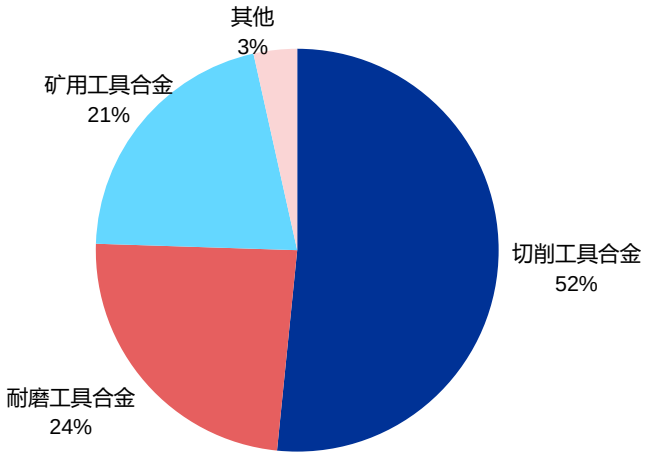
资料来源：中国钨业协会，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

钨：需求稳中有增

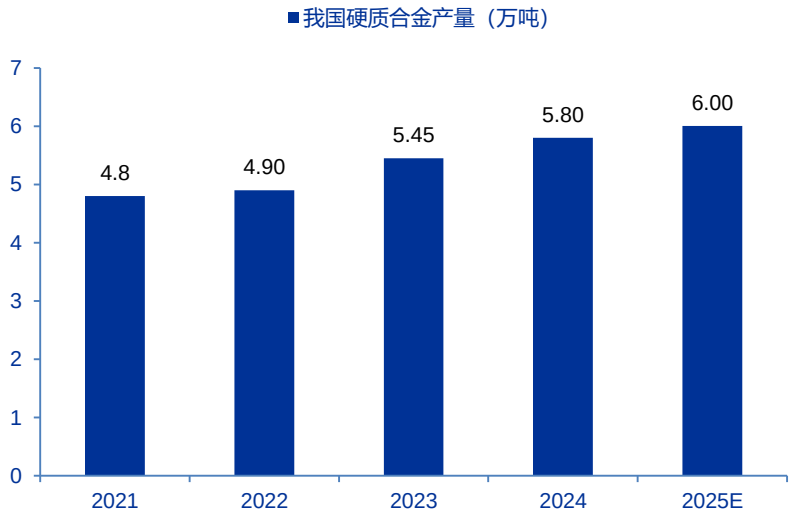
- 切削刀具占硬质合金下游需求的接近一半。2023年硬质合金下游需求结构主要包括切削工具合金（占比51.60%）、耐磨工具合金（占比23.91%）、矿用工具合金（占比21%）、其他（3%）。硬质合金具有高硬度、高强高韧、耐热、耐腐蚀及耐磨等优良性能，因此被广泛用作刀具材料，制作铣刀、车刀等，可用于切削有色金属、玻璃、铸铁、石材、钢材等。
- 硬质合金增长稳健，预计2024~2029年全球硬质合金市场CAGR为3.5%。根据中国钨业协会披露的数据，2024年我国硬质合金产量为5.8万吨，同比增长6.42%。而根据Mordor Intelligence的预测，随着制造业逐步走出疫情影响，迎来复苏，全球硬质合金市场规模预计将稳步增长，2024~2029年CAGR为3.5%。我们假设国内硬质合金产量增速与全球增速保持一致，则预计2025年我国硬质合金产量将达到6万吨。

2023年我国硬质合金下游细分领域占比（需求量口径）



资料来源：中国钨业协会，申万宏源研究

2021~2025年我国硬质合金需求量增长



资料来源：中国钨业协会，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

锡：锡价中枢上行

- 截至2026年9月28日，根据ifind数据，现货锡价为41.19万元/吨，本年度累计涨幅高达23.79%。
- 2023年8月1日，缅甸佤邦所有矿山及选厂全部停产。锡行业供应端严重收缩，2024年以来，锡价进入上行周期。2024年现货锡年均价为24.83万元/吨，2025年现货锡年均价为27.40万元/吨，2026年目前现货锡年均价为40.33万元/吨。

2024年至今现货锡价走势图



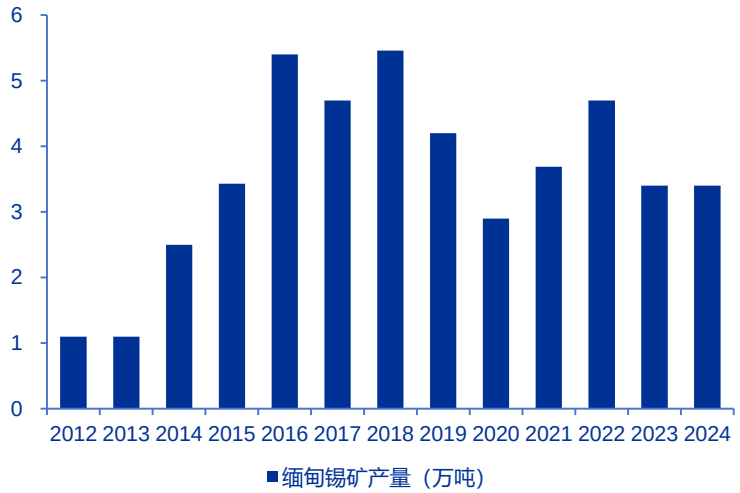
资料来源：ifind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

