仅供内部参考，请勿外传！

蓄势待风起，价值终有归

有色金属行业 2026 年四季度策略报告

前期宏观波动检验了部分金属品种的价格韧性，行业呈现供需基本面与金融定价阶段性背离：供给弹性不足、库存相对低位及企业盈利兑现形成现实支撑，宏观不确定性与风险偏好回落则压制权益估值。前期调整已释放部分风险，具备盈利持续性与合理估值的龙头配置价值逐步显现。展望四季度，以盈利韧性把握配置确定性，以宏观改善捕捉修复弹性。若宏观压制缓解与基本面形成共振，板块有望迎来盈利预期上修与估值修复。配置上优先关注金、铜，其次关注钽、钨等品种，重点筛选成本优势突出、资源储备优质、产量增长明确且股东回报稳定的企业。

- **2026Q1-Q3 回顾：**截至 2026 年 9 月 30 日，有色金属板块年内下跌 10.7%，位列一级行业第 17 位。受市场风格切换、前期涨幅消化等因素影响，板块有所调整，内部分化凸显，小金属实现上涨，其余细分板块出现不同程度回撤。多数资源股回调更多体现估值层面调整，并非基本面走弱；2026 年多数金属均价高于去年，商品价格逐步向业绩传导，有望为板块估值修复提供支撑。
- **黄金：**短期受美联储紧缩预期反复影响，金价阶段性承压，但全球央行持续购金、美元信用弱化以及避险需求仍构成长期支撑。若后续美联储紧缩节奏放缓，黄金价格有望阶段性企稳回升，A/H 黄金股估值回落后具备修复空间。
- **白银：**供需缺口延续，静待流动性改善催化。本轮白银需求受光伏、电子及实物投资共同支撑，全球库存仍处低位，若美联储紧缩节奏放缓，白银金融属性与工业属性有望形成共振，银价将有所企稳。
- **铜：**正在被地缘政治重新定价。全球铜矿新增供给持续低于预期，TC 跌破-200 美元/吨，硫酸跌价，Q3 冶炼减产压力扩大。近期海外罢工等供应扰动增加，铜矿和精铜供应收紧预期进一步增强。需求端 AI 带动的电力设备出口维持增长，传统板块普遍承压，但矿端紧缺为铜价提供坚实底部。Q4 供需基本面强势，铜价主要变量在于宏观和美国 232 关税政策走向，关注调整买入机会。
- **钨：**供给硬约束叠加战略溢价，Q4 价格有望止跌反弹。Q3 旺季不旺，钨价超预期回调，主因下游硬质合金订单阶段性走弱与光伏钨丝渗透节奏放缓，叠加贸易商主动去库；但矿端硬约束未变，1-8 月国内钨矿产量同比下滑 3%，海外钨价溢价扩大，给出口和国内钨价提供支撑。Q4 进入硬质合金传统旺季，叠加钨价超跌后下游补库需求释放，预计 Q4 钨价有望触底反弹。产业链定价逻辑已从单纯的工业属性转向资源稀缺叠加战略安全的双重驱动。中国强化产业链后端，从资源主导转向资源+高端制造中国全面优势的格局，全产业链布局的公司受益。
- **钽：**战略资源供给刚性凸显，新兴需求持续释放。刚果（金）Rubaya 矿区年内两次塌方，全球供给受损。国内自给率不足 5%，高度依赖进口。AI 算力拉动钽电容与靶材需求，消费增速远超矿产增速，供需错配驱动钽价上涨。预计四季度钽价延续三季度上涨趋势。

风险提示：原材料和主产品价格大幅波动风险、技术迭代风险、需求下滑风险、二级市场波动风险。

推荐（维持）

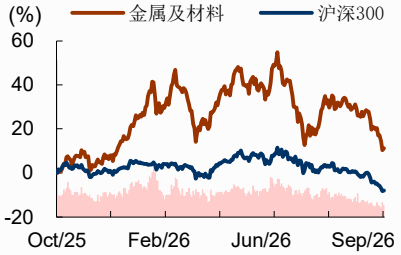
周期/金属及材料

行业规模

		占比%
股票家数（只）	237	4.5
总市值（十亿元）	6051.9	5.8
流通市值（十亿元）	5331.1	5.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11.4	-14.9	6.4
相对表现	-4.5	-2.9	16.1



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《有色行业点评报告—美国财政信用压力持续累积，黄金上涨逻辑强化》2026-08-24

2、《从反弹到反转，关注金铜主线及科技金属——有色金属板块点评》2026-08-11

3、《金属行业周报—霍尔木兹海峡若解封买什么》2026-06-15

刘伟洁 S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn
钟俊轩 研究助理
zhongjunxuan@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

一、 板块阶段性调整，商品景气度夯实盈利基础 6

1、板块整体有所调整，小金属表现相对占优 6

2、商品价格中枢显著抬升，资源端盈利支撑仍强 7

3、行业 PE 处于历史较低分位，调整后性价比提升 8

4、库存边际去化，品种间结构分化延续 9

二、 黄金：受货币政策预期影响阶段性承压，中期配置价值稳固 12

1、上半年国际金价受货币政策预期影响阶段性回调 12

2、央行购金需求稳固，ETF 持仓彰显黄金配置韧性 13

3、关注油价及联储货币政策预期对于金价的影响 14

4、A/H 黄金股估值中枢回落，配置价值凸显 15

三、白银：供需缺口延续，静待降息预期驱动 16

1、供需结构：连续第六年出现供不应求格局 16

2、库存水平依旧偏低，供需结构支撑银价 17

四、铜：正在被地缘政治重新定价 18

1、矿端供给持续收紧，冶炼端承压运行 18

2、关税扰动仍存，低库存与供给约束支撑铜价高位运行 20

五、钨：战略金属价值重估 23

六、钽：矿端供给刚性中断，AI 需求打开弹性空间 25

七、风险提示 27

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图 1：2026 年各行业涨跌幅（截至 2026.9.30）.....6
图 2：2026 年有色二级行业分歧明显（截至 2026.9.30）.....6
图 3：有色主要三级行业涨跌幅（截至 2026.9.30）.....6
图 4：有色金属指数变化趋势.....6
图 5：有色金属行业历史市盈率.....8
图 6：有色金属行业历史市净率.....8
图 7：有色二级分类市盈率.....8
图 8：有色二级分类市净率.....8
图 9：龙头企业市盈率.....9
图 10：龙头企业 EV/EBITDA.....9
图 11：铜业公司股价表现及 LME 铜价（美元/吨,右轴）.....9
图 12：铜业公司 PB 表现及 LME 铜价（美元/吨,右轴）.....9
图 13：主要交易所铜库存（吨）.....9
图 14：国内铜社会库存（吨）.....9
图 15：主要交易所铝库存（吨）.....10
图 16：铝锭社会库存（吨）.....10
图 17：主要交易所锡库存（吨）.....10
图 18：主要交易所镍库存（吨）.....10
图 19：主要交易所铅库存（吨）.....10
图 20：主要交易所锌库存（吨）.....10
图 21：WTI 原油期货价格:ICE.....11
图 22：美国 CPI 同比及能源 CPI 同比（右轴：%）.....11
图 23：凯文沃什提名节点对应有色板块区间高点.....11
图 24：国际金价受美联储货币政策预期影响显著.....12
图 25：全球央行黄金储备月度变动值（吨）.....13
图 26：央行累计购金量（吨）.....13
图 27：中国央行月度购金量（吨）.....13
图 28：中国央行年度累计购金量（吨）.....13
图 29：SPDR 黄金 ETF 持仓量与 COMEX 黄金价格（右轴：美元/盎司）.....14
图 30：COMEX 黄金价格与 WTI 原油价格.....15

仅供内部参考，请勿外传！

图 31：美联储利率路径预期.....15
图 32：全球矿产银产量及同比增速（%）.....16
图 33：全球再生银供应及同比增速（%）.....16
图 34：光伏用银需求（吨）及同比（%）.....16
图 35：净实物投资需求（吨）及同比（%）.....16
图 36：珠宝首饰需求（吨）及同比（%）.....17
图 37：白银年度供需平衡（不考虑 ETP:吨）.....17
图 38：上期所白银库存（吨）.....17
图 39：上海金交所白银库存（吨）.....17
图 40：COMEX 白银库存（吨）.....18
图 41：伦敦 LBMA 白银库存（吨）.....18
图 42：进口铜精矿指数（截至 2026.9.30，美元/干吨）.....18
图 43：硫酸现货价（截至 2026.10.7，元/吨）.....18
图 44 全球铜矿产量（万吨）.....20
图 45 国内电解铜产量.....20
图 46：美国精炼铜进口量及同比（截至 2026.10.8，吨）.....20
图 47：COMEX-LME 价差（美元/吨）.....20
图 48：全球 LME、SHFE 和中国保税库铜库存（吨）.....21
图 49：COMEX 铜库存（吨）.....21
图 50：国家电网投资完成额及增速（截止 2026 年 8 月）.....22
图 51：我国铜材出口量及增速(截至 2026 年 8 月）.....22
图 52：全球光风新能源 AI 铜消费总量（千吨）.....22
图 53：全球新兴领域与传统行业铜消费总量（千吨）.....22
图 54：江西铜业历史 PE（TTM，截至 2026.10.8）.....23
图 55：紫金矿业历史 PE（TTM，截至 2026.10.8）.....23
图 56：钨矿和废钨价差（万元/标吨）.....24
图 57：国内外 APT 价差（万元/吨）.....24
图 58：全球钽矿产量（吨）.....25
图 59：全球钽矿石价格走势（美元/磅，截至 2026.9.30）.....25
图 60：中国钽矿进出口数量（吨）.....25
图 61：中国钽矿进出口金额（万元）.....25

仅供内部参考，请勿外传！

表 1：有色金属商品价格及同比变化（截至 9 月 30 日：%）.....7
表 2：黄金公司估值对比表（数据截至到 2026.9.30）.....15
表 3：白银公司估值对比表（数据截至 2026.9.30）.....18
表 4：海外重点铜矿项目动态汇总.....19
表 5：2026 年美国铜产品进出口量（万吨）.....20
表 6：铜资源主要上市公司对比（数据截至到 2026.10.8）.....23
表 7：主要下游上半年增速.....24
表 8：钨产业链主要上市公司对比表.....24
表 9：钽资源主要上市公司对比（数据截至到 2026.10.8）.....26

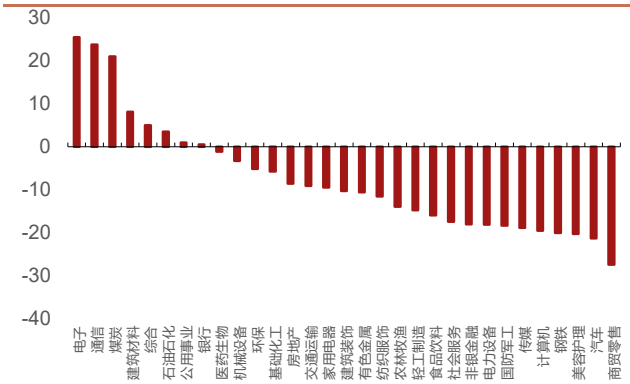
仅供内部参考，请勿外传！

一、板块阶段性调整，商品景气度夯实盈利基础

1、板块整体有所调整，小金属表现相对占优

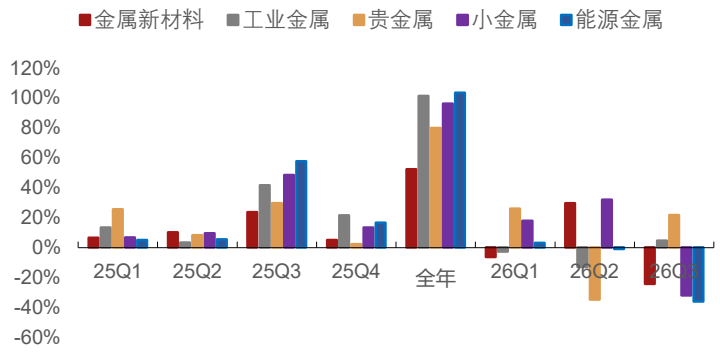
截至 2026 年 9 月 30 日，有色金属行业年内下跌 10.7%，在一级行业中排名第 17 位。年初以来，市场风格明显向电子、通信等科技成长板块集中，有色金属板块在前期涨幅较大、部分金属价格由高位回落以及资金风格切换的影响下有所调整。从行业排名看，有色板块仍处于全市场中游位置。

