下载日志已记录，仅供内部参考

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

有色金属行业2026年Q4投资策略

金属寻底，首推金铜和战略金属

西南证券研究院
金属研究团队
2026年10月

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

- **回顾2026Q1-Q3：国内方面：**经济整体呈现“生产偏强、内需偏弱、新旧动能加速分化”的格局。价格指标仍处低位，但9月CPI、PPI同比涨幅均有所扩大，边际改善迹象初现。地产领域，新开工和竣工增速持续疲软，地产投资整体拖累尚未完全消退。**海外方面：**美联储重回加息周期，叠加美伊战争影响，全球经济格局和贸易流面临重塑，逆全球化对经济的影响愈发明显。**资源板块：**1）贵金属受美国通胀高企，重回加息周期影响，表现弱势；2）小金属在AI基建需求爆发与供给刚性共振下开启价值重估周期，表现强势；3）能源金属供给端的行政干预取代需求扩张成为新定价核心。

- **展望2026年Q4：**我们建议把握四条主线：①**分母端扩张：金银铜：**贵金属延续中长期配置价值，黄金看多方向不变，重点关注联储加息节奏与美伊局势边际变化对金价的催化，金银比价仍处高位，白银补涨动能值得重视。若联储政策转向叠加美元中枢走弱，实际利率回落将为铜价打开金融属性弹性；供给端刚性短缺延续，精矿加工费（TC）低位运行持续印证；需求端电网投资、AI数据中心与新能源用铜强度不断超预期，铜价中枢具备系统性上移基础，铜是分母端逻辑中弹性被低估的一环。②**分子端改善：铝锡：**电解铝供给侧刚性凸显，海外新增产能投放缓慢；需求端地产拖累被对冲，新能源车轻量化与光伏边框贡献核心增量，铝材出口韧性提供额外支撑；电解铝利润有望维持高位，具备低估值、高盈利特点，铝的配置价值值得重视。AI算力金属景气持续上行，锡在资源稀缺性与半导体周期上行支撑下价格中枢系统性上移，供需紧平衡格局短期内难以缓解。③**稀土等关键优势矿产：**战略优势矿产重估逻辑强化，稀土供给刚性约束叠加新能源车、人形机器人等新兴需求支撑价格中枢稳步抬升，钨经历上半年“过山车”式暴涨暴跌后回归供需基本面定价，中长期仍具配置价值。④**能源金属供给侧的扰动机会：**碳酸锂在储能需求高增与矿端产能出清的共同作用下行业回暖，镍成本支撑明确但需关注印尼政策变化。

- **主线一：分母端扩张：金银铜**

  贵金属黄金和白银。相关标的：持续增储扩产，资源优势突出标的**山东黄金（600547.SH）**，海域金矿投产在即，紫金赋能效率提升的**招金矿业（01818.HK）**

  工业金属铜。相关标的：巨龙铜矿量增且持续贡献利润，钾和锂产能弹性大，紫金背书的**藏格矿业（000408.SZ）**；铜开发和矿山服务稳扎稳打的**金诚信（603979.SH）**；铜板块业绩弹性突出标的**洛阳钼业（603993.SH）**；多元布局铜、金、锂矿资源的龙头企业**紫金矿业（601899.SH）**。

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

- **主线二：分子端改善：铝锡**

  铝、锡板块。相关标的：电解铝成本下降和股权激励及未来高股息带来高弹性的**中孚实业（600595.SH）**；一体化优势明显的**天山铝业（002532.SZ）**；白银产能远期弹性巨大和锡产能大幅放量的成长性标的**兴业银锡（000426.SZ）**；双碳背景下，再生铝远期竞争优势凸显的**明泰铝业（601677.SH）**，受益于锡锑涨价和资产注入有预期差的**华锡有色（600301.SH)**。

- **主线三：稀土等关键优势矿产**

  稀土磁材和先进金属材料。相关标的：重稀土冶炼分离优势明显，受益于中国稀土整合的**中稀有色（600259.SH）**；海内外稀土价差较大，有望受益于涨价带来弹性的北方稀土（**600111.SH**）和中国稀土（**000831.SZ**）。受益于钨价上涨和钨矿远期注入预期的**中钨高新（000657.SZ）**；AI驱动，新材料大有可为的**云南锗业（002428.SZ)**、**天通股份（600330.SH)**。

- **主线四：反内卷带来供给侧的扰动+储能需求爆发机会**

  能源金属相关标的。相关标的：资源禀赋较好的**天齐锂业（002466.SZ）**；一体化布局的**赣锋锂业（002460.SZ）**；资源自给率提升弹性较大，积极布局铜资源的**中矿资源（002738.SZ）**、**雅化集团（002497.SZ）**；镍板块有以量换价、一体化优势凸显的**华友钴业（603799.SH）**。

- **风险提示：**经济复苏不达预期风险，行业产能投放过快风险，金属价格大幅下跌风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1 回顾：铜锡价格涨幅明显，加工板块承压

2 分母端金银铜：美元信用下滑背景下持续看多金银铜

3 分子端铝锡：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视

4 新能源相关：供应扰动频发，关注趋势机会

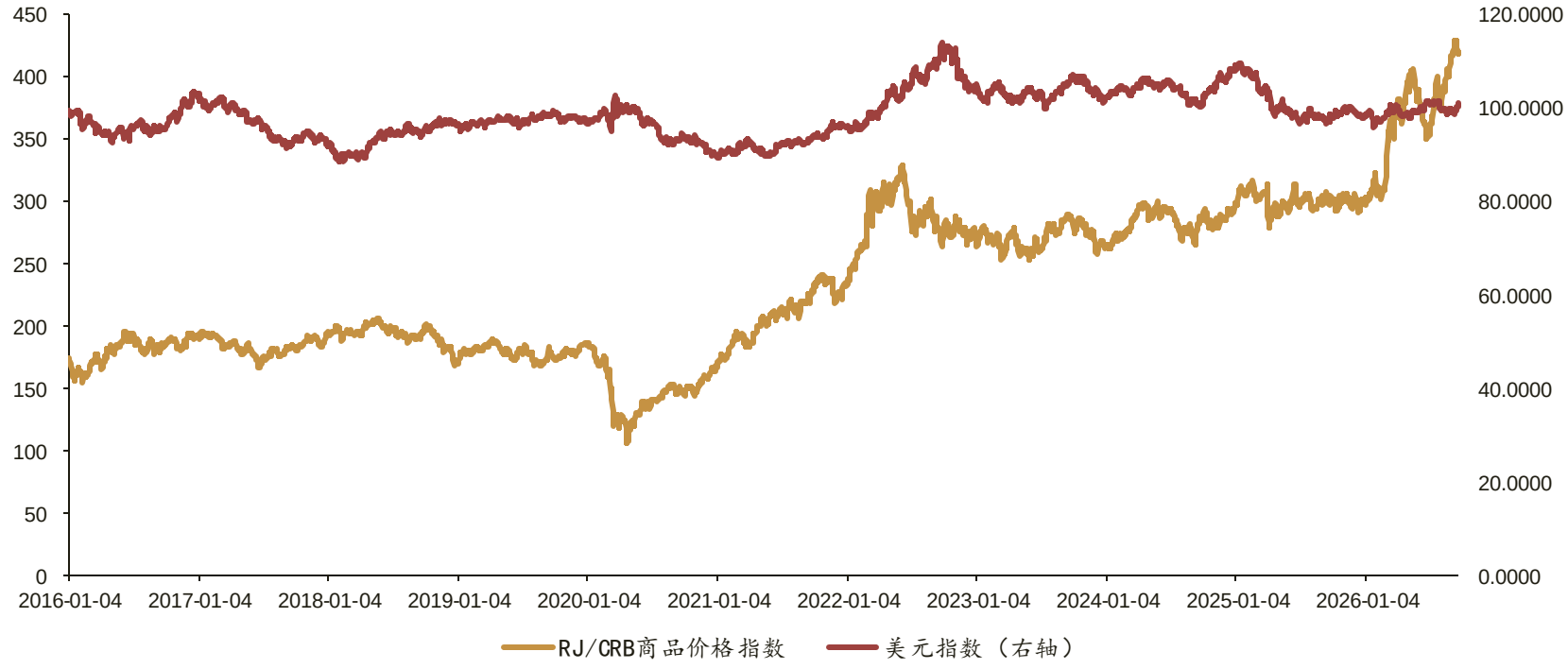
5 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1 金属价格震荡上行

截至2026年9月24日，RJ/CRB商品价格指数年初至今上升42.14%，美元指数上升2.83%。

2026年初至9月24日RJ/CRB商品价格指数上升42.14%



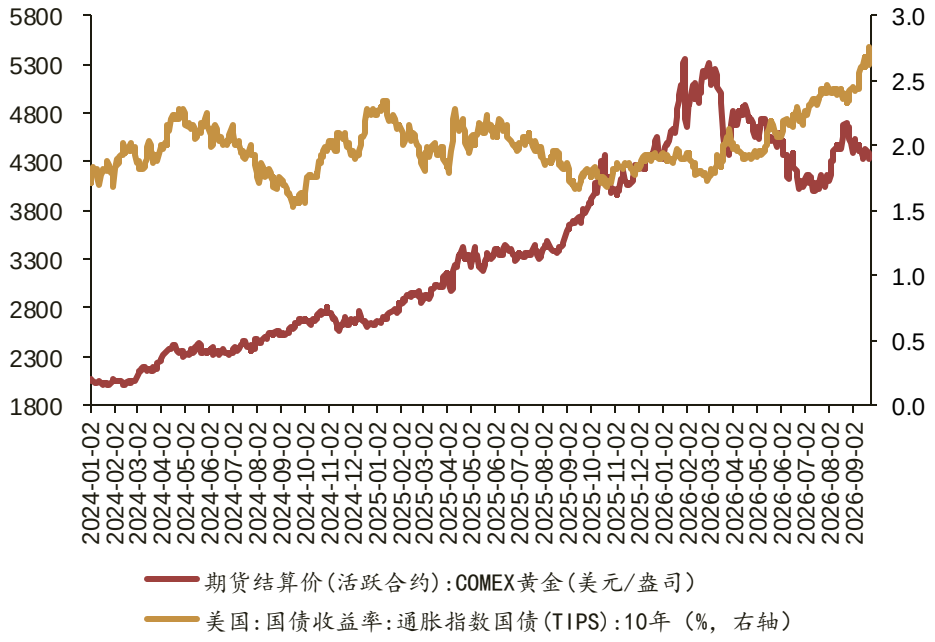
数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

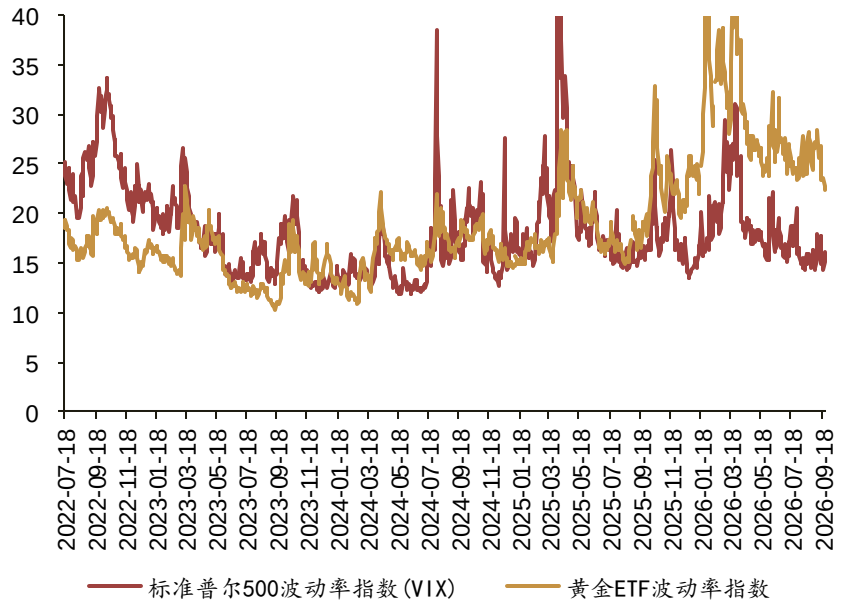
1.1.1 贵金属：美联储进入加息周期，金价受到压制

截至2026年9月25日，美国黄金ETF波动率指数为16.20，较年初上涨11.65%。美联储利率上升至3.75-4.00%。美国通胀指数国债（TIPS）震荡上行，市场普遍认为美国进入加息周期。今年黄金价格以震荡为主，截至2026年9月25日，COMEX黄金结算价较年初下降0.26%。