锡供应：三大矿主产区扰动频繁

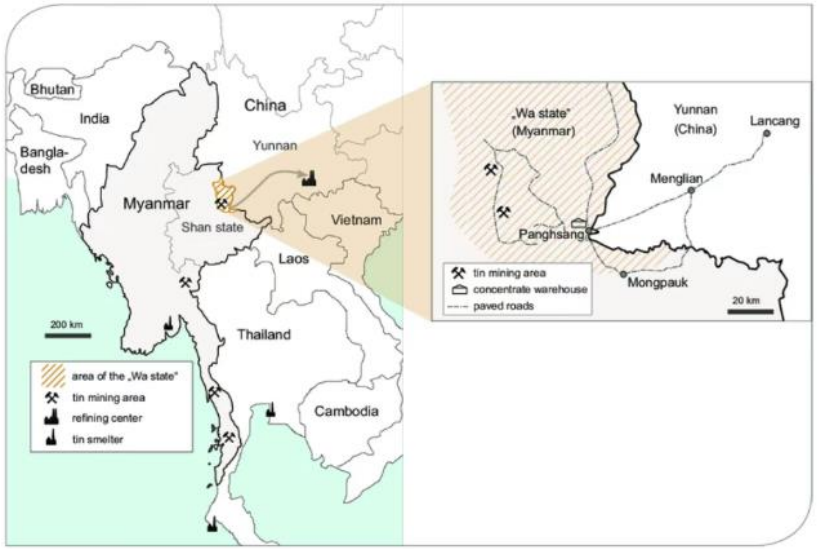
- 2023年8月，缅甸佤邦宣布停止锡矿开采。2025年7月15日，缅甸相关部门已审批通过发放采矿证，第一批申请复产的公司实施筹备开采。第一批涉及矿洞40-50个，后续还将有第二批申请复产公司，总体看缅甸锡矿生产区将分批、有序实施复产。
- 2026年一季度佤邦矿区忙于地震后的抽水排水，实际采矿作业基本停滞，致使复产率远不及预期。2026年4月7日，佤邦邦康的一家炸药厂发生特大爆炸。

缅甸近年来锡矿产量



资料来源：USGS，申万宏源研究

缅甸佤邦曼相锡矿区



资料来源：微信公众号《紫金资产》，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

锡供应：三大矿主产区扰动频繁

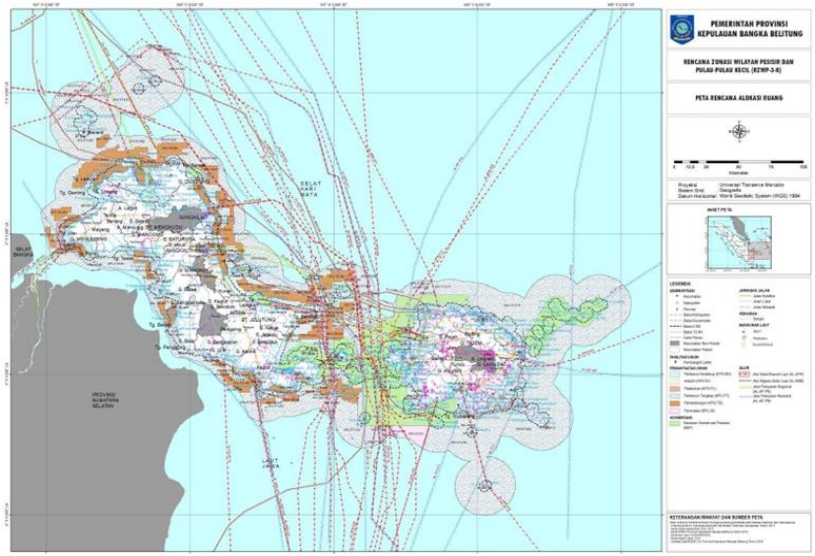
- 2025年9月，印尼总统宣布，关闭邦加-勿里洞地区1000个非法锡矿的走私通道。当前，印尼正酝酿效仿镍矿政策，计划在6月官宣10%—20%的锡出口暴利税，同时持续收紧出口配额、严打非法开采。2026年1月，印尼锡出口商协会主席也公开表示，2026年印尼锡生产配额仅6万吨，远低于市场7万—8万吨的预期，供应增量严重不及预期。
- 其他产区锡产量也不及预期。刚果（金）Bisie 矿山因武装冲突于2025年3月停产，该矿山占全球6%的供应缺口全年未得到弥补。此外，尼日利亚加强非法开采打击，澳大利亚新增产能释放不及预期，进一步加剧全球供应紧张。国内方面，云南、江西等主产区冶炼厂受原料紧缺制约，开工率仅62.32%，精炼锡产出持续偏紧。