图 1：2026 年各行业涨跌幅（截至 2026.9.30）



资料来源：WIND、招商证券

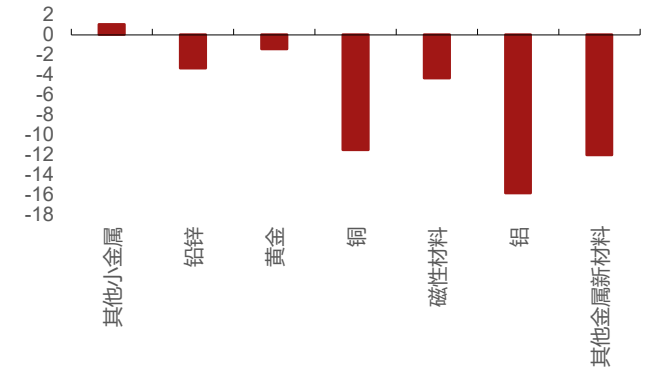
图 2：2026 年有色二级行业分歧明显（截至 2026.9.30）



资料来源：WIND、招商证券

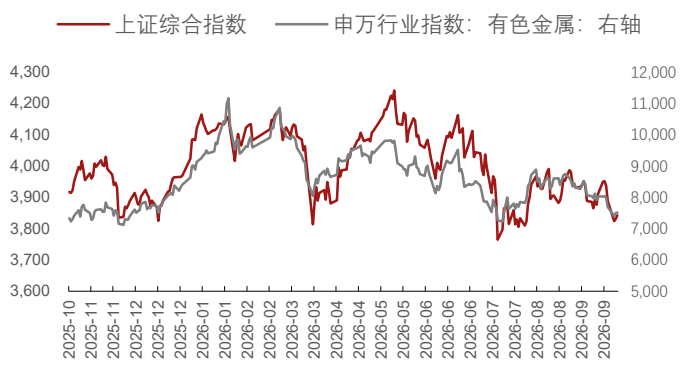
板块内部表现分化明显。1 月有色板块普涨，之后宏观属性较强的贵金属和工业金属持续大跌。小金属和新材料在科技板块的带动下强势上涨。7 月科技板块调整，小金属和新材料受拖累，工业金属和贵金属在宏观修复和估值修复的推动下强势反弹。总体来看，贵金属年内上涨 2.3%，是有色金属二级行业中唯一实现上涨的板块，反映避险需求和贵金属配置价值仍受到市场认可。金属新材料、小金属、工业金属和能源金属分别下跌 8.8%、9.1%、12.4%和 34.8%。从三级行业来看，其他小金属年内上涨 1.0%，表现最为稳健。黄金、铅锌和磁性材料分别下跌 1.4%、3.3%和 4.3%；铜、其他金属新材料和铝分别下跌 11.5%、12.0%和 15.9%。

图 3：有色主要三级行业涨跌幅（截至 2026.9.30）



资料来源：WIND、招商证券

图 4：有色金属指数变化趋势



资料来源：WIND、招商证券

值得注意的是多数金属 2026 年均价明显高于 2025 年，而对应资源股股价有所调整。说明当前板块承压更多反映资金风格、估值消化和对远期价格的谨慎预期，并非行业盈利基础全面转弱。随着较高商品价格逐步传导至上市公司收入、利润和经营现金流，资源股的业绩支撑有望进一步增强，为后续估值修复提供基础。

仅供内部参考，请勿外传！

2、商品价格中枢显著抬升，资源端盈利支撑仍强

商品价格方面，2026 年以来多数有色金属价格中枢明显高于 2025 年。按照 2026 年 1 月 1 日至 9 月 30 日均价与 2025 年全年均价比较，钨精矿、碳酸锂和白银均价分别上涨 171.2%、108.8%和 85.8%，涨幅居前；锡和钴均价分别上涨 47.3%和 40.4%，同样表现突出。贵金属中，黄金均价同比上涨 24.8%；工业金属中，铜、铝、镍和锌均价分别上涨 28.3%、16.2%、10.3%和 8.9%，铅均价小幅下降 3.5%。此外，钼精矿和镁锭均价分别上涨 26.4%和 0.3%。

当前商品市场并非全面转弱，而是由上半年的快速抬升逐步转向高位分化。虽然部分品种现价较年内高点有所回落，但 2026 年均价仍显著高于 2025 年，全年盈利测算的价格基础依然较强。对于有色板块上市公司而言，较高的价格中枢仍有望推动 2026 年收入、利润和现金流同比改善。

表 1：有色金属商品价格及同比变化（截至 9 月 30 日：%）

	铜	铝	铅	锌	锡	镍	黄金	白银	碳酸锂	钨精矿(65%)	钼精矿(45%)	钴	镁锭
	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/克	元/千克	元/吨	元/吨	元/吨度	元/吨	元/吨
2026 收盘	109,680	23,830	16,180	26,435	409,600	122,040	911	14,980	122,740	379,000	5,460	269,000	17,440
2026 均价	103,809	24,100	16,436	24,808	403,368	135,275	999	18,133	157,718	590,360	4,854	388,481	17,986
2025 均价	80,942	20,732	17,041	22,785	273,932	122,622	800	9,759	75,539	217,677	3,842	276,761	17,934
2024 均价	75,054	19,976	17,344	23,337	248,336	132,416	559	7,246	90,511	136,854	3,595	199,302	19,759
2023 均价	68,041	18,628	15,772	21,489	212,405	168,318	450	5,579	258,720	119,766	3,855	273,820	23,699
2022 均价	66,898	19,916	15,303	24,924	244,890	193,215	393	4,741	482,542	114,098	2,807	427,777	32,566
2021 均价	68,409	18,940	15,309	22,360	223,181	137,473	376	5,259	121,575	101,860	2,018	379,157	27,045
2026 同比	5.7%	-1.1%	-1.6%	6.6%	1.5%	-9.8%	-8.9%	-17.4%	-22.2%	-35.8%	12.5%	-30.8%	-3.0%
2025 同比	28.3%	16.2%	-3.5%	8.9%	47.3%	10.3%	24.8%	85.8%	108.8%	171.2%	26.4%	40.4%	0.3%
2024 同比	7.8%	3.8%	-1.7%	-2.4%	10.3%	-7.4%	43.1%	34.7%	-16.5%	59.1%	6.9%	38.9%	-9.2%
2023 同比	10.3%	7.2%	10.0%	8.6%	16.9%	-21.3%	24.2%	29.9%	-65.0%	14.3%	-6.8%	-27.2%	-16.6%
2022 同比	1.7%	-6.5%	3.1%	-13.8%	-13.3%	-12.9%	14.7%	17.7%	-46.4%	5.0%	37.3%	-36.0%	-27.2%

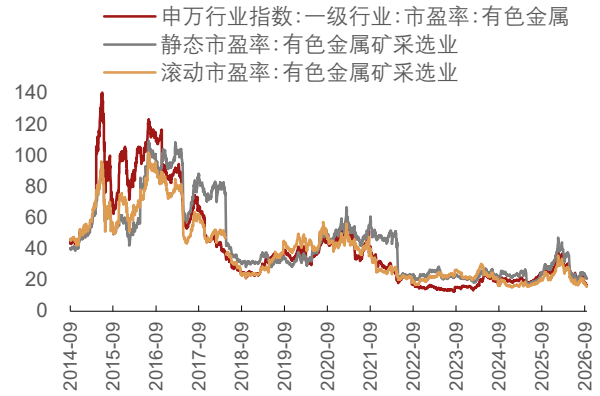
资料来源：WIND、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

3、行业 PE 处于历史较低分位，调整后性价比提升

截至最新交易日，申万有色金属行业整体市盈率为 16.47 倍，较 2026 年首个交易日的 29.23 倍下降 43.7%；市净率为 3.21 倍，较年初的 4.08 倍下降 21.3%。截至 9 月 30 日，有色金属矿采选业静态市盈率和滚动市盈率分别为 20.84 倍和 15.79 倍。

图 5：有色金属行业历史市盈率



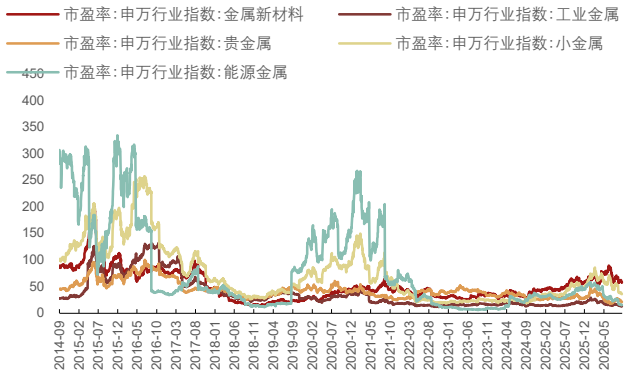
资料来源：WIND、招商证券

图 6：有色金属行业历史市净率



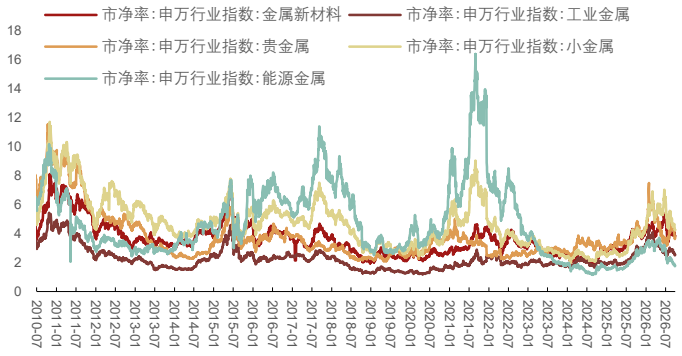
资料来源：WIND、招商证券

图 7：有色二级分类市盈率



资料来源：WIND、招商证券

图 8：有色二级分类市净率

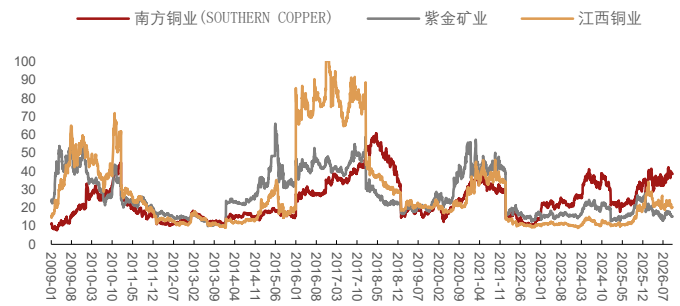


资料来源：WIND、招商证券

国内铜资源龙头估值显著低于海外，年初以来，紫金矿业 PE 由 18.18 倍下降至 15.30 倍，江西铜业由 26.37 倍下降至 20.30 倍，而南方铜业由 29.17 倍上升至 39.00 倍，国内外铜企估值差距进一步扩大，国内铜资源龙头仍具备较为明显的估值优势。