COMEX黄金期货结算价高位震荡



贵金属ETF波动率指数震荡上行

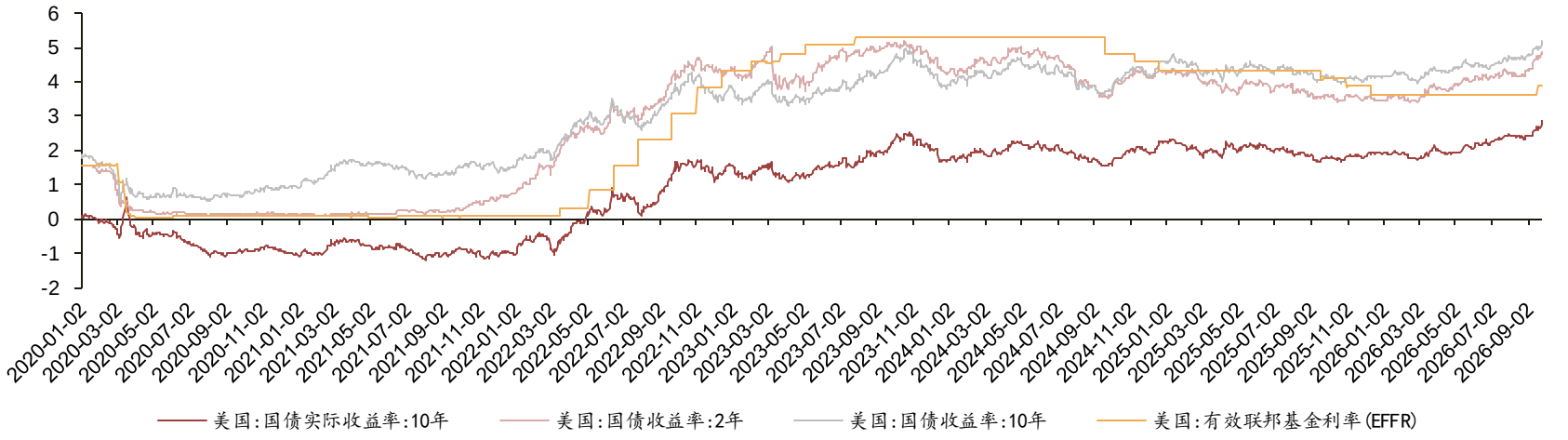


数据来源：wind，西南证券整理

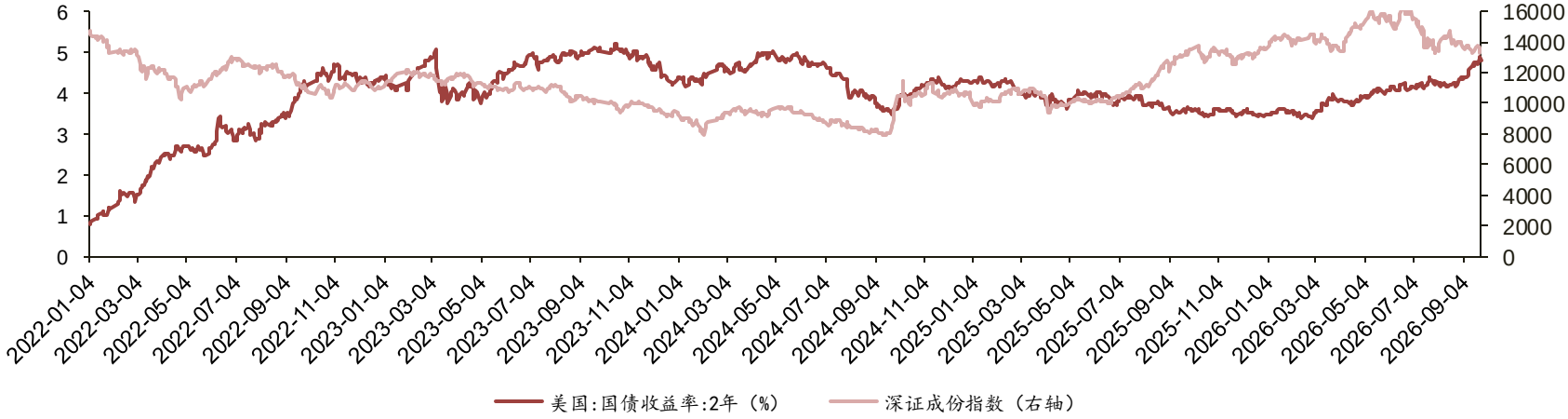
下载日志已记录，仅供内部参考

1.1.1 贵金属：美联储进入加息周期，金价受到压制

美国国债收益率（%）



美国2年期国债收益率及深证成指



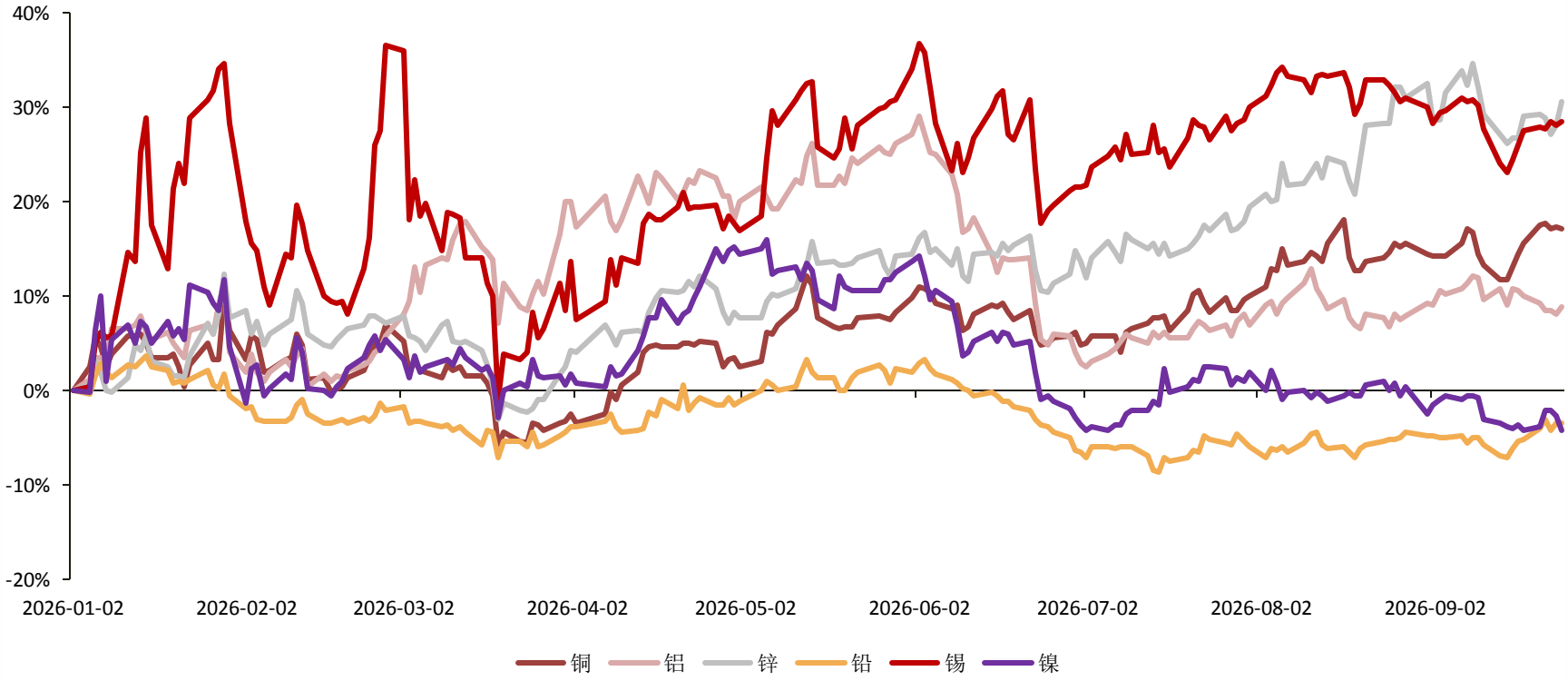
数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1.2 工业金属：整体呈现上涨趋势，锡铜涨幅靠前

LME：2026年初至2026年9月25日，工业金属价格相比年初均有所上升，锌、锡、铜、铝分别上涨30.71%/28.48%/17.25%/8.98%，但镍和铅分别下跌4.26%/3.33%。

LME现货结算价涨跌幅



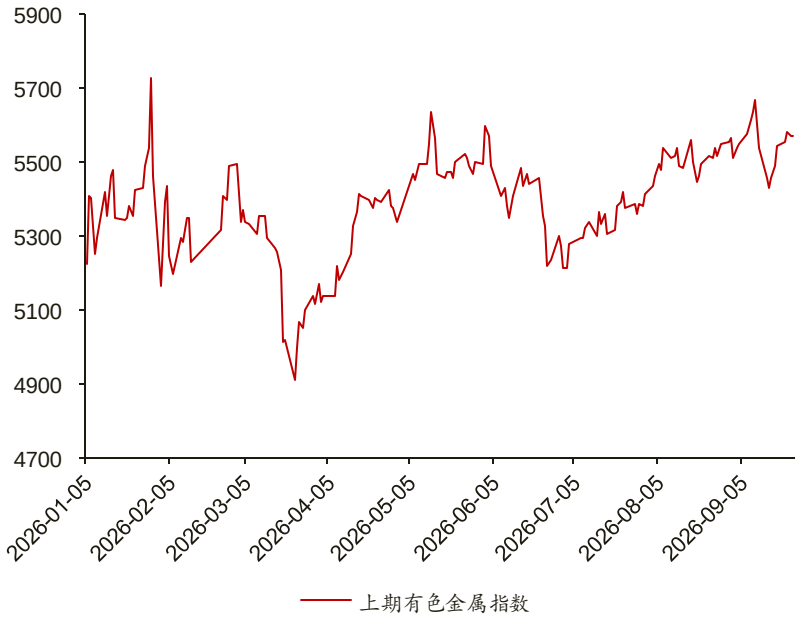
数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

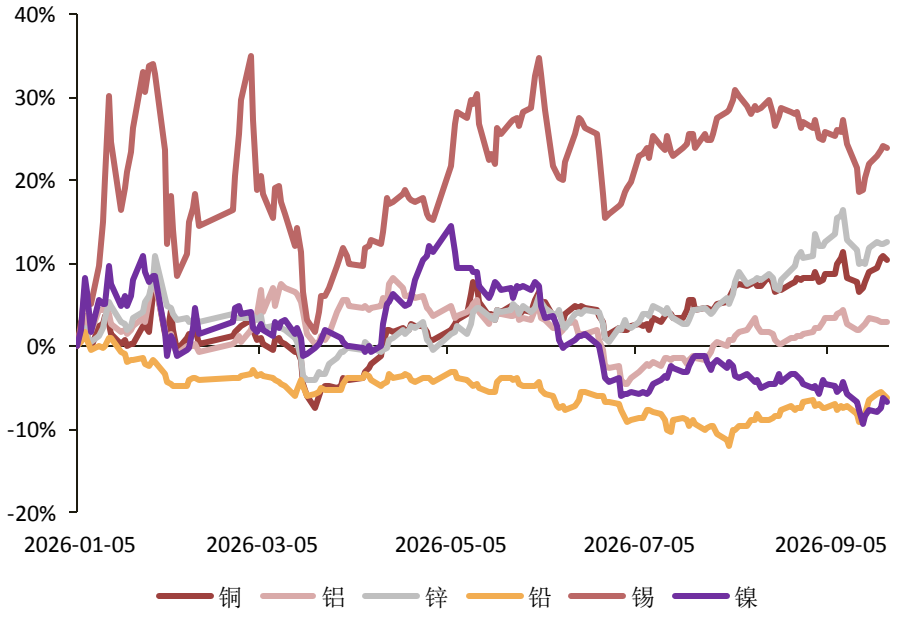
1.1.2 工业金属：整体呈现上涨趋势，锡铜涨幅靠前

SHFE：截至2026年9月24日，上期所有色金属指数收盘于5568.64，较年初上涨6.57%。2026年初至2026年9月24日，锡、锌、铜、铝、分别上涨23.81%/12.59%/10.32%/2.89%；镍、铅分别下跌6.63%/6.29%。

上期所有色金属指数较年初上涨6.57%



SHFE期货（活跃合约）结算价累积涨跌幅



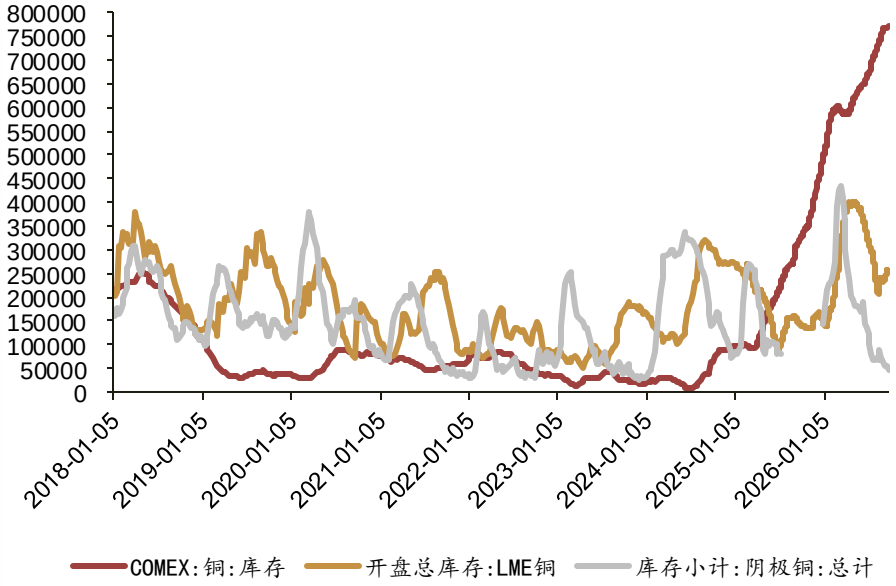
数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

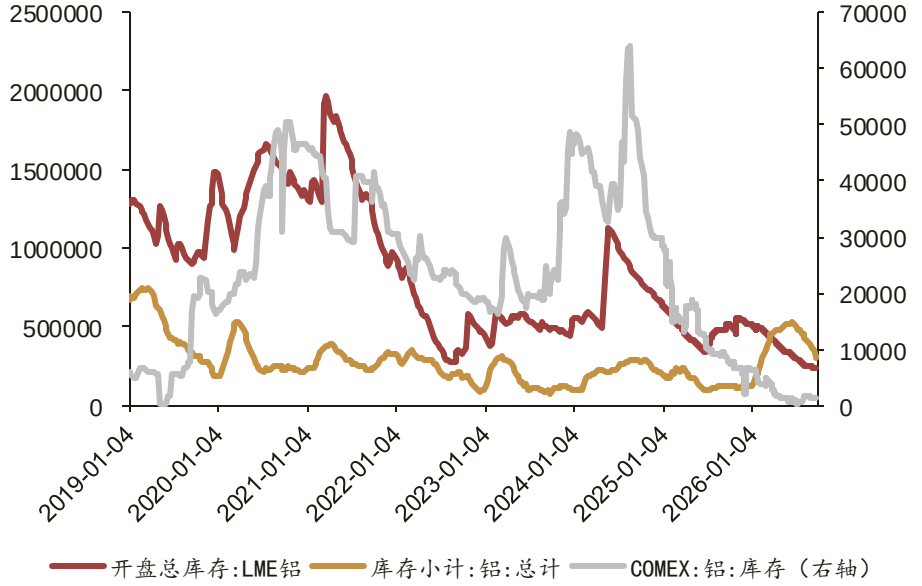
1.1.2 工业金属：铜库存转移，铝大幅去库

从全球显性库存来看，上期所铜库存大幅去库，LME和COMEX累库明显。截至2026年9月24日，较于年初，LME铜库存增加72.84%；COMEX铜库存增加54.04%；上期所铜库存减少了73.89%。铝：截至2026年9月24日，较于年初，LME铝库存减少52.6%；COMEX铝库存减少80.79%；上期所铝库存增加112.77%。