印尼近年来锡矿产量



资料来源：USGS，申万宏源研究

邦加岛和勿里洞岛的海洋空间规划



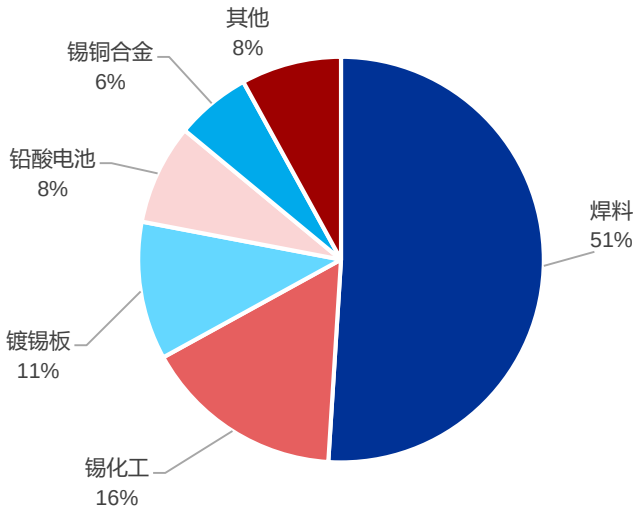
资料来源：亚洲地理研究中心，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

锡需求：半导体与AI贡献主要增量

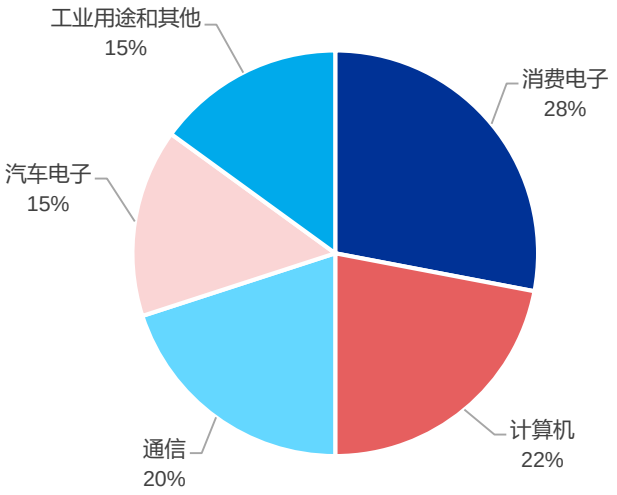
- 根据国际锡业协会（ITA）2023年数据，全球精锡消费量达到35.71万吨，同比减少3.9%，其中锡焊料占比51%、锡化工占比16%、镀锡板（马口铁）占比11%、铅酸电池8%、锡铜合金6%。
- 根据ITA数据，以锡焊料2021年消费结构来看，28%应用于消费电子，22%应用于计算机，20%应用于通信，15%应用于汽车电子，15%应用于工业及其他用途。
- AI的快速发展正成为拉动锡需求增长的重要新引擎。AI技术驱动算力需求的高速增长，直接推高了AI服务器、数据中心等硬件投资。这些设备的核心是半导体芯片，而锡基焊料是芯片封装和电路板组装中不可或缺的关键材料。

2023年全球锡需求结构



资料来源：ITA，申万宏源研究

2021年全球锡焊料下游消费结构



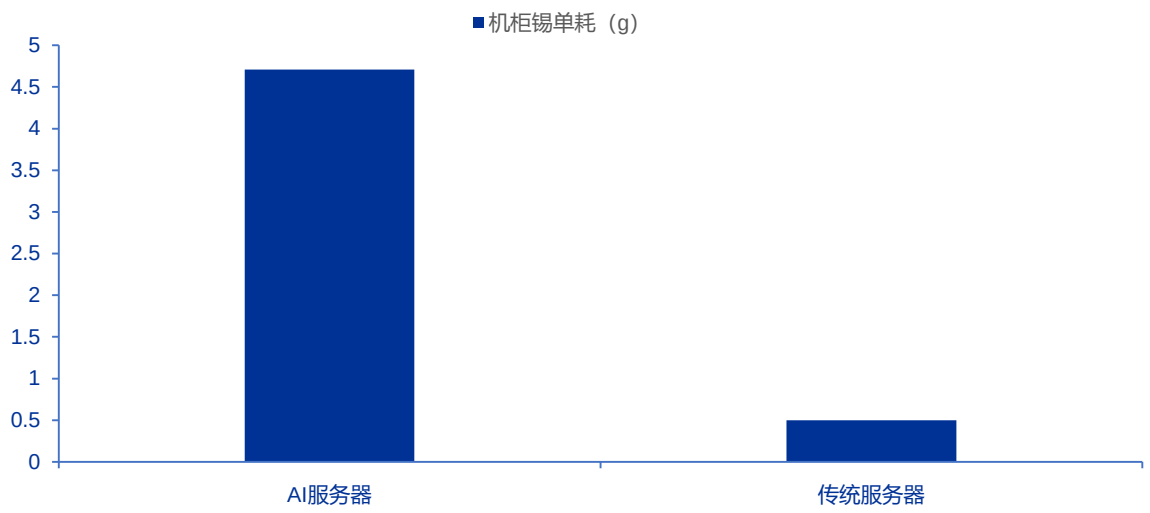
资料来源：ITA，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