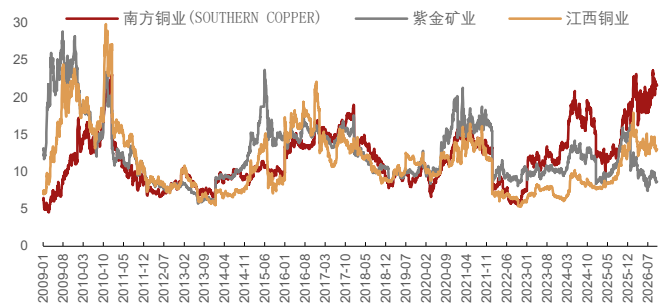
仅供内部参考，请勿外传！

图 9：龙头企业市盈率



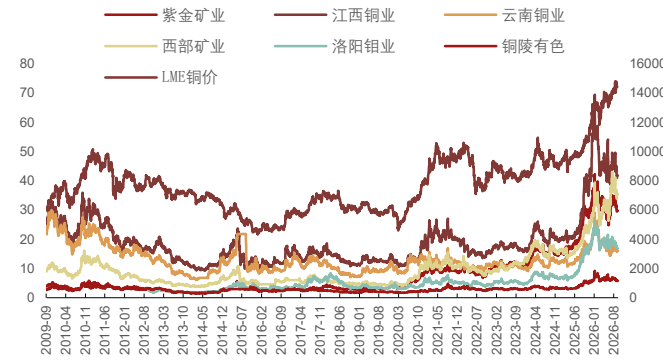
资料来源：WIND、招商证券

图 10：龙头企业 EV/EBITDA



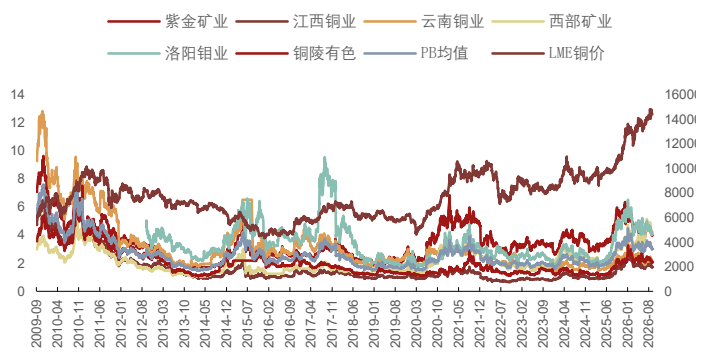
资料来源：WIND、招商证券

图 11：铜业公司股价表现及 LME 铜价（美元/吨,右轴）



资料来源：WIND、招商证券

图 12：铜业公司 PB 表现及 LME 铜价（美元/吨,右轴）

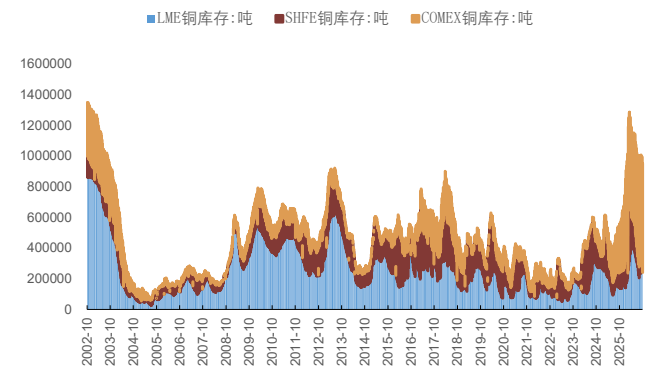


资料来源：WIND、招商证券

4、库存边际去化，品种间结构分化延续

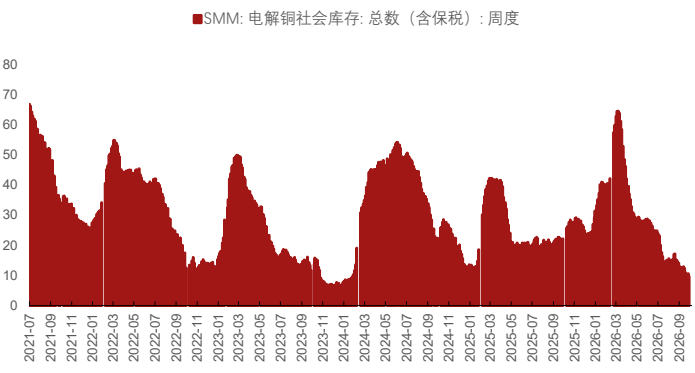
年初以来主要金属库存总量表现分化，但结构性紧张仍然突出。三大交易所库存增加主要由美国虹吸和库存区域迁移造成，三大交易所铜库存合计由年初的 74.41 万吨增至 99.80 万吨，增加 25.39 万吨，增幅 34.1%。其中，COMEX 库存增加贡献了三大交易所净增量的约 97%，是全球显性库存上升的主要来源。当前 COMEX 库存占三大交易所库存总量约 70.1%，较年初的 60.9%进一步提高，铜库存向美国集中趋势明显。

图 13：主要交易所铜库存（吨）



资料来源：WIND、招商证券

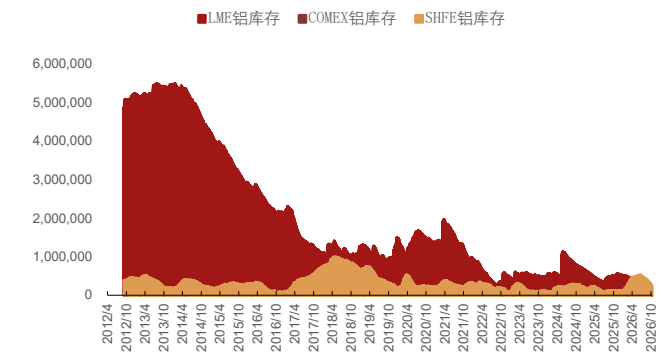
图 14：国内铜社会库存（吨）



资料来源：SMM、招商证券

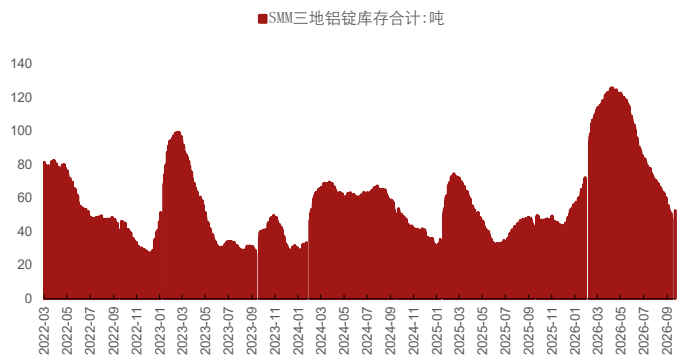
仅供内部参考，请勿外传！

图 15：主要交易所铝库存（吨）



资料来源：WIND、招商证券

图 16：铝锭社会库存（吨）

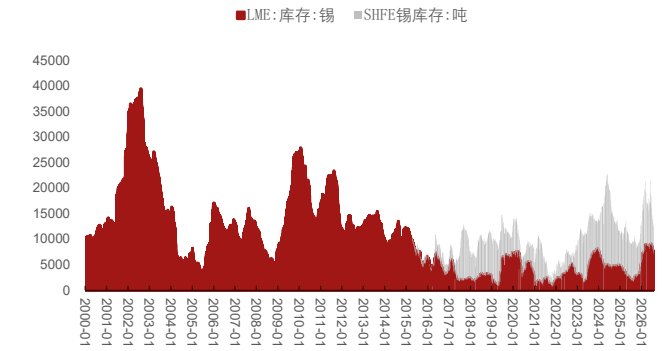


资料来源：WIND、招商证券

铝交易所库存较年初出现下降，但受到霍尔木兹海峡冲击海外供应的影响，铝交易所库存结构上表现为 LME 持续去库、SHFE 库存增加。年初至当前，LME 铝库存由 50.93 万吨下降至 24.14 万吨，减少 26.79 万吨，降幅 52.6%；SHFE 铝库存则由 12.98 万吨增至 30.60 万吨，增加 17.62 万吨。三大交易所铝库存合计由 64.53 万吨降至 54.91 万吨，减少 9.62 万吨，降幅 14.9%。

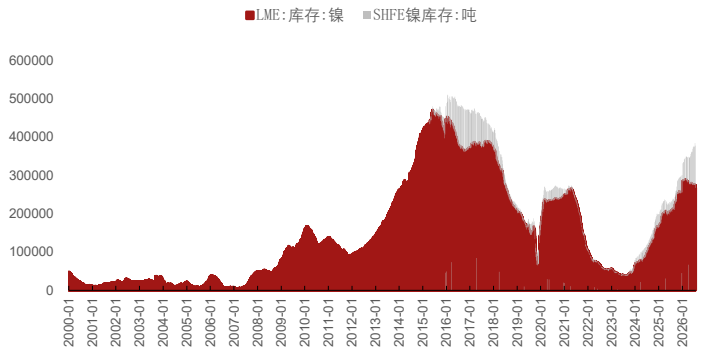
锡交易所库存仍处于相对低位，铅、锌和镍库存相对较高，但 LME 铅库存已出现边际回落。

图 17：主要交易所锡库存（吨）



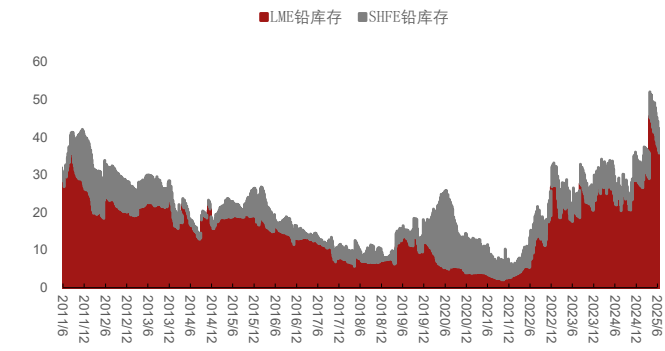
资料来源：WIND、招商证券

图 18：主要交易所镍库存（吨）



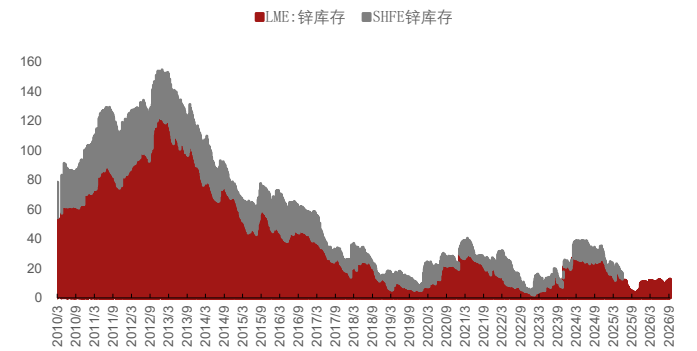
资料来源：WIND、招商证券

图 19：主要交易所铅库存（吨）



资料来源：WIND、招商证券

图 20：主要交易所锌库存（吨）



资料来源：WIND、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

5、美联储四季度紧缩节奏将有所放缓，推动板块估值修复

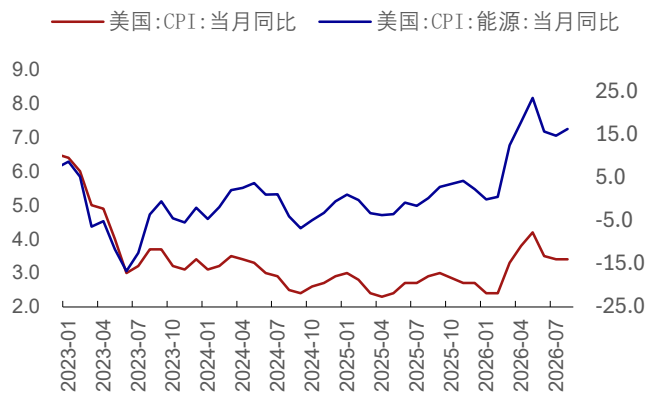
能源价格仍是美国通胀的重要扰动，油价变化将影响后续美联储政策预期。美国 8 月 CPI 同比上涨 3.4%，与 7 月持平；季调环比上涨 0.4%，较 7 月的 0.1%加快。核心 CPI 同比涨幅由 2.5%回落至 2.4%，但环比涨幅由 0.2%升至 0.3%。分项来看，能源价格环比由 7 月下降 1.5%转为 8 月上涨 2.1%，其中汽油价格环比上涨 3.9%，贡献当月总体 CPI 涨幅的三分之一以上；能源与汽油价格同比分别上涨 16.3%和 27.4%。上述数据表明，核心通胀同比虽有所回落，但总体与核心 CPI 环比增速均有反弹，短期价格压力仍存在反复，能源价格变化尤其值得跟踪。

图 21：WTI 原油期货价格:ICE



资料来源：iFind、招商证券

图 22：美国 CPI 同比及能源 CPI 同比（右轴：%）

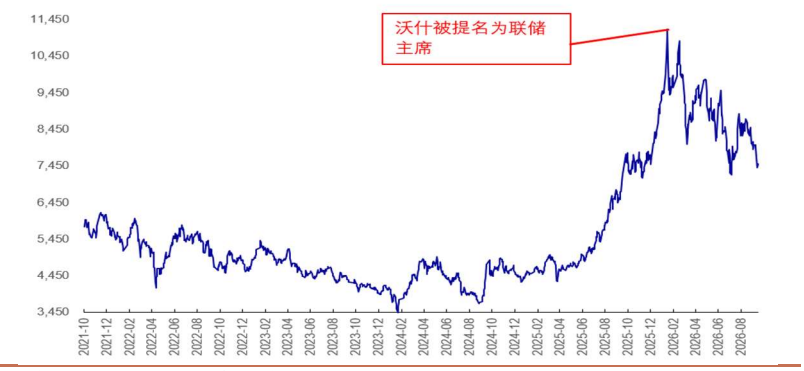


资料来源：iFind、招商证券

2026 年上半年，有色金属板块走势受到美联储货币政策预期的明显影响。根据区间行情数据，板块年内高点出现在 1 月 30 日特朗普宣布提名凯文·沃什出任下一任美联储主席当日。随着通胀压力持续、美联储政策表态偏鹰，并最终在九月份进行 25bps 的加息操作，美债收益率和实际利率维持高位，进而压制贵金属价格、工业金属需求预期以及资源股估值。

展望四季度，若中东局势缓和并带动原油及成品油价格持续回落，美联储放缓加息节奏的条件有望出现。中东局势缓和若能降低能源供应与航运风险，推动油价中的地缘风险溢价回落，将有助于减轻汽油等能源分项对总体通胀的拉动。结合沃什对通胀扩散风险的关注，若能源价格回落的影响逐步得到后续数据验证，基础通胀趋势同步改善、通胀预期保持稳定，美联储进一步连续加息的紧迫性可能下降，在行业供需格局及企业盈利保持支撑的情况下，海外货币政策压制的缓解有望为有色板块整体估值抬升创造条件。

图 23：凯文沃什提名节点对应有色板块区间高点



资料来源：WIND、招商证券

仅供内部参考，请勿外传！

二、 黄金：受货币政策预期影响阶段性承压，中期配置价值稳固

1、上半年国际金价受货币政策预期影响阶段性回调

2026 年初，市场一度将凯文·哈塞特视为下一任美联储主席的热门人选。由于哈塞特此前主张降低利率，投资者倾向于预期新一届美联储将采取更宽松的政策立场，美元和实际利率下行预期对黄金形成支撑。1 月 30 日，特朗普宣布提名政策立场相对更重视通胀约束的凯文·沃什担任美联储主席，市场迅速修正此前较为激进的降息预期，美元和美债收益率上行，金价有所回落。随后，美伊冲突及霍尔木兹海峡通航风险推动原油价格上涨，能源成本上升进一步强化美国通胀反弹预期，市场由交易降息逐步转向维持高利率及重新加息，国际金价于低点触及 4000 美元/盎司一线。