COMEX、伦铜大幅累库（吨）



铝库存去库趋势显著（吨）



数据来源：wind，西南证券整理

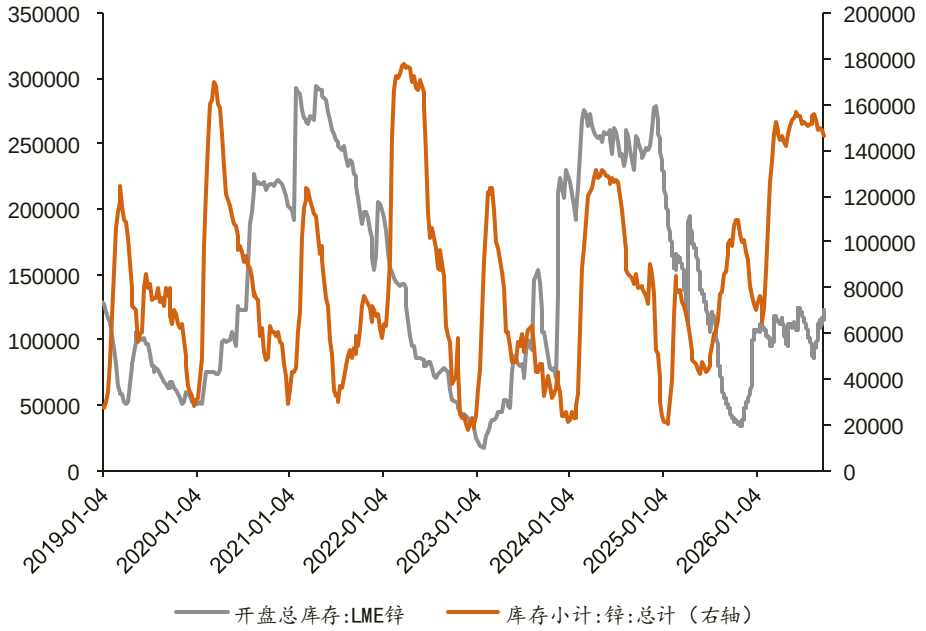
下载日志已记录，仅供内部参考

1.1.2 工业金属：铅锌大幅累库

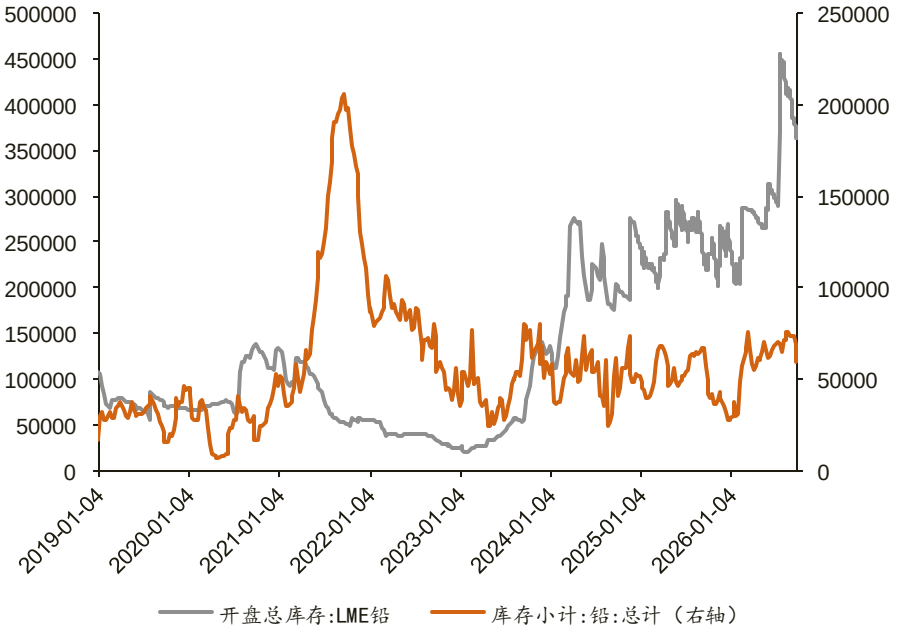
锌：截至2026年9月25日，LME锌库存106325吨，较于年初，增加14.37%；上期所锌库存146209吨，较于年初，增幅97.98%。

铅：截至2026年9月25日，LME铅库存362525吨，较于年初，增幅51.48%；上期所铅库存59472吨，较于年初，增幅97.51%。

伦、沪锌累库明显（吨）



铅库存大幅增加（吨）



数据来源：wind，西南证券整理

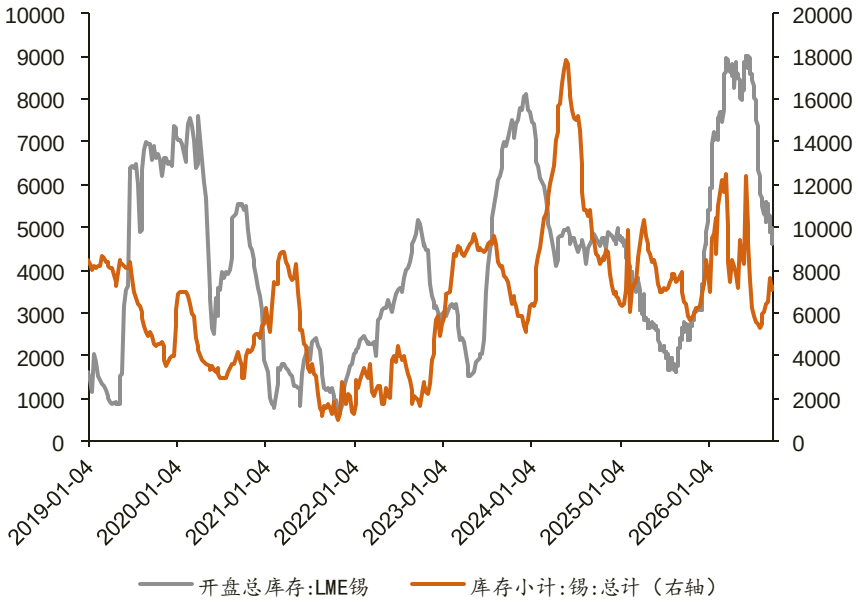
下载日志已记录，仅供内部参考

1.1.2 工业金属：锡小幅去库，镍累库趋势显著

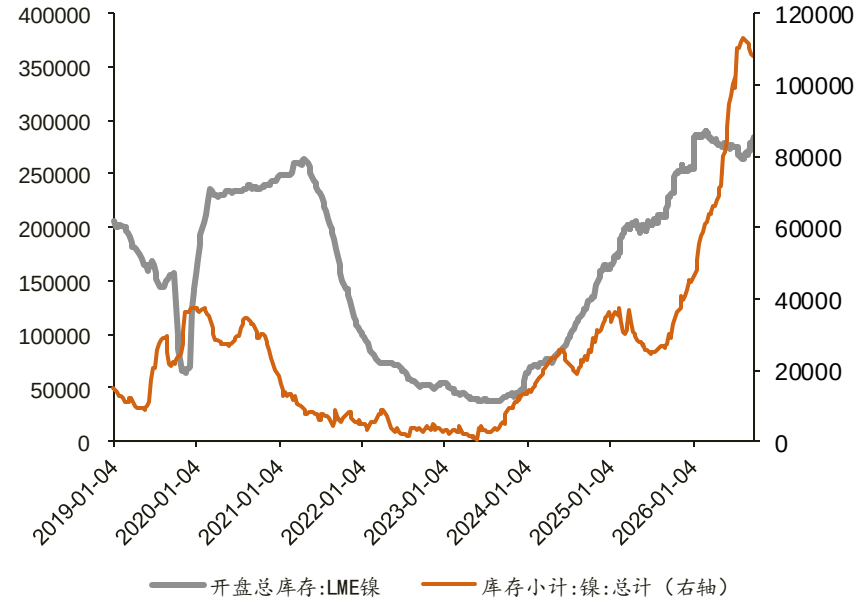
锡：截至2026年9月25日，LME锡库存4590吨，较年初下跌15.24%；上期所锡库存7273吨，较年初涨幅4.87%。

镍：截至2026年9月25日，LME镍库存284946吨，较年初上涨11.62%；上期所镍库存108079吨，较年初增加131.68%。

全球锡库存小幅去库（吨）



全球镍库存历史高位（吨）



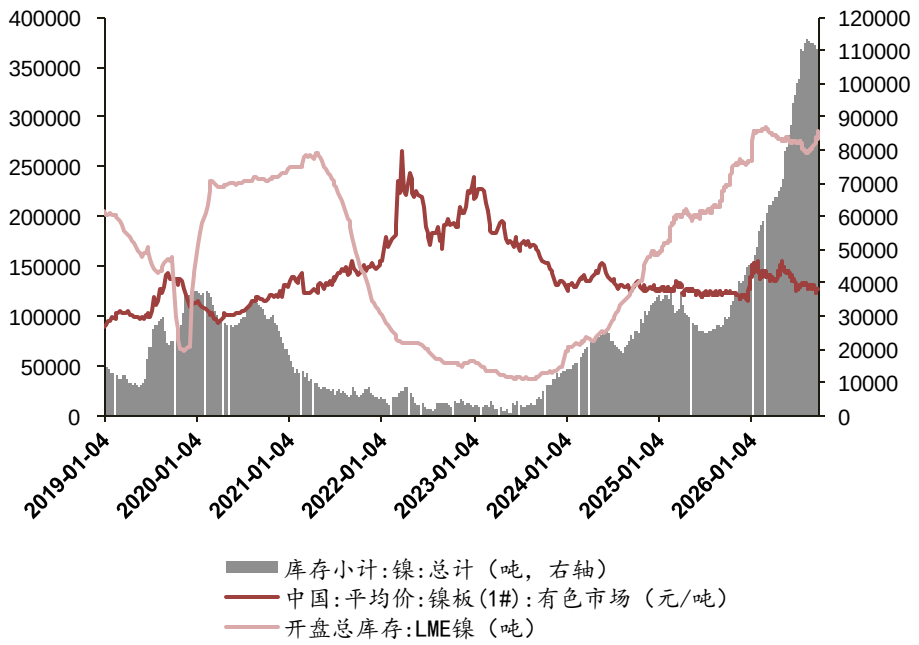
数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

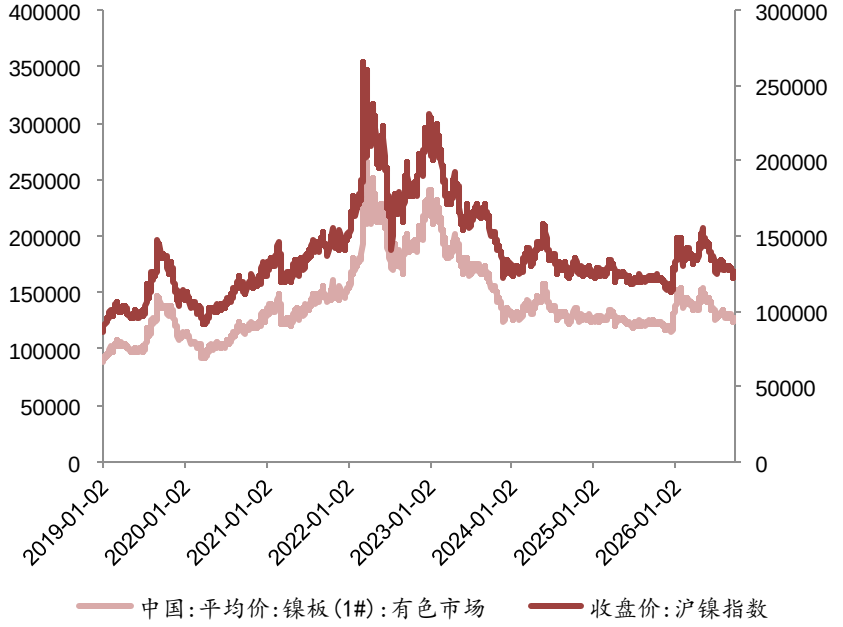
1.1.3 能源金属：镍大幅累库，镍价小幅下跌

截至2026年9月25日，LME镍库存284946吨，较年初上涨11.62%；上期所镍库存108079吨，较年初增加131.68%；截至2026年9月25日，中国镍均价为126790元/吨，较年初下降9.32%；沪镍指数为125501.31，较年初下降6.71%。

镍库存及镍均价走势



沪镍指数及镍均价（元/吨）



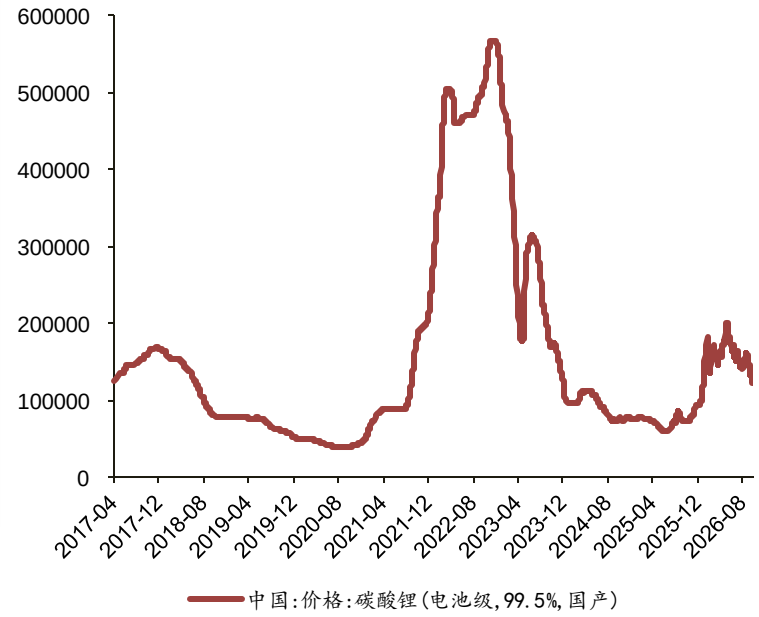
数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