锡需求：半导体与AI贡献主要增量

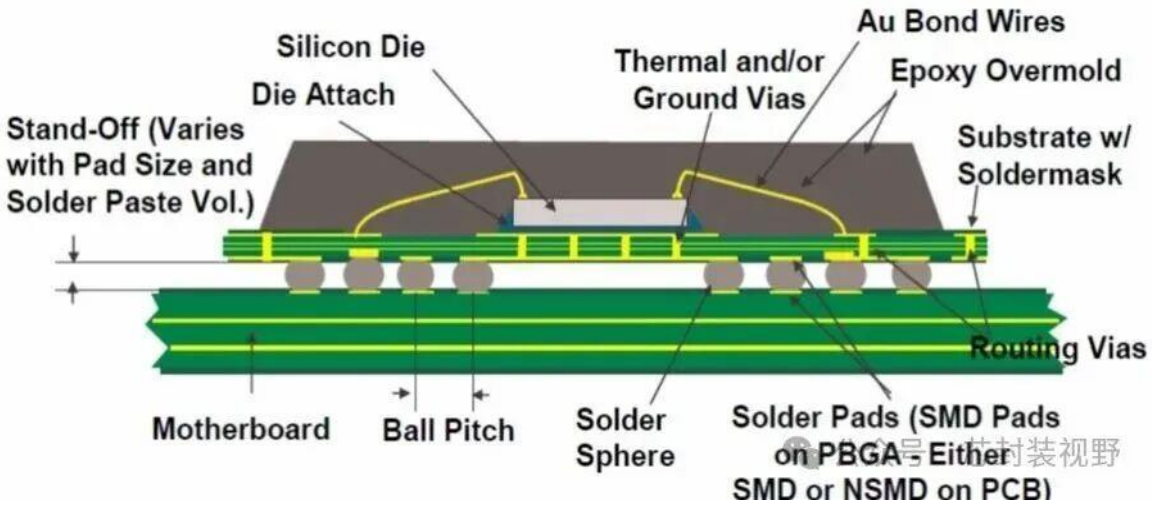
- AI的快速发展正成为拉动锡需求增长的重要新引擎。AI技术驱动算力需求的高速增长，直接推高了AI服务器、数据中心等硬件投资。这些设备的核心是半导体芯片，而锡基焊料是芯片封装和电路板组装中不可或缺的关键材料。
- 全球AI资本投入激增带动需求增长，高端机型单机耗锡量达4.71公斤，远高于传统服务器的0.5公斤左右，主要源于先进封装技术渗透提升单位算力锡耗。