图 24：国际金价受美联储货币政策预期影响显著



资料来源：WIND、招商证券

进入到 7 月份，美国非农就业数据低于预期，霍尔木兹海峡问题边际改善，前期市场交易的“海峡问题--高通胀--联储鹰派--利空金价”的逻辑有所缓和，金价逐步企稳反弹。进入 8 月，就业数据走弱与紧缩预期降温推动金价延续反弹。8 月 7 日公布的 7 月非农就业初值减少 2.3 万人，明显低于市场预期的增加 8 万人，市场下调短期加息预期，国际金价上涨至区间高位。

8 月 19 日，美国财政部宣布扩大长期美债回购规模，带动长端美债收益率及美元阶段性回落，金价进一步走强，并于 8 月下旬达到 4657 美元/盎司。但随后货币政策预期再度转向：8 月 28 日，沃什在杰克逊霍尔会议上强调，若通胀未能以足够速度回归目标，美联储仍需采取行动，加息预期升温。9 月 16 日，美联储进一步加息 25 个基点至 3.75%-4.00%，并释放后续仍可能加息的信号，金价持续承压。至 9 月底、10 月初，部分联储核心官员强调政策耐心、最新非农数据再次不及预期，缓和了市场对连续加息的担忧，但美元走强与长端美债收益率高企仍压制黄金表现，金价回落至 4100 美元/盎司附近，呈现出反弹后再度调整

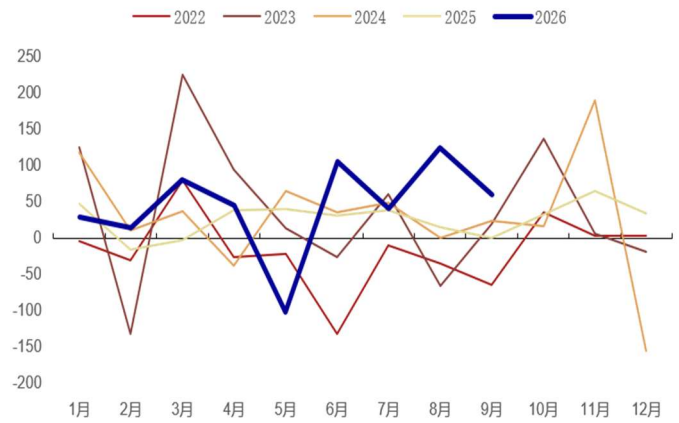
仅供内部参考，请勿外传！

的走势。

2、央行购金需求稳固，ETF 持仓彰显黄金配置韧性

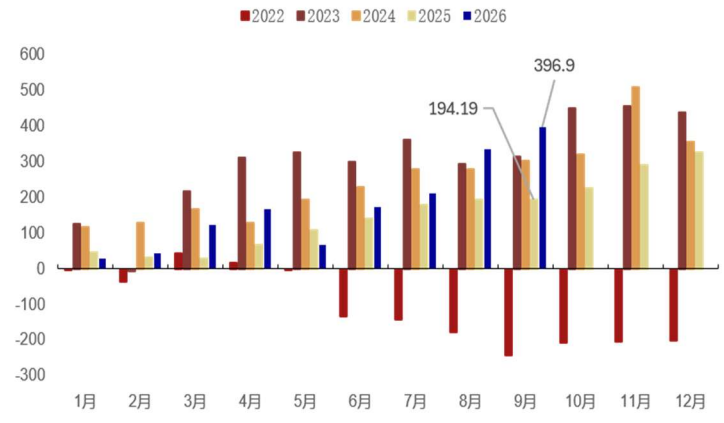
黄金本质是一种非主权储备资产，因此其价值不依赖特定主权信用，不存在债券违约或交易对手无法兑付的问题。央行增持黄金的内在逻辑，就是以一种不依附于任何单一货币体系的资产，降低外汇储备对特定国家和货币的集中暴露，增强储备组合在通胀上升、地缘冲突、金融制裁和国际货币体系分化时期的稳定性。

图 25：全球央行黄金储备月度变动值（吨）



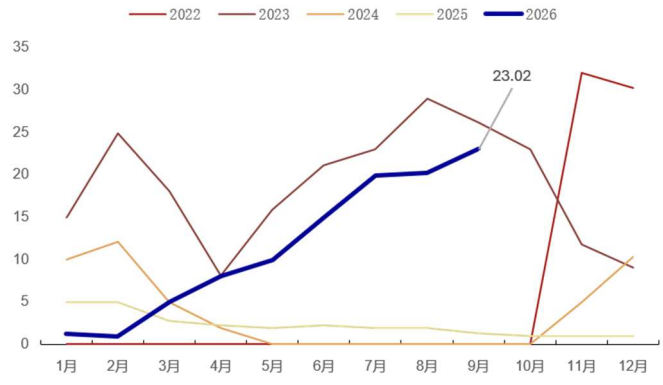
资料来源：WIND、招商证券

图 26：央行累计购金量（吨）



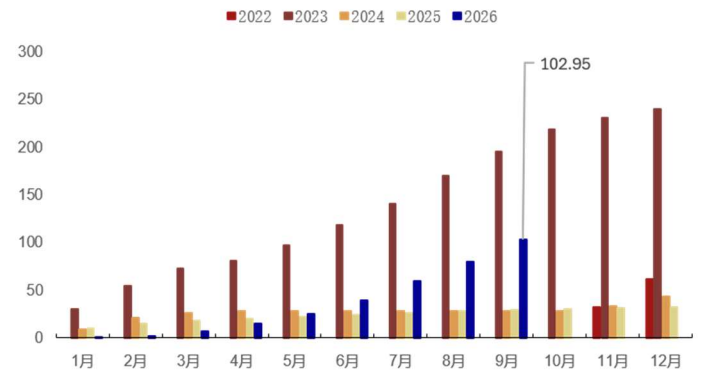
资料来源：WIND、招商证券

图 27：中国央行月度购金量（吨）



资料来源：WIND、招商证券

图 28：中国央行年度累计购金量（吨）



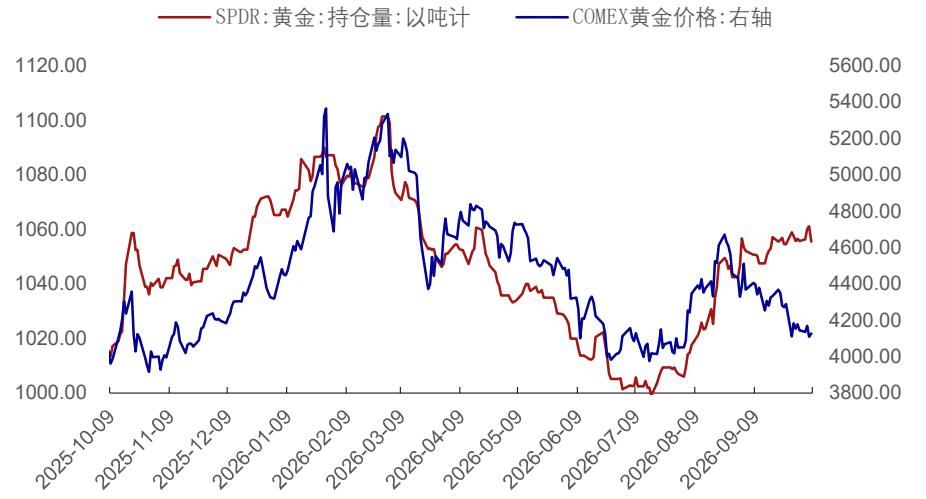
资料来源：WIND、招商证券

全球央行购金量在 2023 年以来显著提升。2026 年黄金均价较 2025 年同比显著上升。但主权国家央行依旧增加了黄金的购入量，以全球央行公开的黄金储备报告计算，2026 年截至 9 月央行累计购金规模为 396.9 吨，较 25 年同时期上升 104%。

2026 年 2 月份以来金价录得明显回调，我国央行对于黄金的购买量边际上升。2026 年 7-9 月，我国央行分别增持黄金 19.91 吨、20.22 吨和 23.02 吨，月度购金量连续攀升，三季度合计增持 63.14 吨，较二季度的 32.97 吨增长 91.5%，占前三季度购金总量的 61.1%。前三季度累计增持黄金 103.26 吨，较上年同期的 23.95 吨增长 331.2%，9 月末黄金储备达到 2409.59 吨。我国央行购金不仅保持连续性，增持规模也显著扩大。这一变化体现了黄金在我国储备资产配置中的

重要性，为官方部门黄金需求提供了进一步支撑。展望中长期，若全球储备多元化趋势延续，官方部门增持黄金仍将成为支撑金价中枢的重要力量。

图 29：SPDR 黄金 ETF 持仓量与 COMEX 黄金价格（右轴：美元/盎司）



资料来源：iFind、招商证券

金价阶段性回调，黄金 ETF 持仓仍保持稳固，黄金配置需求展现韧性。 截至 2026 年 10 月 8 日，COMEX 黄金连续合约收盘价为 4126 美元/盎司，较 8 月末下跌 6.9%，较 8 月 24 日的三季度高点回落 11.7%。在金价调整的背景下，SPDR 黄金 ETF 持仓仍维持在 1055.4 吨，较 8 月末的 1042.36 吨增加 13.05 吨，增幅为 1.25%，显示其持仓并未随金价下跌而明显收缩。从近期变化看，10 月 8 日持仓较 9 月末仅减少 0.29 吨，降幅约 0.03%，整体保持稳定。金价回落期间 SPDR 黄金 ETF 持仓的韧性，反映出相关配置需求仍有支撑，为后续金价企稳提供一定支撑。

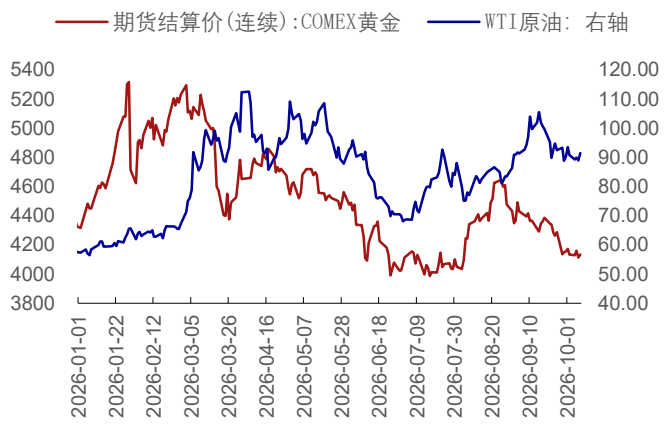
3、关注油价及联储货币政策预期对于金价的影响

油价回落若推动美联储放缓加息节奏，黄金面临的利率压力有望减轻，为金价提供支撑。沃什在 9 月 16 日 FOMC 中指出，货币政策的作用在于防止局部价格变化向更广泛领域扩散，避免产生二次、三次传导效应；在被问及是否会连续加息时，他同时强调，不提供前瞻指引，也不预先判断未来政策决定。因此，对黄金而言，能源冲击能否缓解、是否改变市场对后续加息的判断，是后续值得关注的金价驱动因素。

若中东局势缓和，原油及成品油价格持续下行，并逐步降低能源价格向其他商品和服务价格的传导风险，美联储追加紧缩的紧迫性可能下降。我们认为，四季度黄金的潜在修复机会，在于油价回落能否推动通胀形势改善，并促使市场重新评估美联储加息路径。政策预期的变化可以先于实际利率调整反映在黄金定价中，从而为金价企稳回升创造条件。

仅供内部参考，请勿外传！

图 30：COMEX 黄金价格与 WTI 原油价格



资料来源：iFind、招商证券

图 31：美联储利率路径预期

	CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES				
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/10/28	82.84%	17.16%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/12/9	3.28%	96.72%	0.00%	0.00%	0.00%
2027/1/27	0.00%	68.84%	31.16%	0.00%	0.00%
2027/3/17	0.00%	3.20%	96.80%	0.00%	0.00%
2027/4/28	0.00%	0.00%	67.84%	32.16%	0.00%
2027/6/9	0.00%	0.00%	28.12%	71.88%	0.00%
2027/7/28	0.00%	0.00%	14.84%	85.16%	0.00%
2027/9/15	0.00%	0.00%	0.43%	99.57%	0.00%
2027/10/27	0.00%	0.00%	0.00%	95.84%	4.16%
2027/12/8	0.00%	0.00%	0.00%	97.19%	2.81%