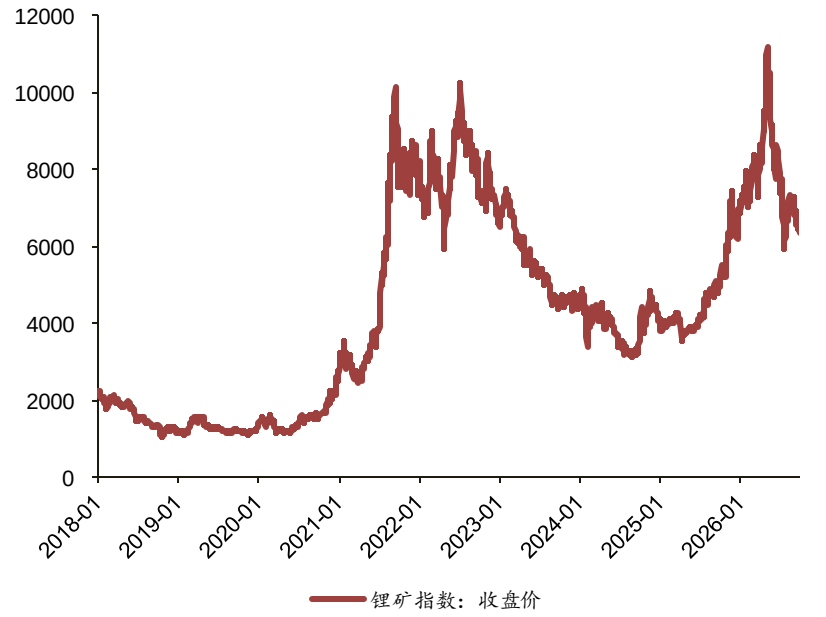
1.1.3 能源金属：锂价底部小幅反弹

截至2026年9月30日，电池级碳酸锂价格为12.27万元/吨，较年初上涨2.69%；截至2026年9月25日，锂矿指数为6325.62，较年初下降11.48%。

碳酸锂价格（万元/吨）



锂矿指数



数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

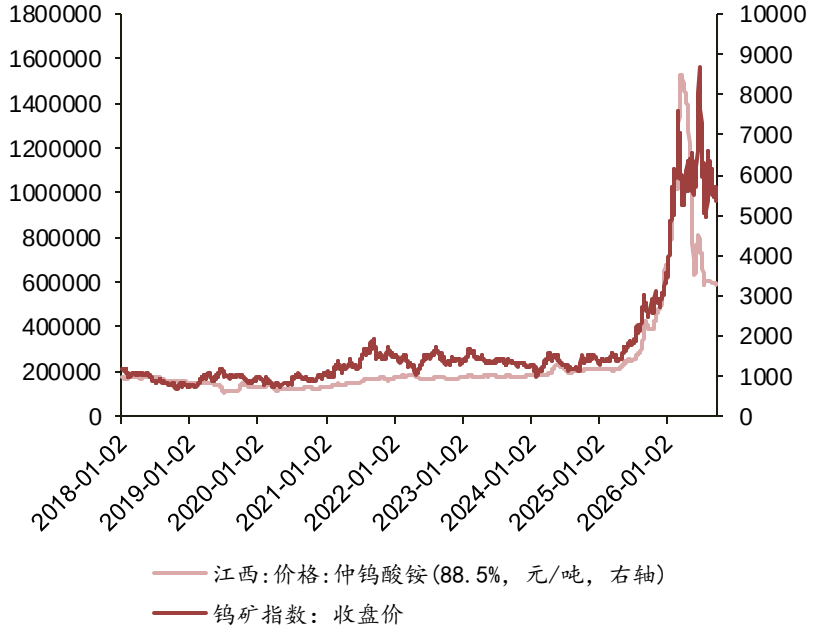
1.1.3 能源金属：钴钨商品价格回落

截至2026年9月24日，钴矿指数为2602.82，较年初下降14.92%；钨矿指数为5355.90，较年初上涨54.14%；四氧化三钴24.45万元/吨，较年初下跌32.08%；仲钨酸铵价格为58万元/吨，较年初下降13.43%。

钴价和钴矿指数走势



钨价和钨矿指数走势

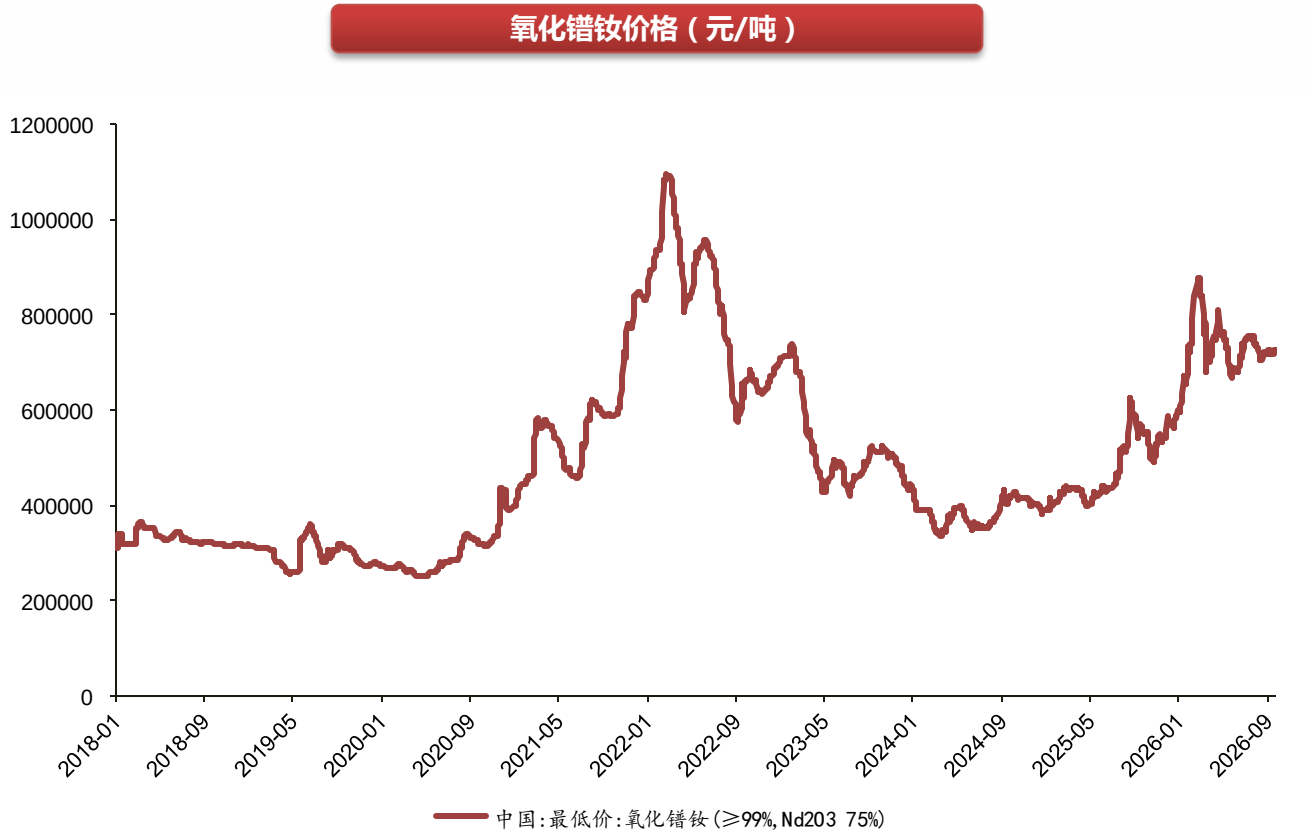


数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1.3 能源金属：稀土价格高位震荡

截至2026年9月24日，氧化镨钕最低价格上升至72.72万元/吨，较年初上涨21.71%。



数据来源：wind，西南证券整理

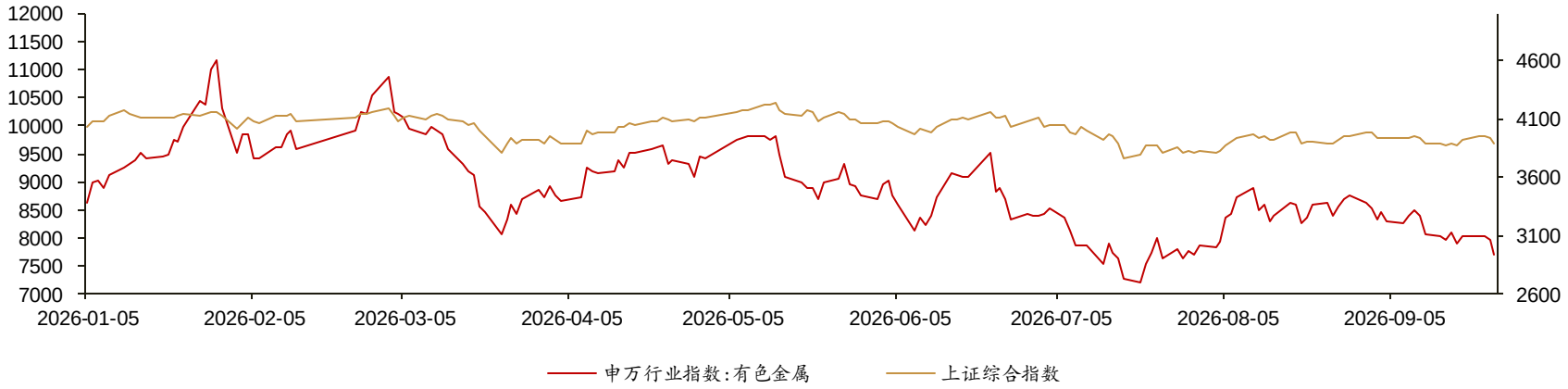
下载日志已记录，仅供内部参考

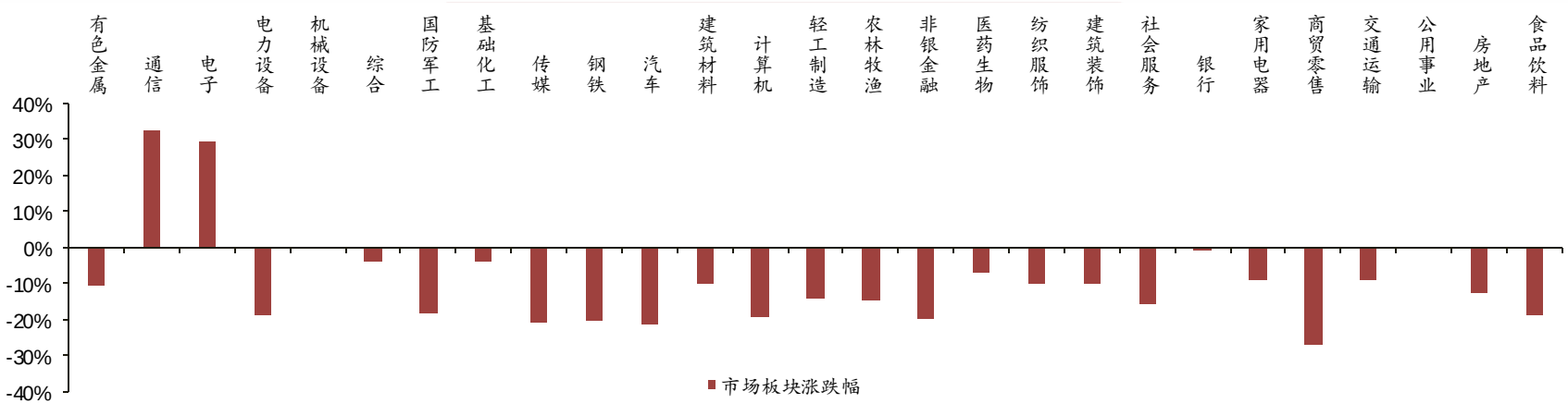
1.2 有色板块趋势转弱

1.2.1 整体板块年初至今累计跌幅10.91%，目前PE估值低于历史均值

2026年有色金属板块弱于大盘。2026年初至2026年9月24日，有色金属累计下跌10.91%，上证指数累计跌幅3.36%。

有色板块行情表现弱于市场大盘





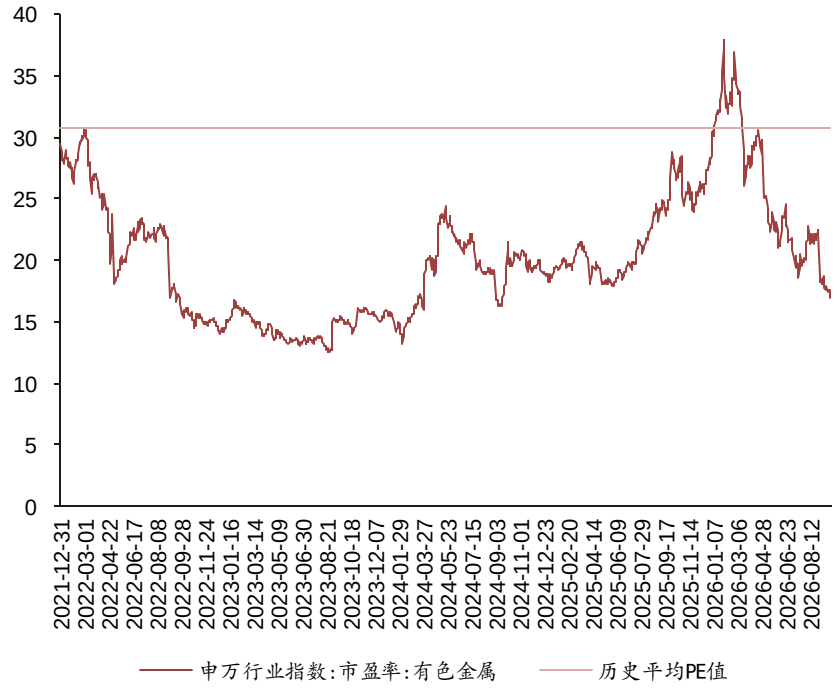
数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