传统服务器与AI服务器锡单耗对比



资料来源：期货日报，申万宏源研究

BGA锡球封装形式



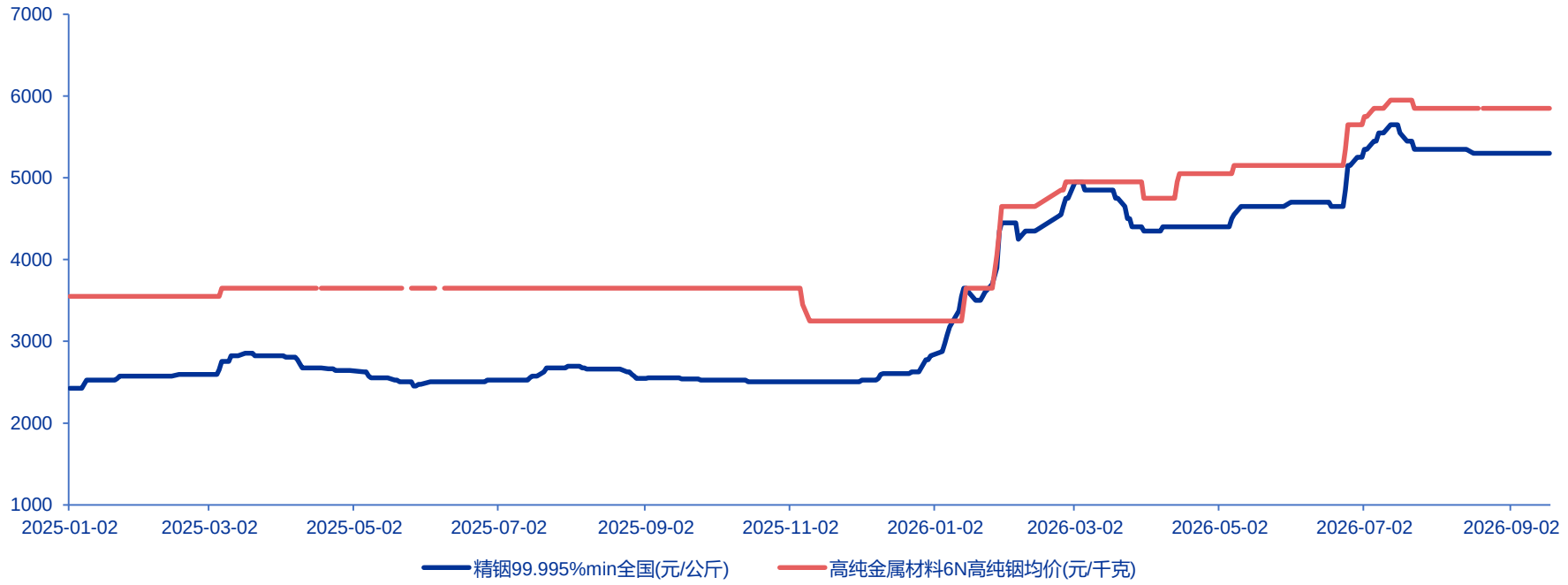
资料来源：芯封装视野，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

铟：战略金属之一，磷化铟需求向上传

- 2026年以来铟价进入加速上涨通道，从年初约2800元/千克起步，1月涨至4450元/千克，2月突破4900元/千克，创下近十年新高，小幅回落后再次上涨。截至2026年9月18日，精铟价格为5300元/kg，年内涨幅高达62%。
- 我们认为后续随着磷化铟衬底需求的向上传导，铟价有望继续上行。

国内铟价格走势图



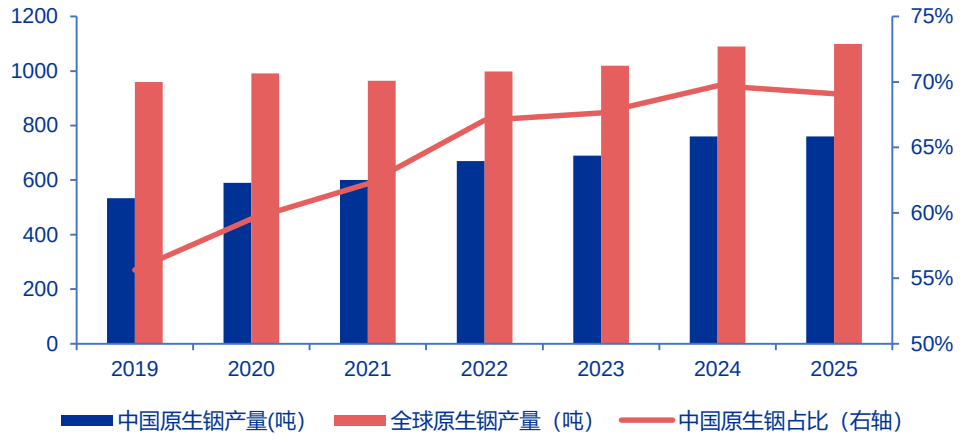
资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