资料来源：CME、招商证券

4、A/H 黄金股估值中枢回落，配置价值凸显

截至 9 月 30 日，贵金属指数（申万）市盈率为 20.94 倍，较年初 1 月 30 日高位的 70.1 倍显著回落。加权市净率也由 1 月 30 日高位的 7.3 降至 3.76。从个股看，多数黄金龙头 2026 年一致预期 PE 已降至 10-15 倍左右，而 2026-2027 年利润仍有望受益于金价中枢抬升、矿产金产量增长及单位利润扩张。当前黄金股呈现“金价仍处高位、企业盈利继续增长、股票估值明显回落”的组合，股价已在较大程度上反映前期货币政策偏紧和金价回调预期，但对后续降息预期改善、央行持续购金以及业绩兑现的反映相对有限。因此，黄金股当前已由前期的高弹性交易阶段逐步进入盈利支撑下的价值配置区间，板块向下具备业绩与估值保护，向上则有望受益于金价回升和估值修复，配置性价比进一步显现。

表 2：黄金公司估值对比表（数据截至到 2026.9.30）

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值（亿元）
		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E			
紫金黄金国际	2259.HK	5.76	7.84	8.88	232.7%	88.1%	12.6%	21.2	15.6	13.7	5.2	19.1	3795
山东黄金	600547.SH	0.94	1.94	2.54	60.6%	91.5%	29.2%	29.0	14.1	10.7	3.8	10.6	1259
赤峰黄金	600988.SH	1.69	2.47	3.08	74.7%	54.4%	22.8%	23.4	16.0	12.9	5.2	23.0	752
招金矿业	1818.HK	0.96	1.37	2.08	149.1%	46.5%	43.2%	16.2	11.4	7.5	2.7	14.6	639
西部黄金	601069.SH	0.52	1.39	1.97	86.1%	168.7%	41.6%	47.6	17.6	12.5	4.4	10.0	224
灵宝黄金	3330.HK	1.21	1.92	2.45	121.1%	67.3%	30.8%	14.1	8.9	7.0	3.0	31.6	274
湖南黄金	002155.SZ	0.95	1.33	1.50	75.8%	40.2%	12.6%	24.4	17.5	15.4	4.2	18.3	363
中国黄金国际	2099.HK	8.28	16.62	17.52	644.4%	103.6%	4.4%	22.9	11.4	10.8	4.2	20.2	874
万国黄金集团	3939.HK	0.31	0.51	1.00	135.5%	74.1%	87.8%	37.5	22.9	11.6	10.6	28.7	599
潼关黄金	0340.HK	0.17	0.28	0.35	293.3%	80.8%	22.1%	12.4	7.5	6.1	2.7	20.8	130
四川黄金	001337.SZ	1.11	1.71	2.04	87.7%	54.5%	19.0%	40.5	26.2	22.0	9.2	25.5	189
山金国际	000975.SZ	1.07	1.80	2.56	36.7%	72.0%	39.2%	21.3	12.6	8.9	4.0	20.0	631

资料来源：Wind 一致预期、招商证券

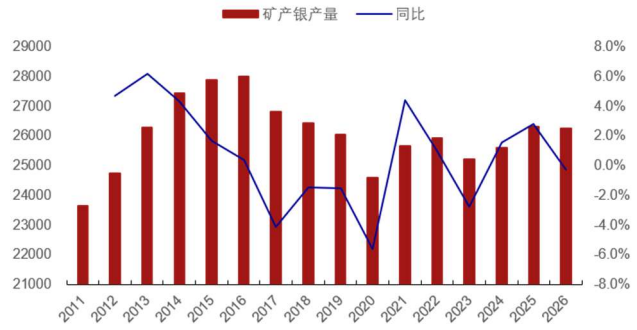
仅供内部参考，请勿外传！

三、白银：供需缺口延续，静待降息预期驱动

1、供需结构：连续第六年出现供不应求格局

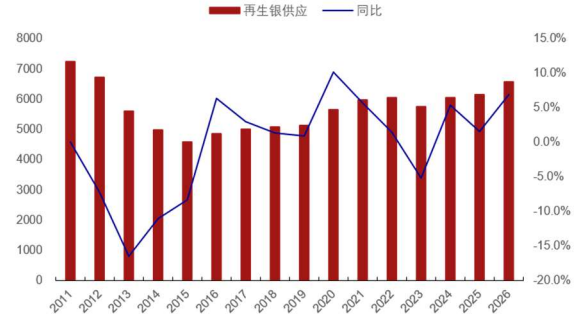
高银价推动白银产业链出现明显边际变化，根据世界白银协会对于 2026 年白银供需格局的预测，光伏企业将加快降银耗和材料替代，推动光伏用银需求同比下降 19.1%；价格敏感度较高的珠宝和银器需求将分别下降 15.8%和 20.5%。但这些调整并未扭转白银短缺格局。一方面，矿产银供应同比下降 0.3%，同时套期保值净供应减少，使总供应量下降 2.2%至 3.32 万吨。另一方面，工业需求虽然同比下降 2.7%，但仍达到 1.99 万吨，占总需求约 57.5%，继续构成白银需求的核心。光伏用银下降更多体现单瓦银耗降低，而非新能源产业需求逻辑逆转；电网建设、汽车电动化、电子产品及 AI 数据中心等应用仍在拓宽白银的工业需求基础。银的高导电性和高可靠性决定其在部分关键环节难以完全替代。

图 32：全球矿产银产量及同比增速（%）



资料来源：iFinD、世界白银协会、招商证券

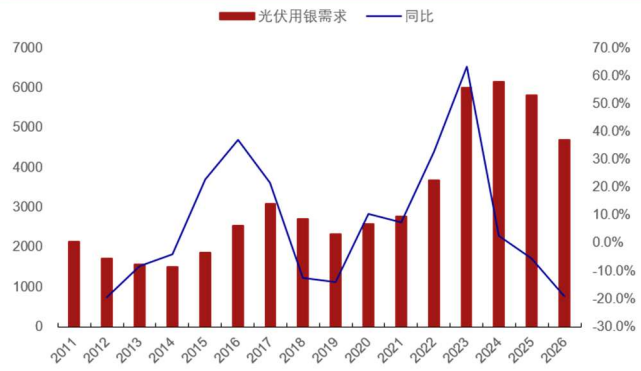
图 33：全球再生银供应及同比增速（%）



资料来源：iFinD、世界白银协会、招商证券

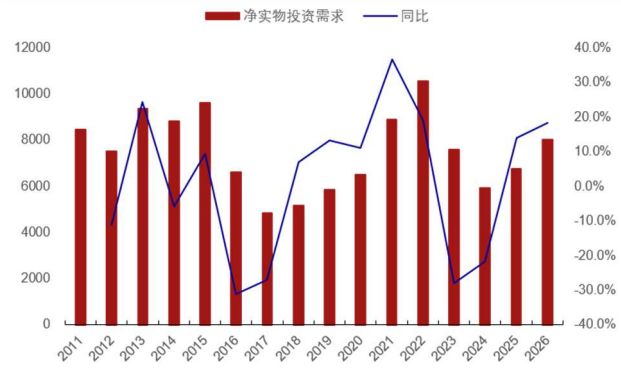
与此同时，金银价格上涨强化了白银的投资属性，2026 年净实物投资需求预计增长 18.4%至 8013 吨，部分抵消了光伏、珠宝和银器需求回落。全年总需求预计为 3.46 万吨，仅下降 1.6%，降幅小于供应端，供需缺口由 2025 年的 1252 吨扩大至 1439 吨，增幅约 14.9%。2021-2026 年白银市场已连续六年出现短缺，累计缺口达到约 2.37 万吨。

图 34：光伏用银需求（吨）及同比（%）



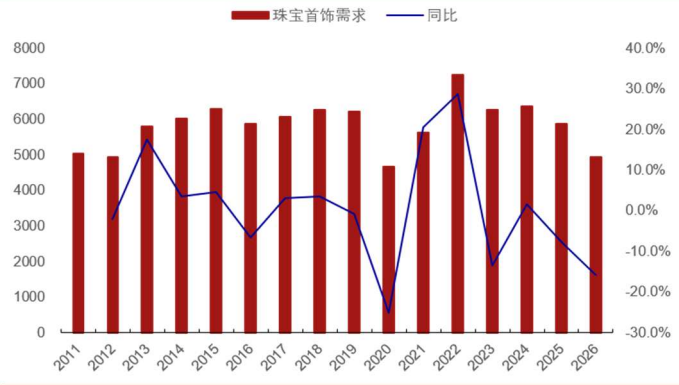
资料来源：iFinD、世界白银协会、招商证券

图 35：净实物投资需求（吨）及同比（%）



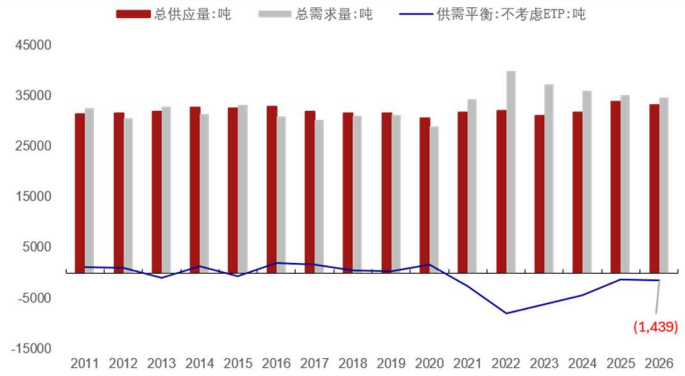
资料来源：iFinD、世界白银协会、招商证券

图 36：珠宝首饰需求（吨）及同比（%）



资料来源：iFinD、世界白银协会、招商证券

图 37：白银年度供需平衡（不考虑 ETP:吨）

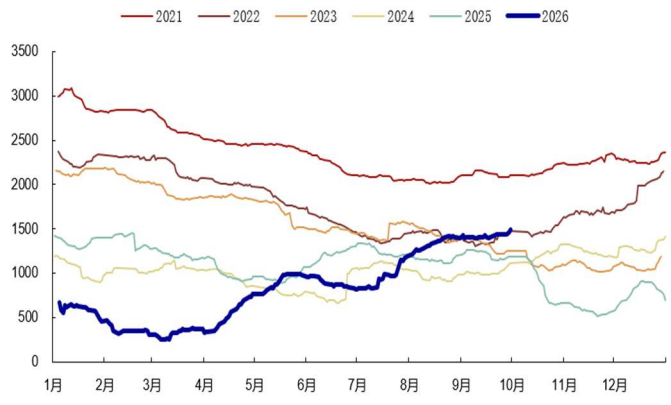


资料来源：iFinD、世界白银协会、招商证券

2、库存水平依旧偏低，供需结构支撑银价

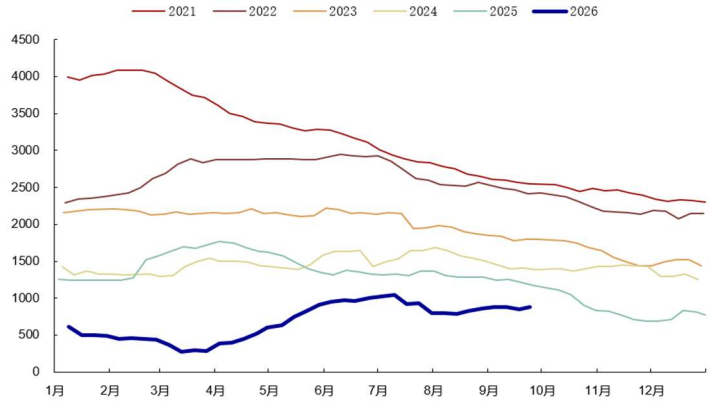
当前，COMEX 和上期所白银库存分别约为 1.04 万吨和 1491 吨，叠加上金所库存约 877 吨，三大交易所库存合计约 1.28 万吨，较 2025 年末的 1.54 万吨下降 16.9%，较 2021 年初约 1.94 万吨的阶段高位下降 34%，整体已处于近年偏低区间。

图 38：上期所白银库存（吨）



资料来源：WIND、招商证券

图 39：上海金交所白银库存（吨）

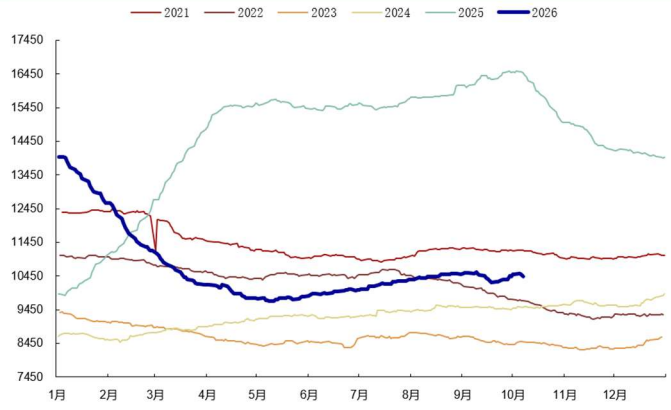


资料来源：WIND、招商证券

在供需缺口持续、矿端增量不足和可流通库存偏低的共同作用下，白银市场对投资资金回流、工业补库或供应扰动将更加敏感。当前银价虽然较年内均价有所回落，但更接近高位上涨后的估值与需求消化，而非供需格局根本转松。银价后续仍具备支撑。