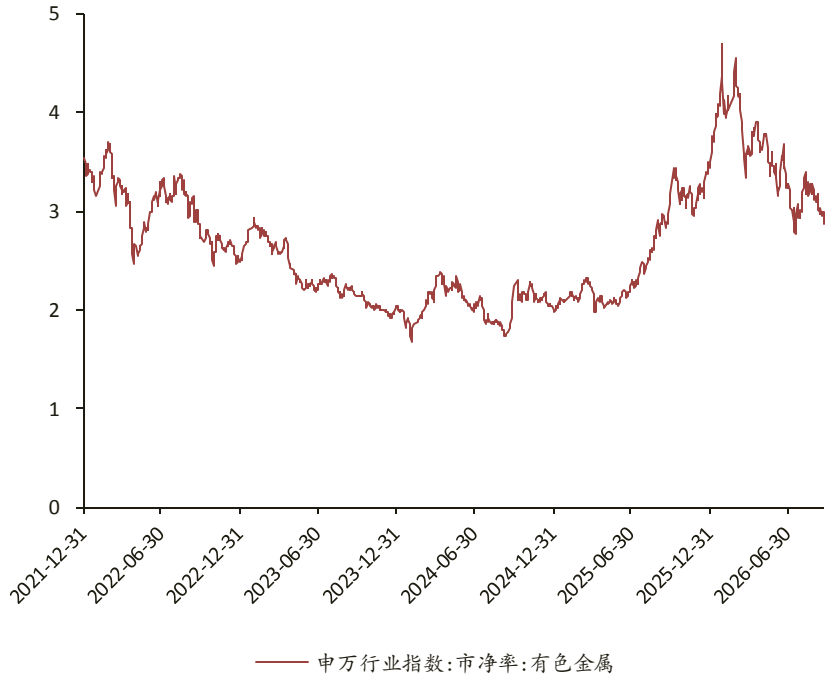
1.2.1 整体板块年初至今累计跌幅达10.91%，目前PE估值低于历史均值

有色板块估值目前处于历史均值。2021年12月31日至2026年9月24日，有色板块PE历史估值中枢为30.78倍，PE最高值为37.95倍。截至2026年9月24日，有色行业PE为16.89倍；2021年12月31日至2026年9月24日，有色板块PB历史估值中枢为2.65倍，截至2026年9月24日，有色行业PB为2.87倍。

有色板块PE估值显著下降（倍）



有色板块PB估值显著下降（倍）



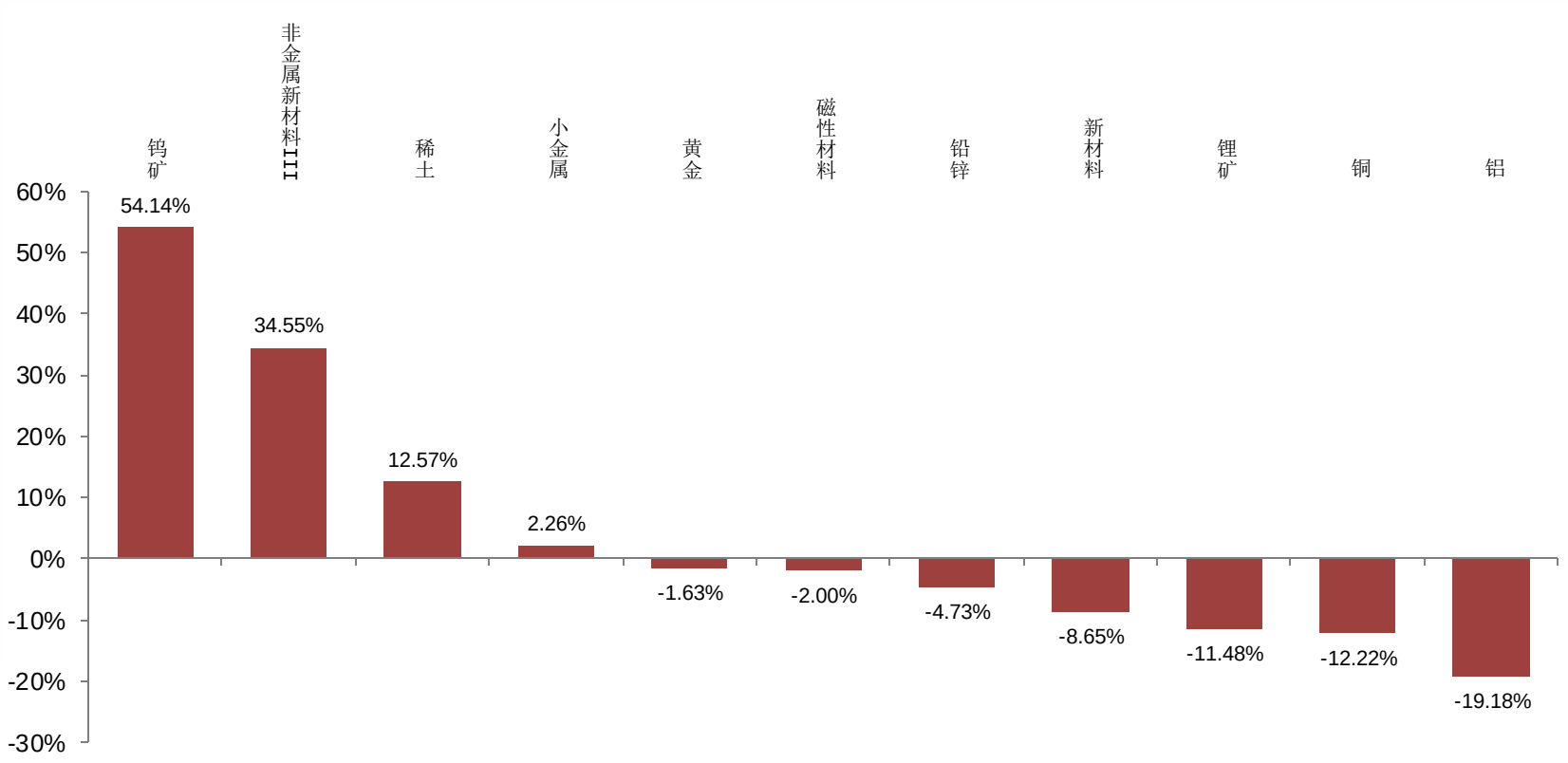
数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2.2 钨、非金属材料、稀土表现较好，锂、铜、铝涨幅落后

子板块中，钨矿、非金属新材料和稀土今年表现相对较好，截至2026年9月24日，钨矿、非金属新材料和稀土涨幅分别为54.14%、34.55%和12.57%。

有色金属各子板块涨幅情况



数据来源：wind，西南证券整理

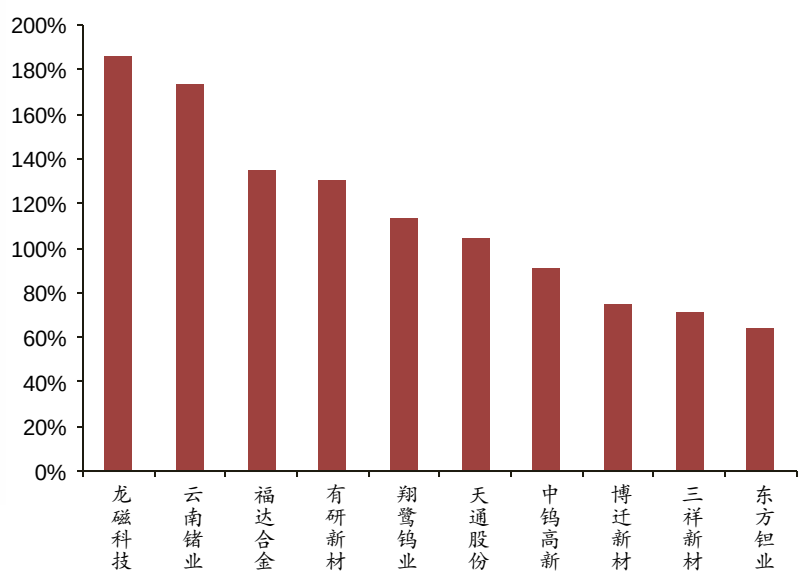
下载日志已记录，仅供内部参考

1.2.3 有色个股：AI小金属相关标的表现亮眼，资源品标的受价格拖累

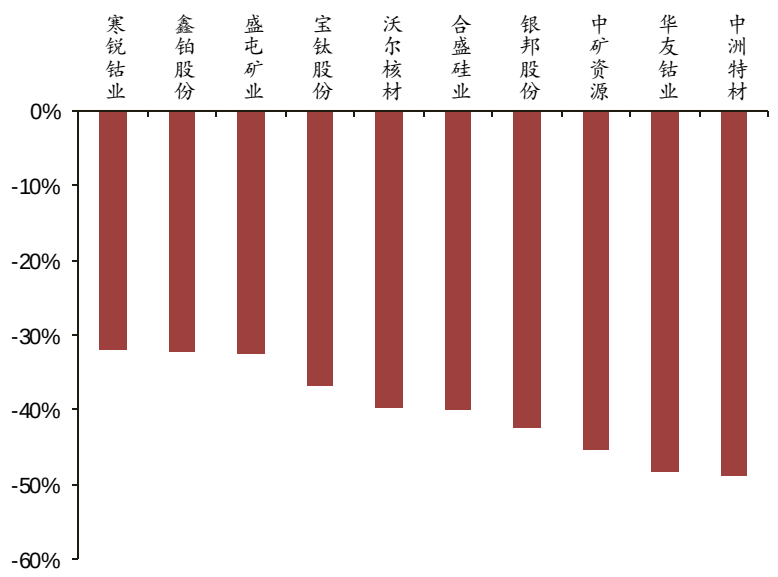
截止至2026年9月24日，涨幅居前的个股：多是小金属相关标的，主要受AI需求爆发带动盈利和估值双升，表现亮眼；

跌幅居前的个股：主要受相关资源品价格下跌影响，同时受下游需求疲弱拖累明显。

2026年初至2026年9月24日有色行业个股涨幅前十



2026年初至2026年9月24日有色行业个股跌幅前十



数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1 回顾：铜锡价格涨幅明显，加工板块承压

2 分母端金银铜：美元信用下滑背景下持续看多铜金银

3 分子端铝锡：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视

4 新能源相关：供应扰动频发，关注趋势机会

5 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 黄金：通胀压力延续，美联储重启加息

美联储利率中枢上移或压制金属金融属性。当地时间2026年9月16日，美联储召开年内第七次货币政策例会，宣布将联邦基金利率上调25个基点至3.75%-4.00%，为三年多来首次加息。此前，美联储已于2026年6月将年内降息预期转为加息指引，并在7月会议上按兵不动，持续释放货币政策收紧信号。点阵图显示，预计2026年年底将再加息一次，年末利率中位数预测为4.125%，较2026年6月预测的3.8%进一步上修。通胀反弹压力延续，8月CPI同比涨幅3.4%，仍高于2%政策目标，就业市场保持韧性，为货币政策进一步收紧预留空间。

CME利率期货数据显示（截至 2026年9月28日），市场普遍认为2026年12月将再加息一次，点阵图与市场预期的同步上修，强化了对政策紧缩延续的判断。利率中枢持续抬升或压制黄金、有色金属等资产的金融属性与估值弹性，尤其在通胀黏性与货币政策紧缩共存的背景下，贵金属与资源类板块的估值弹性或受限，需关注加息节奏与通胀数据的边际变化。

CME利率期货预测（截至2026年9月30日）

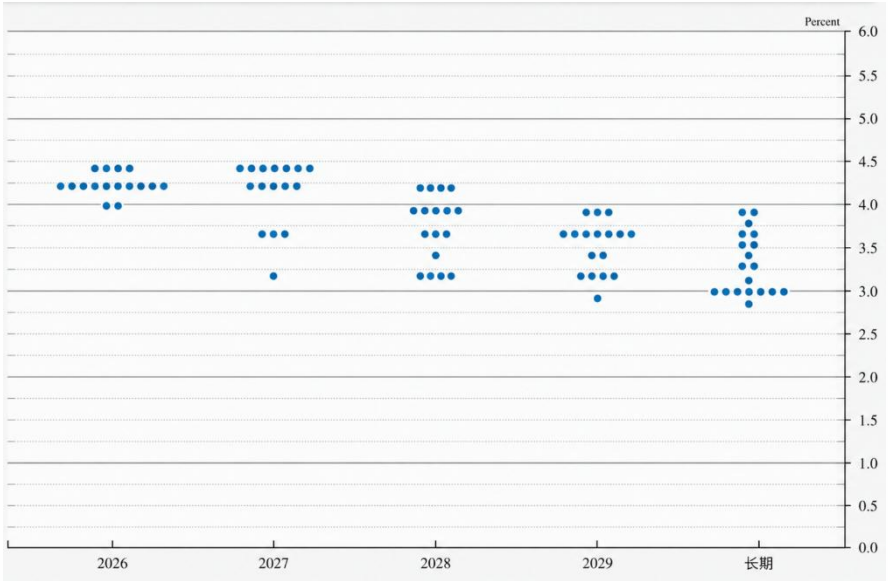
联邦基金利率期货（FED FUND FUTURES）

	ZQZ5	ZQF6	ZQG6	ZQH6	ZQJ6	ZQK6
期货价格	96.2788	96.3625	96.3975	96.4250	96.4950	96.5200

CME FedWatch 加息/降息概率分布

会议日期	加息概率 (>0.25%)	维持不变概率 (0.00%-0.25%)	降息概率 (<0.00-0.25%)
2026年10月28日	47%	0%	53%
2026年12月9日	91%	0%	9%

美联储2026年9月利率点阵图



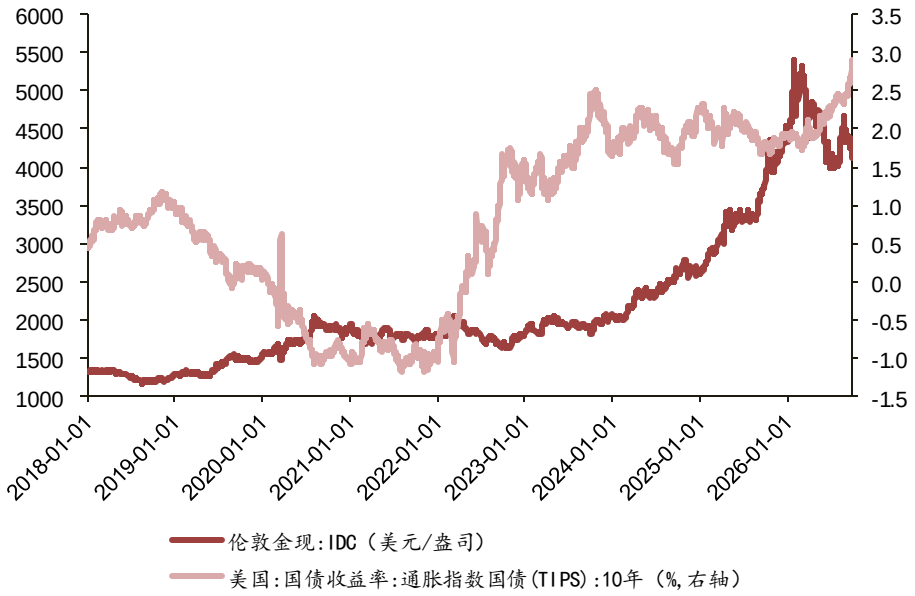
数据来源：CME，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