铟供应：原生铟受限，重点关注再生铟增长

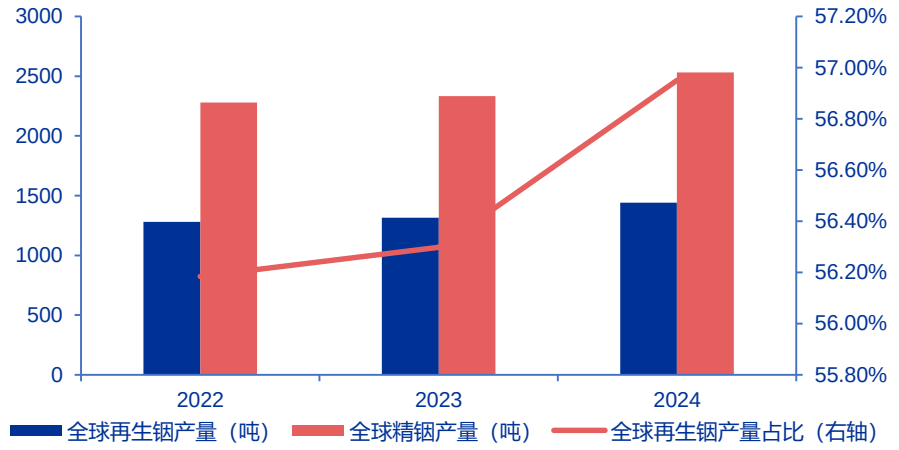
- 铟供应方面，包含原生铟以及再生铟两方面为主。原生铟多为伴生资源，全球铟资源大多依附于锌矿，中国锌矿储量丰富，云南、广西、湖南等锌冶炼产业集中区域，成为原生铟的核心供应地；再生铟来源日益重要，随着环保政策趋严和原生铟供应紧张，废ITO靶材、液晶面板拆解废料、含铟废液等二次资源成为关键补充。
- 近年来，全球原生铟产量缓慢上行，中国是全球最大的生产国，2025年预计将占据全球69%的产量份额。根据USGS公布的数据显示，2025年全球原生铟产量将达到1100吨，中国原生铟产量为760吨。再生铟的合理利用是提高资源配置效率、增加有效供给的重要途径。终端报废产品中的铟含量远高于矿物中的含量，也是再生铟的重要回收来源。2022-2024年，全球精铟产量分别为2280吨、2334吨和2532吨，据此计算，2022-2024年全球再生铟产量分别为1281/1314/1442吨，占比达到56%/56%/57%。再生铟为后续铟供应的主要增长来源。

2019~2025年全球及我国原生铟产量情况



资料来源：USGS，申万宏源研究

2022~2024年全球再生铟以及精铟产量情况



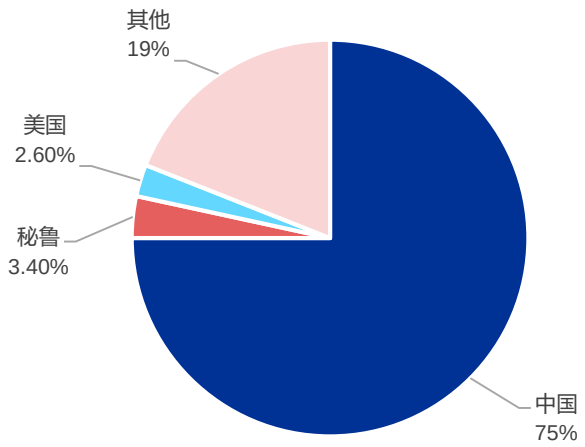
资料来源：USGS，华经产业研究院，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

铟供应：原生铟受限，重点关注再生铟增长

- 铟资源储量方面，由于铟在自然界中没有独立的富矿，极度稀缺，总是伴生在铅、锌、锡等矿中。作为全球最大的锌生产国，中国因此拥有了无可比拟的资源优势。中国已查明的铟储量大约2万吨，占全球可开采储量的75%，在全球排名第一；其余主要铟资源储量国家包括秘鲁（3.4%）、美国（2.6%）。
- 铟的主要生产企业来自中国和韩国，包括锡业股份、株冶集团、锌业股份、ST京蓝、韩国锌业等，由于铟普遍以伴生品形式生产，企业的产能与产量规模较小。

我国铟资源储量占比全球第一



资料来源：美国地质调查局（USGS）、Benchmark Mineral Intelligence、WNA、上海有色网、稀土在线公众号等，申万宏源研究

全球主要铟生产企业

企业	产能/产量（吨）	公司简介
锡业股份	105	生产基地都龙矿区拥有全球第一的铟资源储量，是全国最大的原生铟生产基地。
株冶集团	60	株冶集团主要生产锌及其合金，综合回收银、铟等稀贵金属和硫酸
锌业股份	6	铟是锌业股份综合回收产品，产量取决于原料矿的带入量
京蓝科技	128	云南业胜环境资源科技有限公司地处云南省楚雄州牟定县，主要产品为精铟，并副产锗等金属。
韩国锌业	90-100	韩国重要的有色金属冶炼企业，全球最大的铟生产商之一

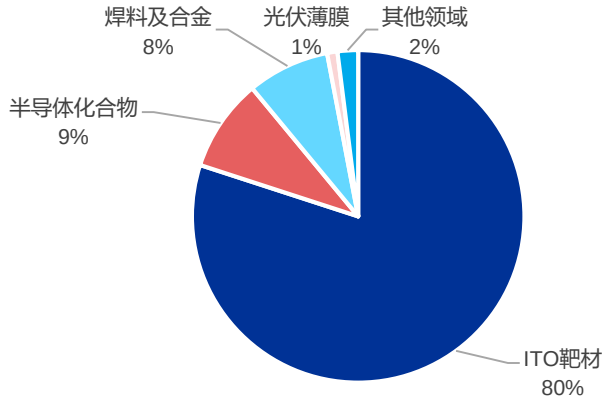
资料来源：各公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