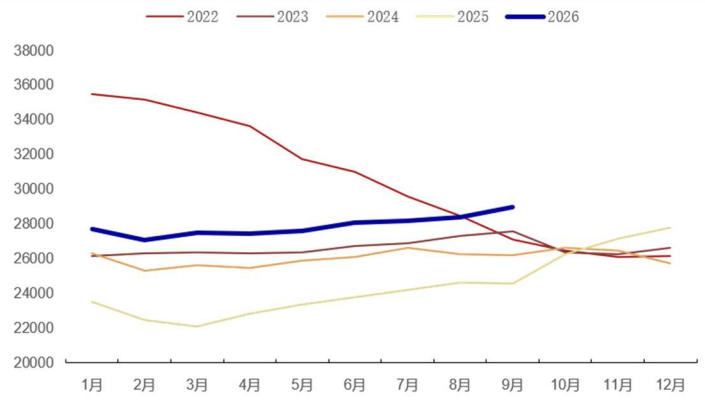
仅供内部参考，请勿外传！

图 40：COMEX 白银库存（吨）



资料来源：WIND、招商证券

图 41：伦敦 LBMA 白银库存（吨）



资料来源：LBMA、招商证券

表 3：白银公司估值对比表（数据截至 2026.9.30）

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值（亿元）
		2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E			
兴业银锡	000426.SZ	0.96	2.15	2.43	11.4%	128.3%	11.1%	32.8	14.7	12.9	4.8	17.9	559
盛达资源	000603.SZ	0.77	1.72	2.36	36.5%	126.4%	35.0%	40.1	18.0	13.1	5.7	15.2	213

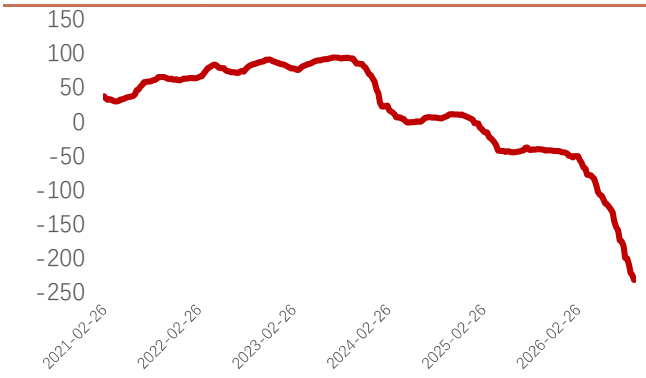
资料来源：WIND 一致预期、招商证券

四、铜：正在被地缘政治重新定价

1、矿端供给持续收紧，冶炼端承压运行

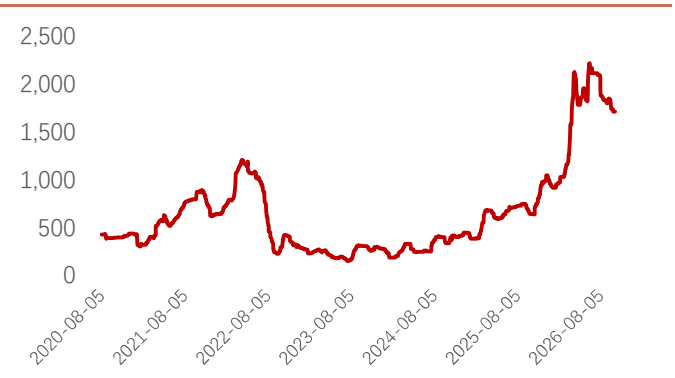
2026 年铜精矿供应紧张进一步加剧。截至 9 月 30 日，进口铜精矿指数报-231.68 美元/干吨，较 7 月 3 日的-128.25 美元/干吨进一步下探，深度负 TC 格局延续。上半年硫酸价格大幅上涨，一定程度弥补铜精矿 TC 下行带来的亏损；近期硫酸价格明显回落，截至 10 月 7 日硫酸现货价降至 1710 元/吨，冶炼厂盈利迅速恶化。

图 42：进口铜精矿指数（截至 2026.9.30，美元/干吨）



资料来源：SMM、招商证券

图 43：硫酸现货价（截至 2026.10.7，元/吨）



资料来源：iFinD、招商证券

2026 年全球铜矿延续高频扰动。据 ICSG 最新数据，2026 年 1-7 月全球铜精矿产量约 1334 万吨，同比下降约 0.3%。市场普遍多次下调 2026 年铜精矿产量预

仅供内部参考，请勿外传！

期。

智利 Cochilco 将 2026 年铜产量预期下调至 527 万吨，同比下降 2.6%；Grasberg 下半年产能恢复预期由约 85%下调至 65%；Kamoa-Kakula 全年产量指引由 29-33 万吨收窄至 29-31 万吨。蒙古 Oyu Tolgoi 地下矿持续爬坡，上半年产量同比增长 31%，但增量仍难完全对冲主要矿山减量。

2026 年 7-9 月矿端扰动继续叠加。智利连续强降雨及暴雪影响矿区供电与生产，Caserones 全年产量指引由 13-14 万吨下调至 12-13 万吨；El Teniente 受此前事故影响，上半年铜产量同比下降 27%，8 月暂停 Andes Norte 开发建设；Mantoverde 发生罢工，Escondida、Collahuasi 仍受到矿石品位下降及生产条件恶化影响。10 月劳资冲突进一步扰动生产；Centinela 自 10 月 7 日起罢工，涉及关键操作及维修岗位；Escondida 主管工会宣布自 10 月 14 日起罢工，暂没有明确开始罢工的消息。主力矿山复产偏慢、品位下降及天气扰动共同制约供应释放，全球铜精矿供应偏紧格局短期难以明显缓解。

表 4：海外重点铜矿项目动态汇总

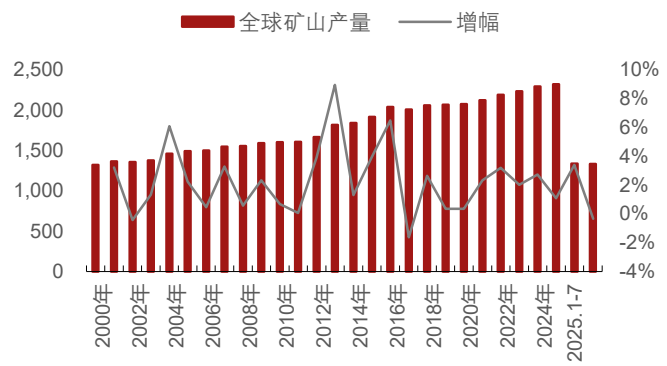
国家	项目名称	所属公司	扰动简因	预估年内影响量（千金属	铜精矿年产能（千金属吨/
印度尼西亚	Grasberg	Freeport-McMoRan	2025 年泥石流山体滑坡，复产不达预期	90	770
刚果（金）	Kamoa-Kakula	Ivanhoe/紫金	2025 年矿震影响延续，增产放缓	90	600
智利	El Teniente	Codelco	2025 年事故影响延续，8 月暂停 Andes Norte 开发建设，10 月 11 日强降雨引发泥石流	60	400
智利	Mantoverde	Capstone Copper	26.1.2 工人不满待遇进行罢工，2 月结束	10	120
美国	Kennecott	Rio Tinto	2026.3.12 安全事故停产	20	275
智利	Escondida	BHP	矿石品位退化与基础设施改扩建调试	15	1300
智利	Collahuasi	Glencore(44%)/Anglo American(44%)	低品位库存矿和较难处理矿石	50	550
智利	Caserones	Lundin Mining	7—8 月连续冬季风暴损坏输电设施，导致停电及恢复延迟	10	130
智利	Centinela	Antofagasta Minerals	10 月 7 日开始罢工	-	250

资料来源：SMM、各公司公告、招商证券

原料供应紧张，加上铜精矿加工费（TC）下行，叠加硫酸价格走弱，冶炼厂盈利迅速恶化，9-10 月冶炼厂出现减产。根据 SMM 数据，国内电解铜产量为 112.06 万吨，环比下降 2.3%，同比下降 0.04%。1-9 月累计产量为 1041.55 万吨，较上年同期增加 35.57 万吨，同比增长 3.54%。预计 10 月国内电解铜产量继续环比下降至 108.47 万吨， 2026 年内最低水平。进入 11-12 月后，随着检修逐步结束，电解铜供应有望边际恢复，但原料偏紧和亏损仍将限制产量释放弹性。

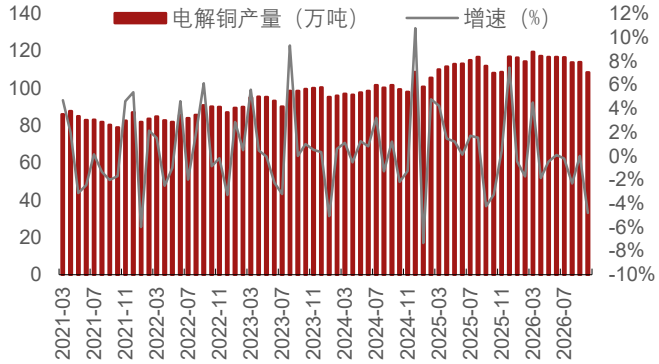
仅供内部参考，请勿外传！

图 44 全球铜矿产量（万吨）



资料来源：ICSG、iFinD、招商证券

图 45 国内电解铜产量

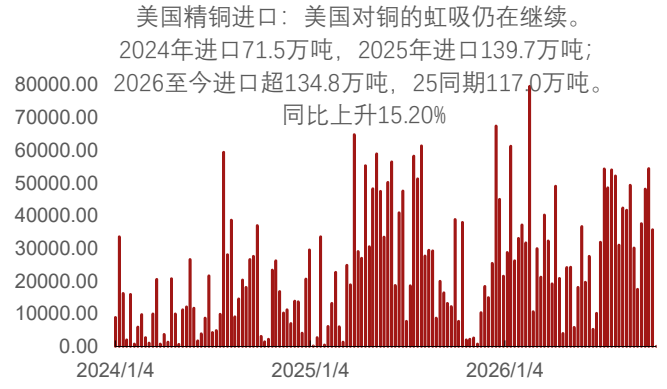


资料来源：SMM、招商证券

2、关税扰动仍存，低库存与供给约束支撑铜价高位运行

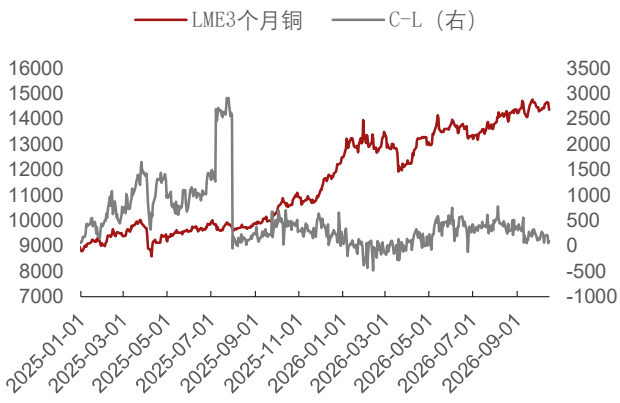
海外方面，5 月后 COMEX-LME 价差持续走阔，7 月平均接近 400 美元/吨，驱动全球精炼铜加速流向美国，7 月单月到港量超 20 万吨，创 2014 年以来新高。美国 2025 年精炼铜进口量达 140 万吨，较 2024 年的 72 万吨翻倍增加；2026 年 1-9 月进口量已达 135 万吨，较 2025 年同期增长约 11%。2025-2026 两年美国累计较 2024 年基准额外虹吸全球精炼铜约 140 万吨，相当于全球年消费量的 5%被美国“关税套利型囤货”提前锁定。美国对全球货源的虹吸导致非美地区供应持续趋向紧张。截止 2026 年 10 月 10 日，COMEX+LME+SHFE+中国保税库铜库存合计 109.7 万吨，其中 COMEX 库存 78.6 万吨，占比 72%，如果 COMXE+LME 北美仓库库存占比 83%。低库存格局下，年内期货市场一度出现明显的逼仓行情。

图 46：美国精炼铜进口量及同比（截至 2026.10.15 吨）



资料来源：彭博、招商证券

图 47：COMEX-LME 价差（美元/吨）



资料来源：WIND、LME、COMEX、招商证券

表 5：2026 年美国铜产品进出口量（万吨）

产品名称	进口-26 至今	进口-25 同期	进口-25 全年	进口-24 全年	26 进口同比	出口-26 至今	出口-25 同期	出口-25 全年	出口-24 全年	净进口-26 至今	净进口-25 同期	净进口-25 全年	净进口-24 全年	26 净进口同比
铜锍；沉淀铜（泥铜）	1	1	1	1	-58%	0	0	0	0	1	1	1	1	-58%
未精炼铜；电解精炼用铜阳极	0	0	0	0	106%	0	0	0	0	0	0	0	0	-71%
精炼铜及铜合金（不含中间合金），	135	117	140	71	15%	1	3	4	10	134	114	136	62	18%