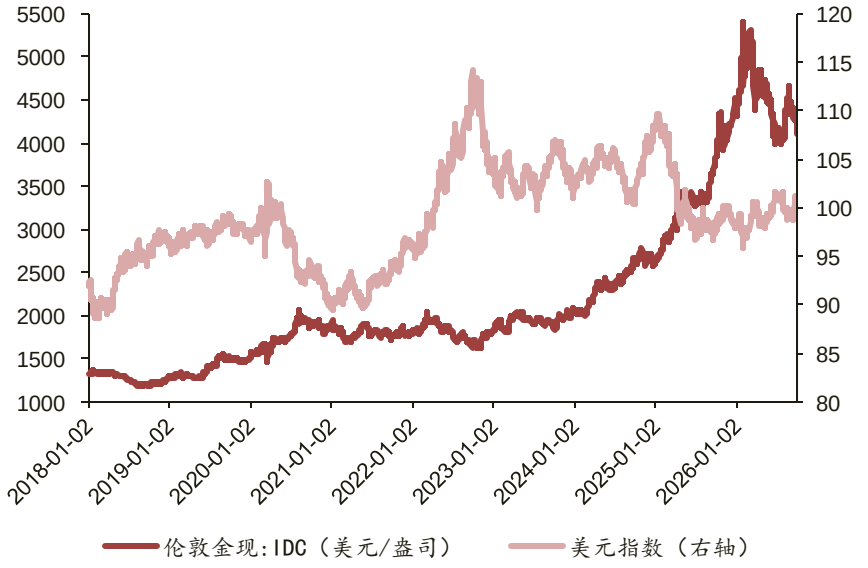
2.1 黄金：实际利率对黄金形成压制

美联储货币周期再度收紧或带动美债收益率和美元指数中枢上移。实际利率和美元分别是影响黄金金融属性和货币属性的主要指标，与金价整体呈负相关关系。加息周期开启后，实际利率上行带来金价回落，2022年11月后美联储加息放缓，实际利率的上行中止，美元指数中枢下移，带动黄金价格抬升。2024年9月开始进入降息周期，金价自2000美元附近一路上行至2026年高点5300美元上方；但2026年9月美联储三年多来首次重启加息25bp至3.75%-4.00%，点阵图暗示年内仍有一次加息，实际利率预期与美元指数自低位同步反弹，金价自高点回调约千美元，后续需关注通胀黏性下加息节奏对实际利率和美元的进一步驱动。

实际利率与黄金价格



美元指数与黄金价格



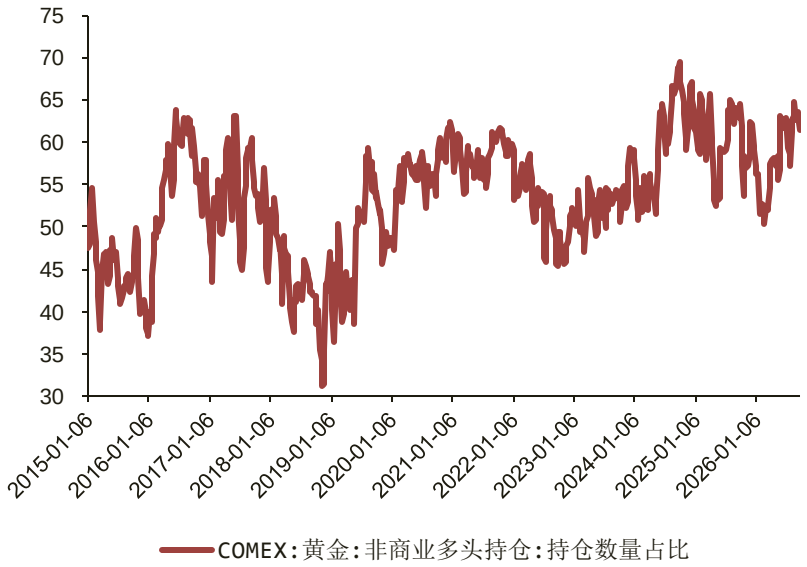
数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

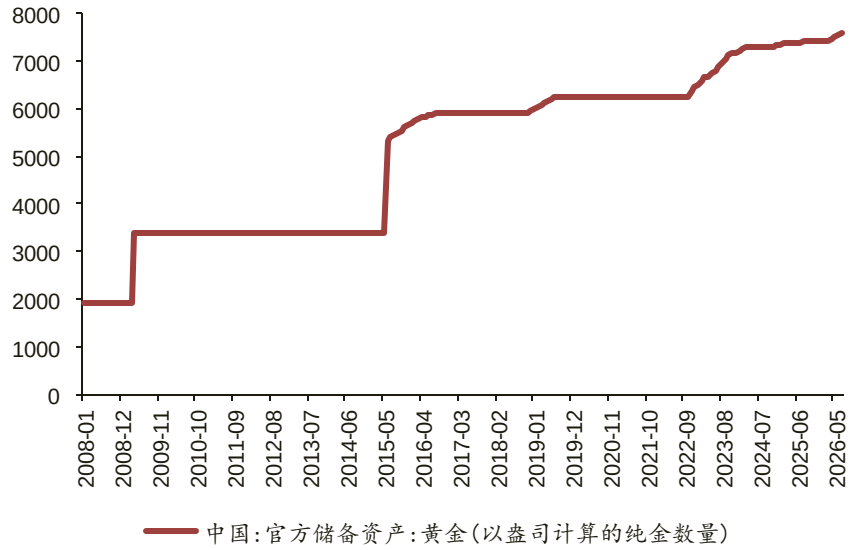
2.1 黄金：央行持续购金，战略配置地位提升

央行增加黄金储备，黄金战略配置地位提升。2022年以来局部冲突频现，地缘政治风险凸显黄金的避险价值属性，2022下半年开始，全球央行黄金储备量出现明显上升，中国、俄罗斯、土耳其、印度等国家贡献主要购金量。根据人民银行公布，截至2026年8月末中国官方储备黄金达到7673万盎司，同比增储幅度约3.7%，自2024年11月以来已连续22个月增持。2024年初至今，海外黄金ETF持仓占比持续震荡上行，截止至2026年9月22日，COMEX黄金非商业多头持仓占比自24年初约58%震荡上行至约62%。

海外黄金ETF持仓占比



中国黄金储备



数据来源：wind，中国人民银行，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

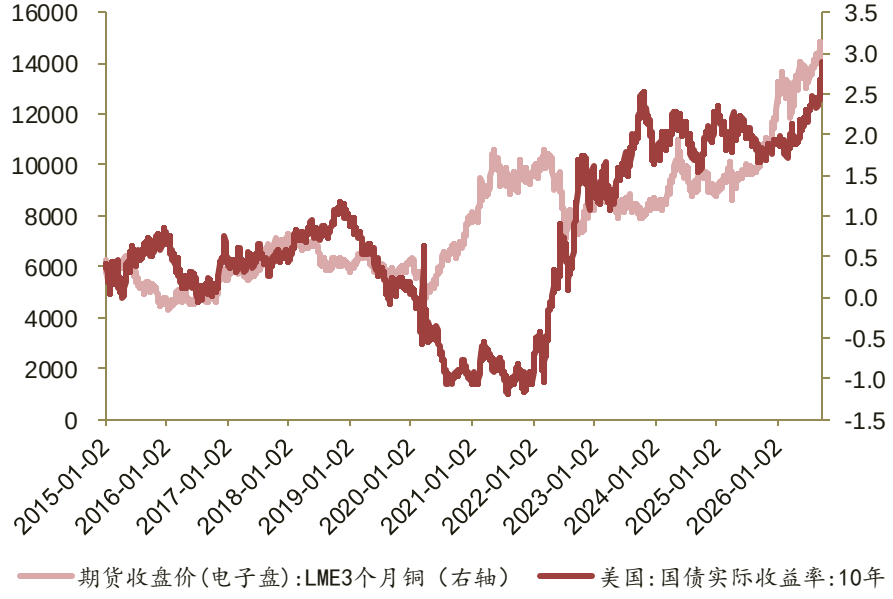
2.2 铜：美联储重启加息压制铜金融属性

美联储加息周期延续或短期压制铜金融属性。铜被视为宏观经济的晴雨表，价格波动受金融属性影响大。美元指数和国际铜价有明显的负相关性，从近五年二者的拟合来看，美元指数的大幅下行往往带来铜价重心的趋势性提升。美元指数自2022年10月加息节奏放缓后开始筑顶回落，但2026年9月美联储三年多来首次重启加息，美元指数自低位反弹至105附近，美债收益率同步上行，短期铜的金融属性或受到压制；后续需关注加息见顶信号及美元指数何时重新转弱，铜价的金融属性驱动才能重新占优。

美元指数与铜价变化



美债收益率与铜价变化



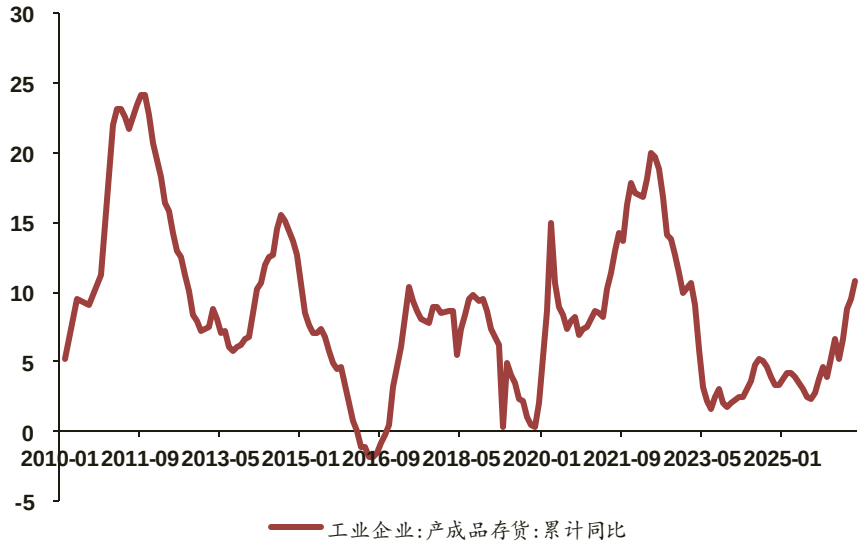
数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

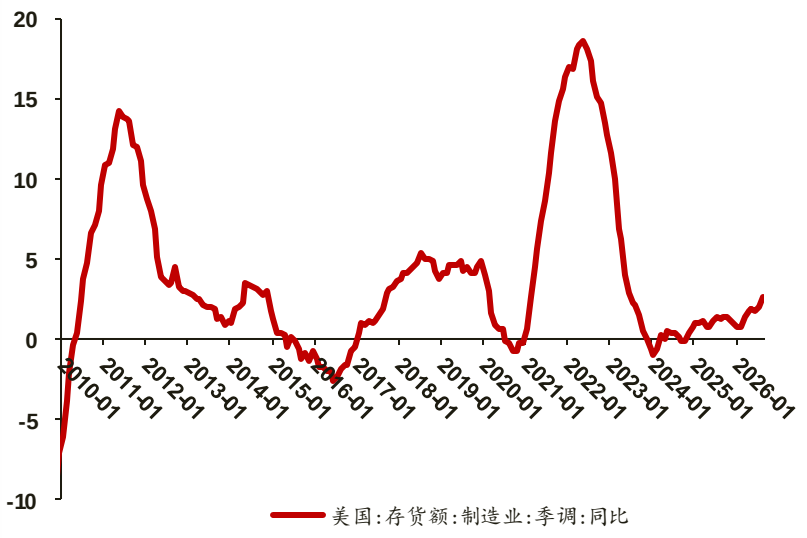
2.2 铜：制造业进入补库周期

中美制造业库存周期处于底部，补库周期或拉动需求扩张。制造业是基本金属重要的需求行业之一，中美制造业库存周期和基本金属的价格周期重合度较高。2009-2011年间中美制造业的共振补库周期对应基本金属长达两年的价格上行；2012-2015年间制造业缓慢去库下，金属价格整体进入下行周期；2016-2018年的补库周期带动金属价格再度走高；2020-2021年疫情后的制造业大幅补库，带动工业金属再度进入牛市。2022年初中美制造业先后进入去库周期，基本金属价格也见顶回落，当前中美制造业进入补库周期有望带动需求周期性回升。

中国工业企业产成品存货变动



美国制造业存货额变动（%）



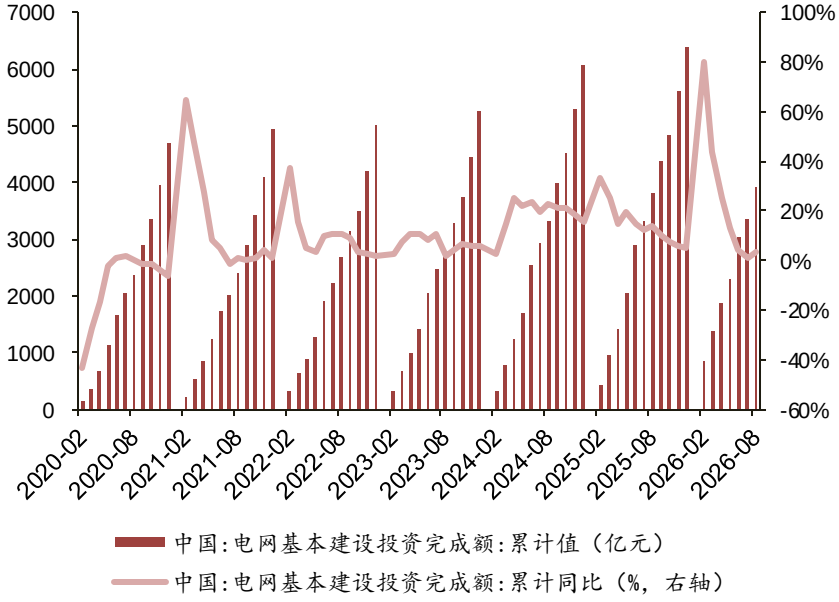
数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