铟需求：稳步上行，磷化铟打开空间

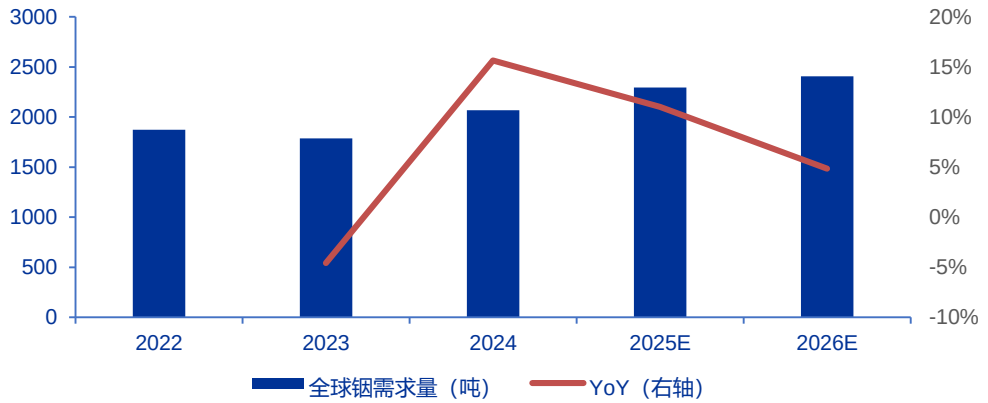
- 铟属于稀散金属，因其具有可塑性、延展性、光渗透性和导电性等特点，而以化合物、合金的形式被广泛应用。2023年，铟的主要应用领域是平板显示领域， 包括ITO靶材及新兴的铟镓锌氧化物（IGZO）靶材，占全球铟消费量的80%； 其次是半导体领域、焊料和合金领域、太阳能发电领域等。生产ITO靶材对于铟的纯度要求一般在4N5及以上，生产化合物半导体材料对于铟的纯度要求则更高，一般在6N及以上。
- 现阶段全球铟需求量大约为2,000吨/年不到，供需关系整体平衡。由于ITO靶材提供商主要系以三井金属、KV Materials Co., Ltd.、ANP等为主的日韩企业，全球铟消费地亦以日韩为主。随着ITO靶材国产化率逐年提升，以及铟在光伏异质结电池及化合物半导体等新兴领域的扩大应用，全球铟的消费结构正在发生深刻变化，未来我国乃至全球铟的需求预期仍有稳定支撑。2022年全球精铟消费量约为1,874吨，2024年全球精铟消费量为2,068吨，后续磷化铟衬底将进一步打开需求空间。

2023年铟产品下游需求拆分



资料来源：韦伯咨询，申万宏源研究

2022~2026年全球铟需求量（吨）



资料来源：普华有策，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

铟需求：稳步上行，磷化铟打开空间

- 根据ALFA Chemistry所披露的磷化铟晶圆产品规格数据，其4英寸晶圆的产品厚度基本在600±25μm，其半径即为4英寸，我们假设其厚度为625μm，那么我们根据公式体积=厚度*底面积，可以求得一片4英寸磷化铟晶圆的体积大约为5.06cm³。
- 根据上海瑞楚生物官网所示数据，磷化铟的体积为4.787g/cm³，因此一片4英寸磷化铟晶圆片的质量大约为24.24g。其中磷的相对原子质量大约为30.974，铟的相对原子质量大约为114.82，因此铟质量占比大约为78.75%，一片4英寸磷化铟晶圆片在不计算损耗以及良率的假设条件下共消耗铟金属大约19.09g。
- 根据铟杰半导体披露的数据，InP激光器（如EML/CW）的制造良率通常低于70%，在高端高速应用中，有效良率甚至降至30%-50%。每一颗合格的光芯片，背后都是巨大的材料损耗。我们对高速应用环节的良率选择中间值40%，那么一片4英寸磷化铟晶圆对铟金属的实际消耗为47.725g。
- 参考前文的数据，2027年磷化铟晶圆全球销量预计将达到341.51万片，预计消耗铟金属共162.99吨，预计拉动铟金属需求6.77%。

一片4英寸磷化铟晶圆对铟金属的需求测算

规格	参数
晶圆半径（英寸）	4
厚度（μm）	625
体积（cm3）	5.06
InP密度（g/cm3）	4.787
InP质量（g）	24.24
铟相对原子质量	114.82
磷相对原子质量	30.97
单晶片铟消耗量（g）	19.09

资料来源：ALFA Chemistry，上海瑞楚生物官网，申万宏源研究

磷化铟领域对铟需求拉动测算

项目	数据
单晶圆铟金属理论单耗（g）	19.09
良率	40%
单晶圆铟金属实际单耗（g）	47.725
2027年预计全球磷化铟晶圆销量（万片）	341.51
2027年预计全球磷化铟领域铟金属需求量（吨）	162.99
2026年预计铟金属全球需求（吨）	2407
需求拉动比例	6.77%