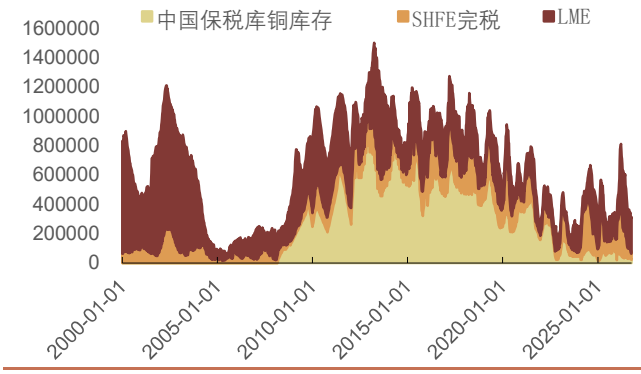
仅供内部参考，请勿外传！

未锻轧														
铜废碎料	3	2	3	2	28%	56	42	61	46	-53	-39	-58	-44	35%
铜中间合金	0	0	0	0	-60%	0	0	1	1	0	0	-1	-1	-22%
铜粉及片状粉末	0	0	0	1	-11%	1	2	3	11	0	-2	-2	-10	-80%
铜条、杆、型材	9	8	9	6	22%	1	0	1	1	8	7	8	6	18%
铜丝	4	4	5	5	1%	1	0	1	1	3	3	4	4	-17%
铜板、片及带，厚度超过 0.15 毫米	7	8	10	10	-19%	1	3	3	3	6	6	7	6	-1%
铜箔，厚度不超过 0.15 毫米	3	3	3	2	0%	0	0	0	4	2	2	3	-2	7%
铜管	7	8	9	9	-16%	3	11	18	14	3	-3	-8	-5	-211%
铜制管子附件（例如，接头、肘管、管套）	6	7	9	10	-18%	1	1	1	2	5	7	8	7	-28%
非绝缘的铜丝绞股线、缆、编带及类似品	0	0	0	0	-7%	0	0	0	0	0	0	0	0	3%
铜制钉子、图钉、U 形钉等；铜制螺钉等	0	0	0	1	7%	0	0	0	1	0	0	0	0	23%
餐桌、厨房等零件；铜制洗刷等及类似品	2	2	2	3	-11%	15	14	21	24	-13	-13	-18	-22	4%
其他铜制品	5	2	4	2	164%	0	0	0	0	5	2	4	2	180%
合计	182	163	197	123	11%	81	78	114	117	100	85	83	5	18%

资料来源：彭博、招商证券

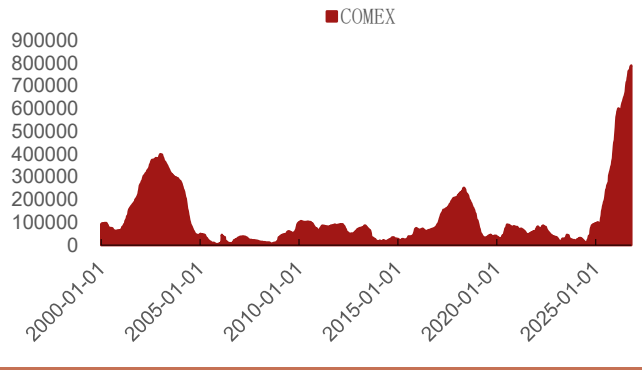
虹吸效应下非美供应仍偏紧，全产业链库存维持低位。2026 年以来美国精炼铜及铜合金进口量约 95.6 万吨，COMEX 库存继续累积，截至 9 月 23 日升至约 76.9 万短吨（约 69.8 万吨），维持历史高位；与此同时，国内电解铜社会库存约 10.9 万吨、保税区库存约 3.4 万吨，LME 库存约 25.1 万吨，全球仍呈现“美国高库存、非美低库存”的明显分化。低库存叠加近月结构偏紧，LME 与 SHFE 月差逐步转向 BACK，对铜价形成较强支撑，区域性库存重分配与金融端博弈仍是当前铜价维持高位的重要支撑。

图 48：全球 LME、SHFE 和中国保税库铜库存（吨）



资料来源：LME、COMEX、SHFE、iFinD、SMM、招商证券

图 49：COMEX 铜库存（吨）

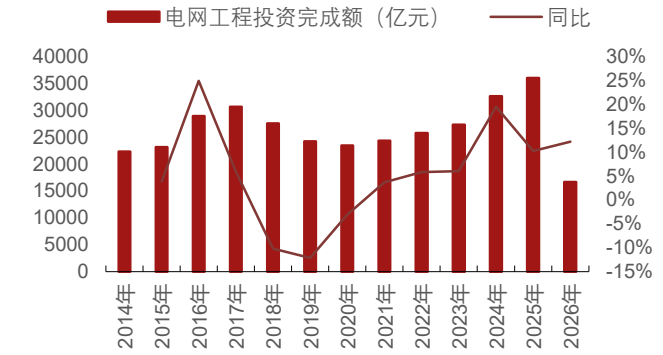


资料来源：SMM、招商证券

需求端呈现明显结构性分化。8 月 SMM 铜线缆开工率为 70.45%，环比提升 0.63 个百分点、同比下降 1.97 个百分点，9 月预计回升至 73.31%，但高铜价下终端主动补库意愿仍偏弱，传统旺季需求修复斜率有限。与此同时，储能、动力电池及 AI 需求表现较强，8 月铜箔开工率升至 94.35%，同比提升 15.91 个百分点，形成较强刚需支撑。海外需求亦保持韧性，根据最新海关数据，2026 年 1-8 月我国铜材累计出口 73.15 万吨，同比增长约 24.2%，其中 8 月单月出口约 8.60 万吨，同比增长约 13.1%。

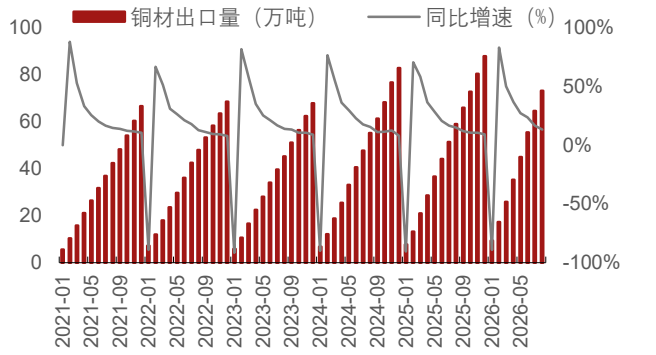
仅供内部参考，请勿外传！

图 50：国家电网投资完成额及增速（截止 2026 年 8 月）



资料来源：iFinD、国家能源局、招商证券

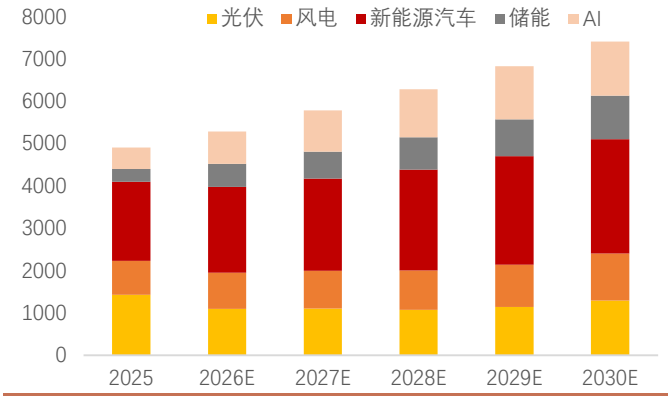
图 51：我国铜材出口量及增速(截至 2026 年 8 月）



资料来源：中国海关、SMM、招商证券

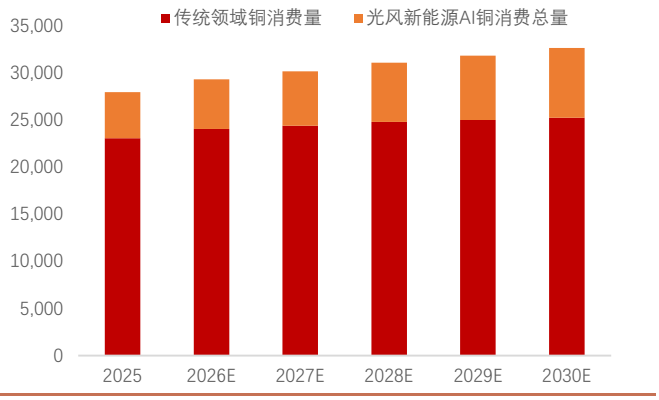
长期来看，全球电气化和数字化趋势继续抬升铜需求中枢。“十五五”期间电网投资有望维持较高增速，SMM 预计全球光伏、风电、新能源汽车、储能和 AI 领域用铜量将由 2026 年的 528.2 万吨增加至 2030 年的 741.3 万吨，占全球铜消费比重由 18%提升至 23%，矿端供给刚性与新兴需求增长将继续支撑铜价长期中枢。

图 52：全球光风新能源 AI 铜消费总量（千吨）



资料来源：SMM、招商证券

图 53：全球新兴领域与传统行业铜消费总量（千吨）



资料来源：SMM、招商证券

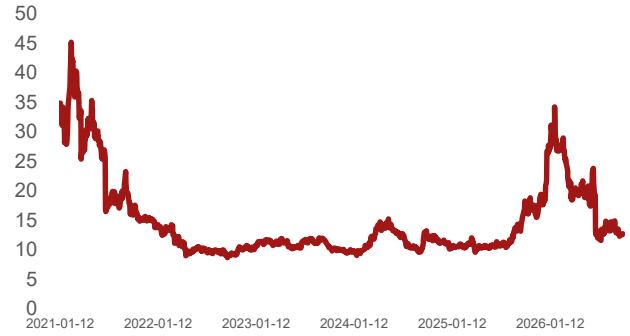
铜是工业的基础材料、科技发展的基础材料，是国家安全的组成部分。考虑到大国博弈难以迅速结束、美国在资源领域战略规划明确且不易受中期选举等国内政治因素影响、矿产投资需要时间较长，政治风险对铜供给端的干扰或将在未来持续体现。短期来看，受到 2025 年大国经贸博弈刺激，2026 年将是美国相关战略加快落地的一年，近期美国及其欧日盟友建立“关键矿产联盟”正是其体现。大国博弈加剧了铜本就长周期错配的供需矛盾，成为铜供需和价格的关键变量和驱动。铜从商品价值+金融价值，转变成战略价值+商品价值+金融价值三重价值重估。叠加考虑到长期供应刚性和消费不乏亮点的基本面下，我们保持认为铜价长期中枢上移。

全球铜矿新增供给持续低于预期，TC 跌破-200 美元/吨，硫酸跌价，Q3 冶炼减产压力扩大。近期海外罢工等供应扰动增加，铜矿和精铜供应收紧预期进一步增强。需求端 AI 带动的电力设备出口维持增长，传统板块普遍承压，但矿端紧缺为铜价提供坚实底部。Q4 供需基本面强势，铜价主要变量在于宏观和美国 232 关税政策走向。

当前铜板块公司估值处于历史底部。国内铜资源股普遍具有较好的成长性。四季度关注调整买入机会。重点关注低估值、高成长、利润释放较好的标的。关注紫金矿业、洛阳钼业、五矿资源、中国有色矿业、西部矿业、金诚信、河钢资源、江西铜业、云南铜业等。

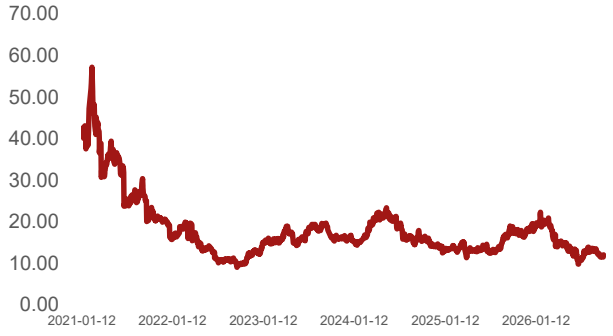
仅供内部参考，请勿外传！

图 54：江西铜业历史 PE（TTM，截至 2026.10.8）



资料来源：iFinD、招商证券

图 55：紫金矿业历史 PE（TTM，截至 2026.10.8）



资料来源：iFinD、招商证券

表 6：铜资源主要上市公司对比（数据截至到 2026.10.8）

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB	ROE	市值
		2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	(MRQ)	(TTM)	（亿元）
紫金矿业	601899. SH	1.95	3.07	3.63	62%	29%	18%	15	10	8	3.9	33.5	7,795
江西铜业	600362. SH	2.06	4.50	4.87	1%	124%	9%	17	9	9	1.7	13.2	1,260
云南铜业	000878. SZ	0.65	1.27	1.46	-14%	116%	24%	0	13	11	2.0	9.1	389
铜陵有色	000630. SZ	0.18	0.45	0.59	-9%	77%	38%	25	14	10	2.0	10.4	775
西部矿业	601168. SH	1.53	2.86	3.26	16%	15%	15%	22	13	11	3.8	26.5	842
金诚信	603979. SH	3.75	5.36	6.35	44%	53%	19%	19	13	11	3.7	23.3	451
洛阳钼业	603993. SH	0.95	1.54	1.73	55%	38%	12%	18	11	10	4.0	31.0	3,459
河钢资源	000923. SZ	0.87	0.67	1.46	9%	-92%	1098%	13	24	11	1.1	1.8	103