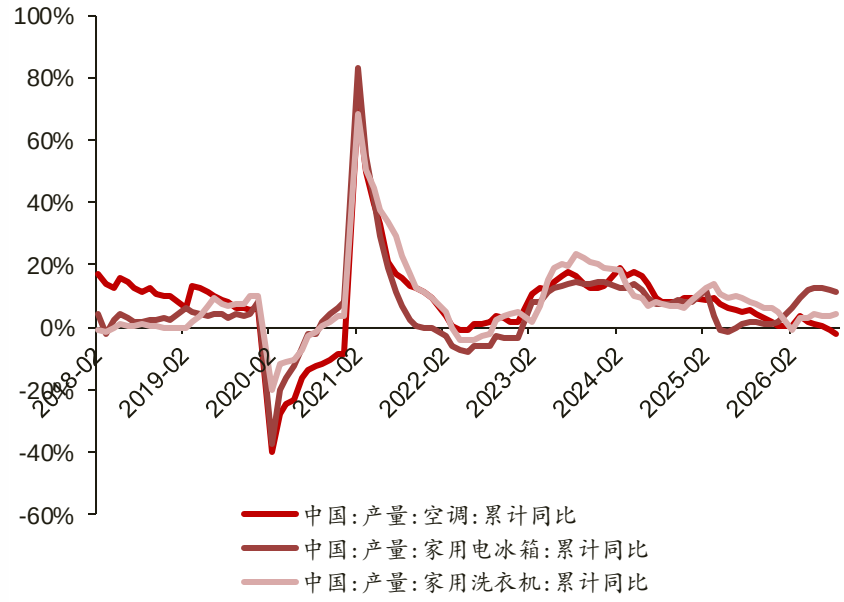
2.2 铜：电网投资持稳，家电产销维稳

电网投资持稳，家电产销稳定。2026年1-8月电网实际投资增速累计同比+3.6%，电网投资加大，积极拉动铜等金属的消费。受益于地产后周期拉动，2026年1-8月冰箱、洗衣机的产量增速维持高位，空调、冰箱、洗衣机累计产量增速分别为-2.2%、11.6%、4.0%，家电对金属的消费维持正向拉动，后期或跟随竣工增速波动。

电网投资建设平稳



主要家电产量同比增长



数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 铜：供需缺口呈扩大趋势，铜价中枢不断抬升

精炼铜供需缺口扩。基于对国内新增冶炼产能和26上半年精炼铜进口量的统计，我们给予2027年国内精炼铜产量2.0%的增速，假定精炼铜进口量增速1.0%。合理赋予主要需求领域增速后，推算2027年精炼铜需求增速4.5%，年内精炼铜市场处于大幅短缺的格局，精炼铜低库存的格局将继续延续，基本面对铜价中枢起到支撑的作用。

中国铜需求拆分（万吨）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
电网	854	897	951	1027	1109
yoy	15.4%	5.0%	6.0%	8.0%	8.0%
建筑	90	77	69	66	66
yoy	-25.0%	-15.0%	-10.0%	-5.0%	0.0%
汽车	123.1	144.8	161.7	162.7	165.4
yoy	18.3%	17.6%	11.7%	0.6%	1.7%
其中，传统油车	31.3	29.9	23.9	17.9	13.5
yoy	-17.4%	-4.5%	-20.0%	-25.0%	-25.0%
其中，新能源汽车	91.8	114.9	137.8	144.7	152.0
yoy	38.7%	25.1%	20.0%	5.0%	5.0%
新能源发电	113.6	122.8	116.0	114.5	117.3
yoy	13.2%	8.2%	-5.5%	-1.3%	2.5%
其中，光伏	85.9	92.5	83.2	79.0	79.0
yoy	15.7%	7.6%	-10.0%	-5.0%	0.0%
其中，风电	27.6	30.4	32.8	35.4	38.3
yoy	6.0%	10.0%	8.0%	8.0%	8.0%
机械电子	131	133	126	129	132
yoy	2.0%	2.0%	-5.0%	2.0%	2.0%
家电	216	220	209	213	218
yoy	8.0%	2.0%	-5.0%	2.0%	2.0%
其他	168	170	172	175	180
总需求测算	1695	1765	1805	1887	1986
yoy	8.8%	4.1%	2.3%	4.5%	5.3%

中国铜供需平衡表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
铜需求（万吨）	1695	1765	1805	1887	1986
yoy	8.8%	4.1%	2.3%	4.5%	5.3%
精炼铜产量（万吨）	1364	1412	1440	1469	1498
yoy	4.0%	3.5%	2.0%	2.0%	2.0%
铜净进口（万吨）	374	355	302	305	308
yoy	15.8%	-5.0%	-15.0%	1.0%	1.0%
国储调节（万吨）	0	0	0	0	0
总供应不含废铜（万吨）	1738	1767	1742	1774	1806
yoy	7.2%	1.7%	-1.4%	1.8%	1.8%
供需缺口	43	2	-63	-113	-180

数据来源：wind，西南证券

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 铜冶炼利润：铜矿短缺，冶炼产能过剩，利润大幅下滑



数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

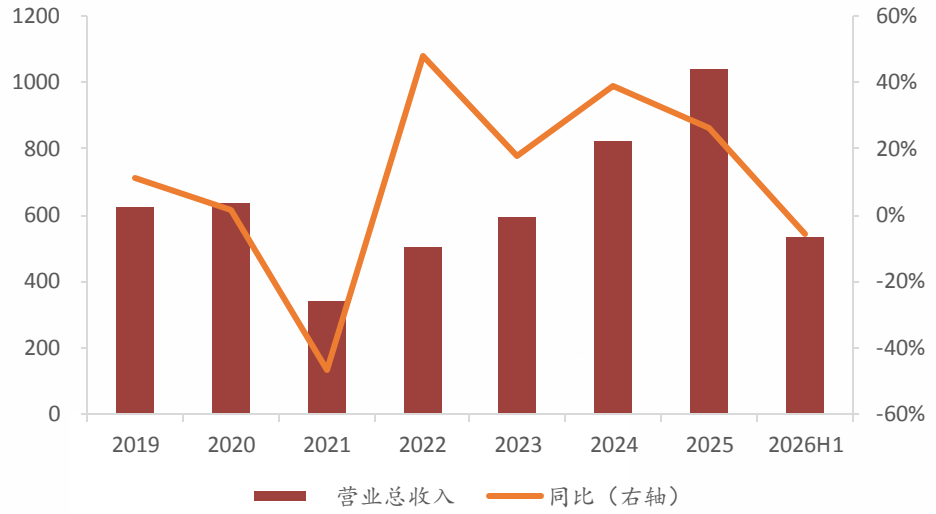
相关标的：山东黄金（600547）

行业层面：金价中枢持续上移。尽管美联储 2026 年 9 月重启加息 25bp 至 3.75%-4.00%，但通胀粘性与降息预期落空的背景下，实际利率上行空间有限；美国债务规模屡创新高，黄金作为信用货币的替代品，内在价值提升；逆全球化、全球风险事件增加、央行持续购金背景下将驱动黄金价格中枢继续上移。

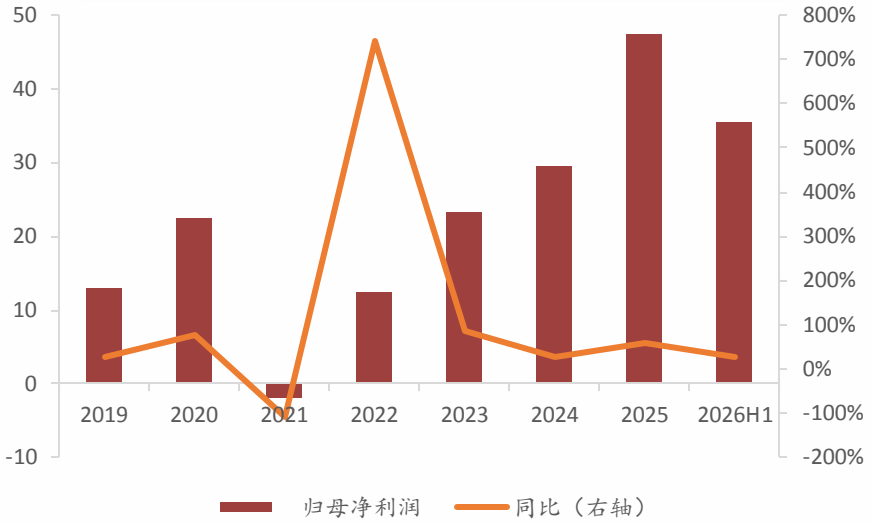
公司层面：公司持续增储扩产，做大资源优势。自2023年以来，公司相继收购山金国际28.89%股份，竞得大桥金矿采矿权及外围探矿权，收购昶泰矿业70%股权及西岭金矿探矿权，山金国际并购Osino Resources Corp.100%股权、云南西部矿业有限公司52.07%股权，山金国际控股子公司芒市华盛金矿开发有限公司并购周边一宗探矿权，上述并购大幅增加了公司的资源储备。

风险提示：黄金价格大幅下跌风险，远期矿山增产不及预期风险，海外运营风险。

2019年-2026H1公司营收及同比（亿元）



2019-2026H1公司归母净利润及同比（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

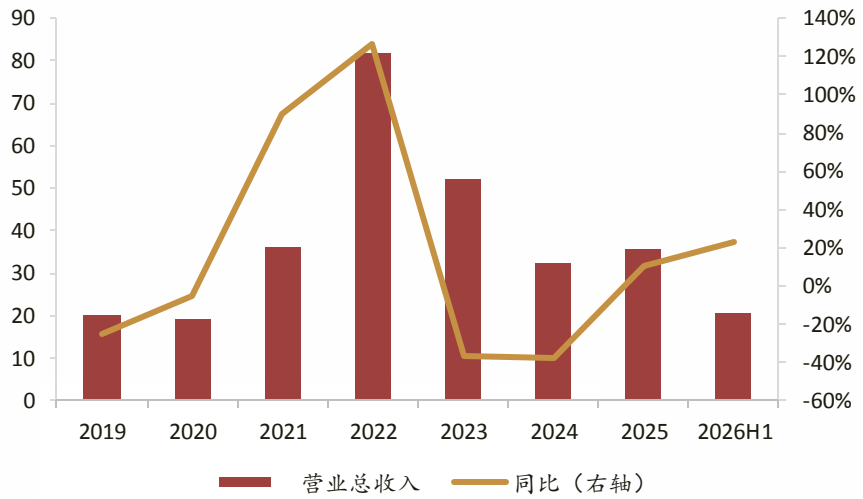
相关标的：藏格矿业（000408）

行业层面：供需缺口呈放大趋势，长期铜价中枢上行。尽管美联储 2026 年 9 月重启加息，但通胀见顶预期下实际利率上行空间有限，美元指数中枢偏弱，利于提振铜的金融属性。长期来看，铜矿供应扰动加剧，供给增速逐年下移，需求受益于新能源和 AI 算力需求保持高增，铜供需缺口呈放大趋势，低库存成为新常态，基本面支撑铜价中枢上行。

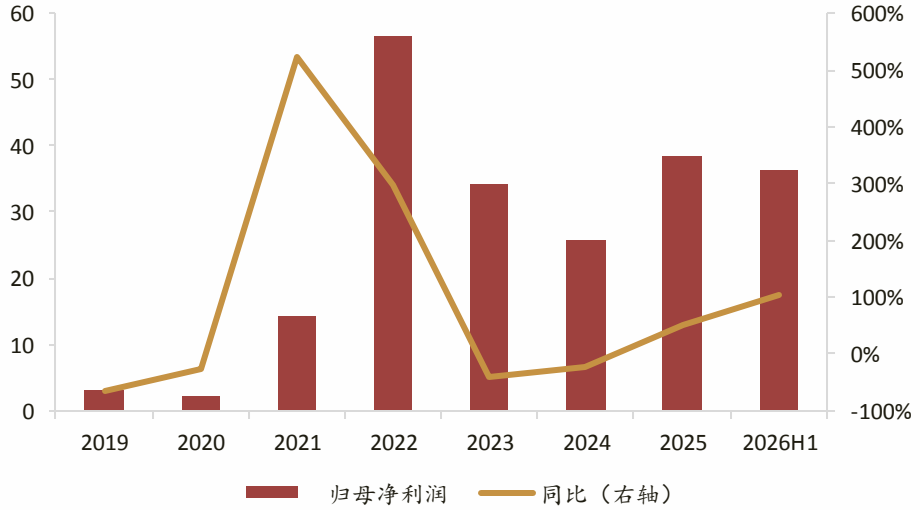
公司层面：1）巨龙铜矿持续量增，进一步增厚利润。巨龙铜矿二期已于 2026 年 1 月建成投产，2026 年预计矿产铜 30 万吨，达产后公司权益矿产铜产量将达 9.2-10.8 万吨 / 年，三期投产后公司权益铜产能将升至 18 万吨 / 年。2）钾锂稳中求进，加快项目建设。老挝钾肥规划产能一期 200 万吨 / 年，目前进入技术论证阶段。碳酸锂目前产能 1 万吨 / 年，麻米错 5 万吨项目已核准通过，进入施工阶段，预计 26 年底投产。