资料来源：ALFA Chemistry，上海瑞楚生物官网，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

有色金属行业重点公司估值表

代码	名称	股价（元/股）	EPS（元）			PE					PB
		2026/9/30	2024A	2025A	2026E	2027E	2024A	2025A	2026E	2027E	(LF)
601899.SH	紫金矿业	29.79	1.21	1.95	3.11	3.67	25	15	10	8	4.1
603993.SH	洛阳钼业	16.88	0.63	0.95	1.52	1.71	27	18	11	10	4.1
600547.SH	山东黄金	27.30	0.64	1.03	1.96	2.52	43	27	14	11	3.9
000975.SZ	山金国际	22.76	0.78	1.07	1.84	2.57	29	21	12	9	4.0
600988.SH	赤峰黄金	39.56	0.93	1.62	2.50	3.08	43	24	16	13	5.2
600961.SH	株冶集团	22.56	0.73	1.05	2.68	2.94	31	22	8	8	4.1
600489.SH	中金黄金	21.90	0.70	1.02	1.90	2.29	31	22	12	10	3.5
002155.SZ	湖南黄金	23.20	0.54	0.95	1.34	1.50	43	24	17	15	4.2
000603.SZ	盛达资源	30.90	0.57	0.77	1.75	2.36	55	40	18	13	5.7
603979.SH	金诚信	72.28	2.54	3.75	5.40	6.41	28	19	13	11	3.8
601168.SH	西部矿业	35.35	1.23	1.53	3.16	3.60	29	23	11	10	3.8
000630.SZ	铜陵有色	5.78	0.21	0.18	0.44	0.59	28	32	13	10	2.0
002203.SZ	海亮股份	17.32	0.31	0.41	0.82	1.22	56	42	21	14	2.4
601600.SH	中国铝业	8.93	0.72	0.74	1.33	1.36	12	12	7	7	1.9
000807.SZ	云铝股份	26.20	1.27	1.75	4.13	4.43	21	15	6	6	2.4
002532.SZ	天山铝业	12.18	0.96	1.04	1.93	2.04	13	12	6	6	1.8
000933.SZ	神火股份	26.22	1.91	1.78	4.01	4.03	14	15	7	7	2.1
600595.SH	中孚实业	5.95	0.18	0.40	0.95	0.95	34	15	6	6	1.3
600219.SH	南山铝业	4.71	0.42	0.41	0.46	0.56	11	11	10	8	1.1
600888.SH	新疆众和	9.78	0.77	0.43	-	-	13	23	-	-	1.2
601702.SH	华峰铝业	14.88	1.22	1.20	1.44	1.71	12	12	10	9	2.2
000960.SZ	锡业股份	30.46	0.88	1.19	2.30	2.55	35	25	13	12	2.3
603799.SH	华友钴业	35.00	2.19	3.23	4.24	5.52	16	11	8	6	1.3
301219.SZ	腾远钴业	39.75	1.79	2.90	4.92	5.25	22	14	8	8	1.5
002738.SZ	中矿资源	42.50	1.04	0.63	3.80	5.58	41	68	11	8	2.2
002756.SZ	永兴材料	38.99	1.94	1.23	3.83	4.53	20	32	10	9	1.6
001203.SZ	大中矿业	22.28	0.49	0.48	0.93	1.92	45	46	24	12	5.0
002240.SZ	盛新锂能	25.01	-0.68	-0.97	2.34	2.76	-	-	11	9	2.0
002460.SZ	赣锋锂业	43.43	-0.99	0.77	3.42	4.11	-	56	13	11	1.9
002182.SZ	宝武镁业	11.00	0.16	-0.02	0.11	0.34	68	-	97	33	2.1
300811.SZ	铂科新材	78.55	0.92	1.03	1.46	1.95	85	77	54	40	9.9
601137.SH	博威合金	18.91	1.47	0.14	0.90	1.28	13	139	21	15	1.8
.SZ	金力永磁	.	.	.	.	.					.
000923.SZ	河钢资源	15.73	0.87	0.87	0.10	1.21	18	18	156	13	1.1

资料来源：Wind，申万宏源研究（盈利预测均为Wind一致预期）

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **宏观经济低于预期：宏观经济影响有色金属需求，若宏观经济不及预期、需求下滑，对金属价格造成不利影响。**
- **供应瓶颈缓解：若供给端新增产能建设及投产速度超预期，对金属价格造成不利影响。**
- **AI及储能等需求不及预期：能源金属及能源材料为AI及储能上游，若下游需求低于预期，对金属价格造成不利影响。**

下载日志日记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight) ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深300指数（A股）、恒生中国企业指数（H股）、纳斯达克指数（美股）

下载日志日记录，仅供内部参考

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

下载日志自记录，仅供内部参考

有信仰 敢担当
守正创新 追求卓越

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

郭中伟
guozw@swsresearch.com

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号