资料来源：各公司公告、iFinD、招商证券
备注：业绩预测为 iFinD 一致预期。

五、钨：战略金属价值重估

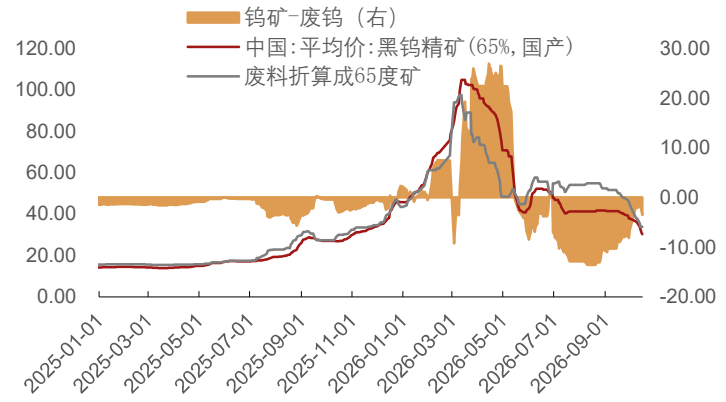
我国占全球钨资源供应的八成。2025 年我国钨矿开采指标收紧，当年钨矿产量 0 增长。各地矿山同步推进安全环保巡检，阶段性停工压缩原生矿流通量，非法开采整治常态化进一步收紧增量空间。根据 SMM 数据，2026 年 1-8 月钨精矿产量同比下降 9%。供应收紧、消费强劲，2025 年以来钨价大幅上涨，尤其 2026 年上半年，钨市场剧烈波动。2026 年一季度钨价大涨 129%，由于价格上涨过快，下游接受能力下降，以及贸易商获利回吐，3 月下旬之后钨价大幅下跌。二季度以来国内钨产业链处于剧烈波动之后的恢复阶段，全产业链持续去库存。

虽然二季度以来国内钨价大跌，但是海外钨价强劲。最新海外钨价格较国内溢价超过 200%。国内钨废料较钨矿溢价 12%。

国庆节后市场缺乏需求进场，持货商抛压较重，钨价暴跌，跌破 40 万元/标吨支撑。

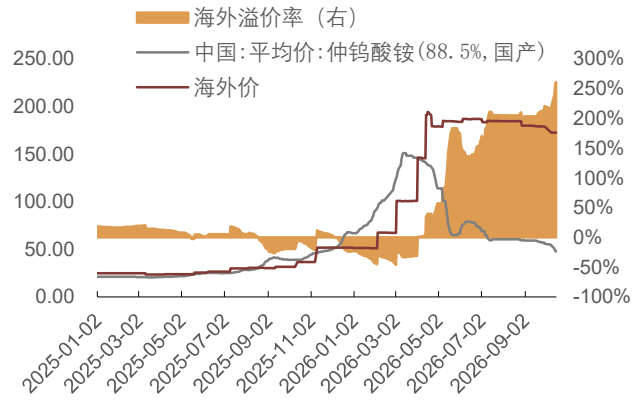
仅供内部参考，请勿外传！

图 56：钨矿和废钨价差（万元/标吨）



资料来源：亿览网、SMM、招商证券

图 57：国内外 APT 价差（万元/吨）



资料来源：亿览网、SMM、招商证券

供给硬约束叠加战略溢价，Q4 价格有望止跌反弹。Q3 旺季不旺，钨价超预期回调，主因下游硬质合金订单阶段性走弱与光伏钨丝渗透节奏放缓，叠加贸易商主动去库；但矿端硬约束未变， 1-8 月国内钨矿产量同比下滑 9%，跌幅较上半年进一步扩大。海外钨价溢价扩大，给出口和国内钨价提供支撑。Q4 进入硬质合金传统旺季，叠加钨价超跌后下游补库需求释放，预计 Q4 钨价有望触底反弹。

在出口管制，国内供应管控，Ai 等新消费拉动下，钨产业链的驱动和关注点不再是单关注价格涨跌。钨产业链正在从一个工业金属价值转变成工业消费、战略金属价值的多重价值重估。我国钨产业链在国际上的地位也从资源供应国转变成资源、品牌、高端的钨产业链全能型国家。关注全产业链布局全能型公司中钨高新、厦门钨业等。此外钨价格敏感度最高的纯资源标的佳鑫国际资源等。

表 7：2026 年主要下游增速

	应用行业	产量/销量	同比增长	数据统计
基建领域	国内挖掘机销量	10.45 万台	16.30%	1—9 月
机床工具	国内金属切削机床	58.4 万台	8.80%	1—8 月
	国内金属成形机床	12.5 万台	7.80%	1—8 月
汽车行业	国内汽车销量（含出	2327.1 万辆	-4.5%	1—9 月
3C 领域	全球智能手机出货	8.23 亿台	-11.3%	1—9 月
	全球 PC 出货量	1.97 亿台	-8.3%	1—9 月
机器人	普通工业机器人产	72.9 万套	29.00%	1—8 月
	人形机器人产量	1.91 万台	275%	上半年
光伏领域	中国硅片产量	454.1 GW	-7.1%	1—9 月

资料来源：统计局、Wind、招商证券

表 8：钨产业链主要上市公司对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB	ROE	市值
		2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	(MRQ)	(TTM)	（亿元）
佳鑫国际	3858	0.5	0.8	1.1	扭亏	1009%	52%	57	5	3			158
中钨高新	000657	0.6	2.0	2.3	36%	249%	18%	86	25	21	3.4	10.4	1,098
厦门钨业	600549	1.5	3.0	3.6	34%	105%	22%	28	14	11	6.1	-6.3	642
翔鹭钨业	002842	0.5	0.0	0.0	-261%			70			8.3	8.6	100
章源钨业	002378	0.2	0.9	1.0	69%	282%	5%	83	22	21	9.5	-2.8	240
新金路	000510	-0.4	0.0	0.6	268%	-87%	-1328%	-42	-329	27	75.7	-252.1	96
江钨装备	600397	-0.3	0.1	0.1	7%	-125%	20%	-50	199	166	4.5	-4.1	146
博云新材	002297	0.1	0.0	0.0	-192%			165			4.9	8.7	102
华锐精密	688059	2.1	3.6	4.3	75%	173%	18%	58	21	18	3.7	1.4	107

仅供内部参考，请勿外传！

欧科亿	688308	0.7	3.7	4.3	81%	475%	16%	108	19	16	40.6	10.1	112
鼎泰高科	301377	1.1	3.4	6.5	91%	230%	93%	293	89	46	5.8	8.2	1,269
新锐股份	688257	0.9	2.4	3.0	25%	303%	25%	74	18	15	5.9	9.2	168
民爆光电	301362	1.8	2.0	4.4	-20%	58%	118%	78	50	23	0.0	0.0	144

资料来源：Wind、公司公告、招商证券

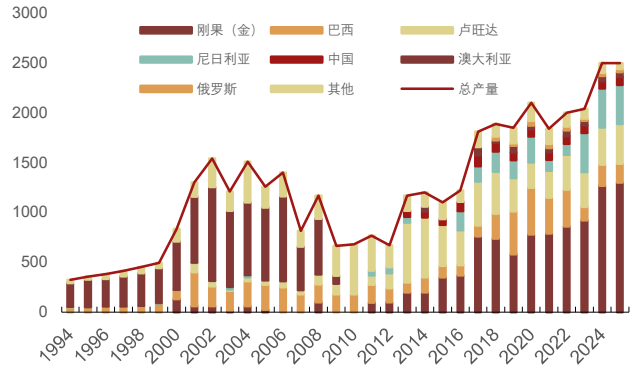
备注：利润预测取 wind 一致预期

六、钽：矿端供给刚性中断，AI 需求打开弹性空间

全球钽矿供应高度集中，2025 年刚果（金）、卢旺达和尼日利亚合计贡献全球约 84%的产量，其中刚果（金）占比超过 50%。非洲钽矿以手工和小规模开采为主，容易受到武装冲突、矿难和运输扰动影响；我国钽矿品位较低，国内产量仅能满足约 10%的工业需求，原料高度依赖进口。

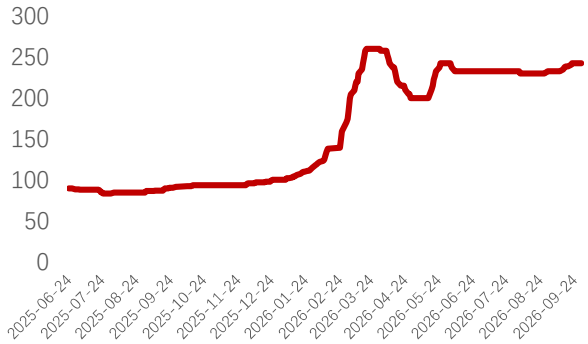
需求端，钽消费主要集中于钽电容、高温合金、钽靶材拉动，占比分别为 33%、19%、17%，在 AI 服务器电源系统中，钽电容器凭借其高容量密度与高可靠性，成为中低频段大容量储能与直流支撑的首选方案，有效保障 GPU 核心电压的稳定性；半导体芯片制造领域中，钽靶材凭借其高熔点、优异的热稳定性、导电性及与硅和铜的惰性兼容性，成为先进制程铜互连布线阻挡层的核心材料，可有效阻隔铜原子向硅基底的扩散。据东方钽业披露，2020-2024 年全球钽消费量复合增速约 14%，明显快于 2018-2025 年全球钽矿产量约 4.1%的复合增速。供需错配推动钽价进入新一轮上行周期，截至 2026 年 9 月 30 日，钽矿价格已到 242 美元/磅，较 2025 年 9 月累计上涨超过两倍。

图 58：全球钽矿产量（吨）



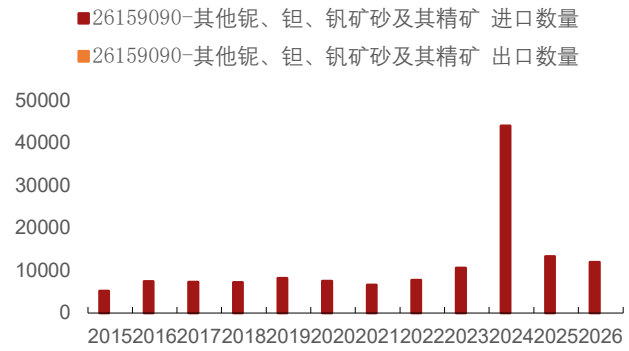
资料来源：USGS、招商证券

图 59：全球钽矿石价格走势（美元/磅，截至 2026.9.30）



资料来源：iFinD、招商证券

图 60：中国钽矿进出口数量（吨）



资料来源：中国海关总署、招商证券

图 61：中国钽矿进出口金额（万元）



资料来源：中国海关总署、招商证券

7 月下旬以来，受传统需求淡季及下游对高价接受度有限影响，99.5%氧化钽从

仅供内部参考，请勿外传！

月初约 4700 元/千克回落至 4400 元/千克附近，钽锭震荡在 6150 元/千克，市场呈现高位盘整态势。展望四季度，钽价核心矛盾仍是非洲矿区复产节奏与 AI 需求增长之间的博弈--若 Rubaya 矿区复产持续延迟，叠加英伟达 Rubin 平台下半年交付放量，钽价仍具上行动力；若矿山边际恢复，高价可能推动库存释放及伴生矿供应增加，价格波动或有所放大。考虑新增矿山项目释放较慢、国内原料进口依赖度高，预计钽价短期维持上涨趋势，长期价格中枢向上的逻辑依旧不变。

关注东方钽业、稀美资源、新金路、江钨装备、国泰集团等。

表 9：钽资源主要上市公司对比（数据截至到 2026.10.8）

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB	ROE	市值
		2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	(MRQ)	(TTM)	（亿元/港元）
东方钽业	000962. SZ	0.51	0.75	1.07	21%	49%	47%	95	72	51	7.1	5.9	286
稀美资源	9936. HK	0.45	0.89	1.19	37%	101%	34%	22	12	9	2.2	13.0	60

资料来源：各公司公告、iFinD、招商证券
备注：业绩预测为 iFinD 一致预期。

仅供内部参考，请勿外传！

七、风险提示

1、原材料和主产品价格大幅波动风险。如果铝、钢铁、钨等原材料和主产品价格大幅波动，会一定程度侵蚀公司利润；

2、技术迭代风险。如果公司跟不上行业技术进步，存在市场份额下降的风险；

3、需求下滑风险。如果新能源、高端制造、军工等行业需求大幅下滑，会对公司收入造成负面影响；

4、二级市场波动风险。

仅供内部参考，请勿外传！

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。