风险提示：铜价大幅下跌风险，远期矿山增产不及预期风险，钾肥项目建设不及预期风险。

2019年-2026H1公司营收及同比（亿元）



2019-2026H1公司归母净利润及同比（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

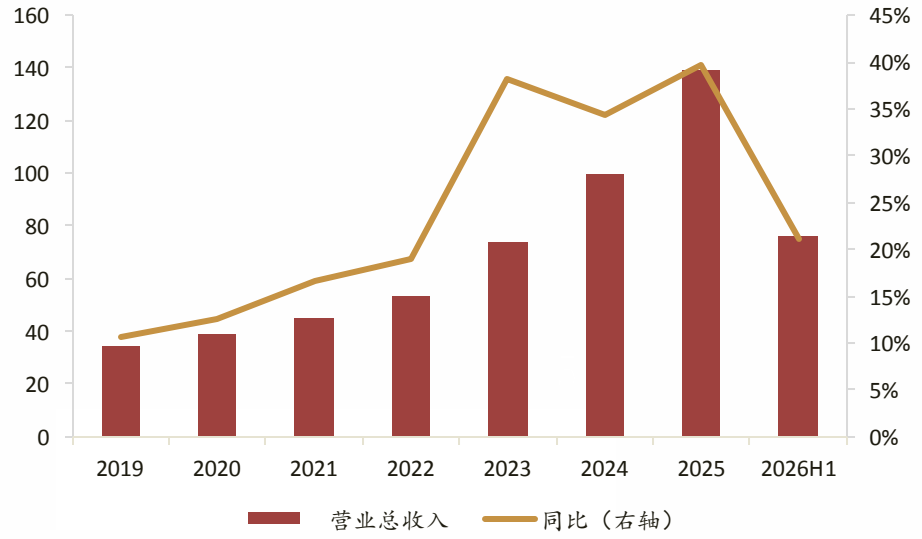
相关标的：金诚信（603979）

行业层面：供需缺口呈放大趋势，长期铜价中枢上行。尽管美联储 2026 年 9 月重启加息，但通胀见顶预期下实际利率上行空间有限，美元指数中枢偏弱，利于提振铜的金融属性。长期来看，铜矿供应扰动加剧，供给增速逐年下移，需求受益于新能源和 AI 算力需求保持高增，铜供需缺口呈放大趋势，低库存成为新常态，基本面支撑铜价中枢上行。

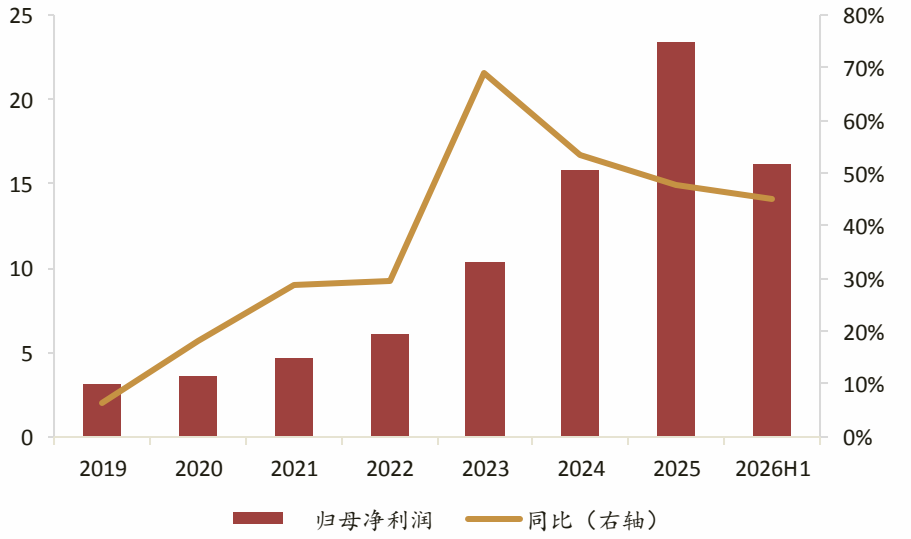
公司层面：铜矿+矿服双轮驱动，产量仍有增长。随着Lonshi铜矿放量、Lubambe铜矿技改达产，公司铜矿持续放量，扩产计划明确，远期铜矿产量有望达到15万吨/年。矿服业务在手订单充足，技术能力国内前列，矿服业务有望稳定增长。

风险提示：铜价大幅下跌风险，增产不及预期风险，海外运营风险。

2019年-2026H1公司营收及同比（亿元）



2019-2026H1公司归母净利润及同比（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

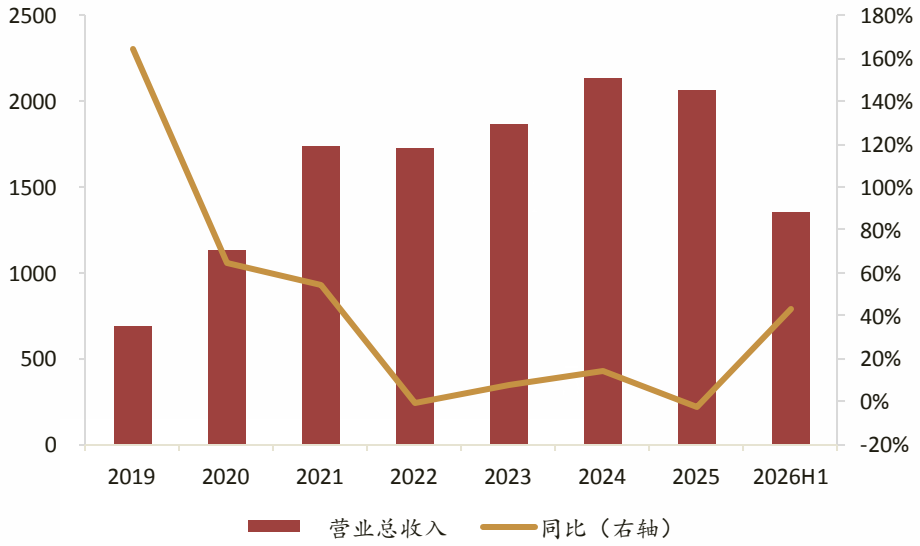
相关标的：洛阳钼业（603993）

行业层面：供需缺口呈放大趋势，长期铜价中枢保持高位。尽管美联储 2026 年 9 月重启加息，但通胀见顶预期下实际利率上行空间有限，美元指数中枢偏弱，利于提振铜的金融属性。长期来看，铜矿供给增速逐年下移，需求受益于新能源和 AI 算力需求保持高增，铜供需缺口呈放大趋势，低库存或成为新常态，基本面支撑铜价中枢维持高位。

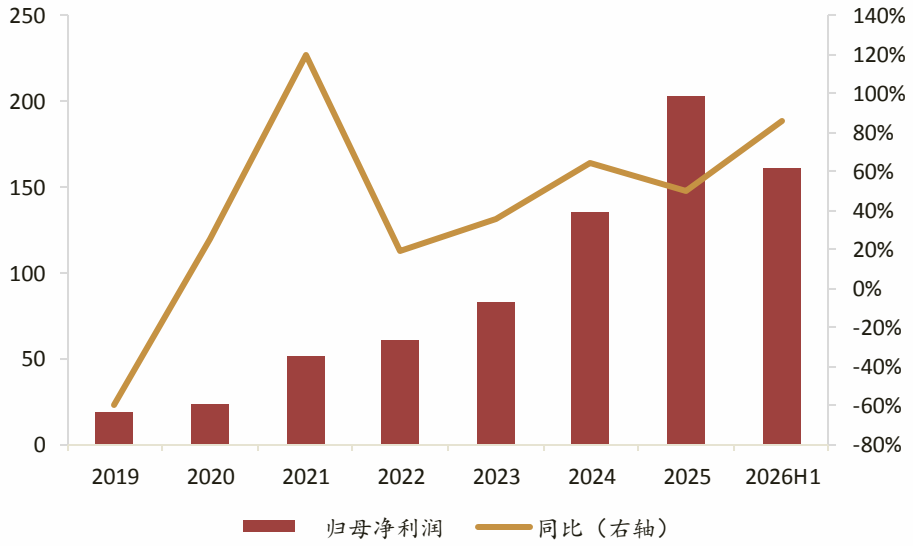
公司层面：持续推进TFM+KFM扩产工作。目前公司持续TFM西区项目和KFM二期扩产工作，已开展前期勘探工作，为实现2028年产铜80-100万吨的目标蓄力，远期来看，公司产量仍有成长性。

风险提示：铜锌钼等金属价格大幅下跌风险，项目进展不及预期风险，产销量不及预期风险等。

2019年-2026H1公司营收及同比（亿元）



2019-2026H1公司归母净利润及同比（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1 回顾：铜锡价格涨幅明显，加工板块承压

2 分母端金银铜：美元信用下滑背景下持续看多铜金银

3 分子端铝锡：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视

4 新能源相关：供应扰动频发，关注趋势机会

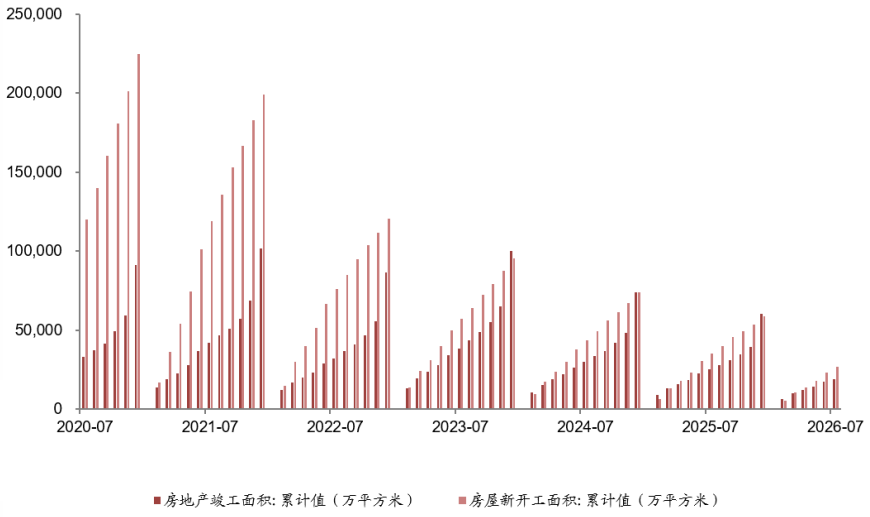
5 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 铝：需求疲软，建筑用铝边际走弱

建筑领域是铝型材的重要消费终端，其中竣工端幕墙及门窗是建筑用铝的核心应用场景。然而，近年来受房地产行业深度调整影响，竣工面积持续低迷。2022年以来，全国房屋竣工面积同比增速由正转负，尽管2023年“保交楼”政策推动下竣工端出现阶段性修复，但2024年以来竣工面积累计同比降幅扩大，竣工端整体呈现持续低迷态势，截至2026年7月，我国房地产竣工面积累计值为19195.35万平方米，同比下滑23.32%，新开工面积累计值为26700.19万平方米，同比下滑24.16%。竣工端的疲软直接传导至幕墙、门窗等铝加工环节，导致建筑铝型材订单明显收缩，加工企业开工率维持低位，部分中小企业面临出清压力。与此同时，房企资金紧张导致幕墙门窗工程款支付周期拉长，进一步抑制了铝加工企业的接单意愿。

新开工、竣工面积累计缺口缩小（万平方米）



数据来源：ifind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 铝：汽车轻量化发展趋势强劲，原铝有望充分受益

新能源汽车轻量化是长期趋势，也是铝需求增长的核心驱动力。尽管燃油车产量持续下滑，但新能源汽车产量逐年攀升，带动汽车用铝结构发生根本性变化。传统燃油车单车用铝仅约120-150kg，且多用于轮毂、发动机等非核心部件；而新能源汽车因电池包重达200-300kg，对减重需求更为迫切，每减重100公斤，新能源汽车续航里程可增加约10公里（燃油车百公里油耗仅降低0.3-0.6升），铝材由此成为新能源车“减重续命”的关键材料。据中汽协数据，2025年我国新能源汽车产量达1662.6万辆，同比增长29%，渗透率达48.1%，较上年增加6.9个百分点。预计2026年/2027年/2028年的新能源汽车产量分别为1907万辆/2089万辆/2284万辆，同比增长15%/10%/9%，新能源车渗透率分别为53.5%/56.6%/60.7%。

我国汽车行业用铝测算

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
燃油车（万辆）	2253.7	1996.3	2057.4	1839.4	1790.5	1657.0	1600.0	1477.0
燃油车用铝量（千克/辆）	145.0	150.0	170.0	170.0	170.0	175.0	180.0	185.0
燃油车用铝量（万吨/年）	326.8	299.4	349.8	312.7	304.4	290.0	288.0	273.2
新能源车产量（万辆）	354.5	705.8	958.7	1288.8	1662.6	1907.0	2089.0	2284.0
新能源用铝量（千克/辆）	173.0	188.0	220.0	250.0	300.0	320.0	340.0	350.0
新能源车用铝量（万吨/年）	61.3	132.7	210.9	322.2	498.8	610.2	710.3	799.4
汽车用铝量（万吨/年）	388.1	432.1	560.7	634.9	803.2	900.2	998.3	1072.6
yoy	10.18%	11.34%	29.74%	13.24%	26.50%	12.08%	10.89%	7.45%

数据来源：SMM，中汽协，新能源汽车制造链，第一财经，观研天下，西南证券

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 铝：光伏用铝将呈现“总量回升、单耗下降”的格局

预计2027年底前陆续建成“十四五”期间规划的三交九直特高压输电通道，风光大基地电力外输能力将显著提升。同时，省间电力交易不断完善、国内统一大市场逐步建成，以及AIDC强制绿电消费等因素，将共同推动自2028年起装机增速提高。我们预计2026/2027/2028年我国光伏新增装机为208/222/230GW。组件技术迭代加快，发电效率提升导致单GW用铝量下降。预计2026/2027/2028年的光伏行业用铝量为214.22/244.36/269.18万吨

我国光伏行业用铝测算

	2025	2026E	2027E	2028E
我国光伏新增装机（GW）	317	208	222	230
TOPCon 组件发电量（W）	560	560	560	560
TOPCon 组件单 GW 光伏边框用铝量（吨/GW)（单组光伏边框重 2.4 千克）	4286	4286	4286	4286
我国 TOPCon 市占率	86.90%	82.00%	80.00%	76.00%
TOPCon 组件光伏边框用铝量(万吨/年）	118.06	73.10	76.11	74.91
HJT 组件发电量（W)	650	650	650	650
HJT 组件单 GW 光伏边框用铝量（吨/GW)（单组光伏边框重 2.4 千克）	3692	3692	3692	3692
我国 HJT 市占率	13.10%	18.00%	20.00%	24.00%
HJT 组件光伏边框用铝量(万吨/年）	15.33	13.82	16.39	20.38
光伏边框用铝量(万吨/年）	**133.39**	**86.92**	**92.51**	**95.30**
光伏支架钢材单 GW 重（万吨/GW)	18	18	18	18
镀铝镁锌钢材单 GW 用铝量（铝占比约 10%）	1.8	1.8	1.8	1.8
镀铝镁锌钢材市占率	30%	34%	38%	42%
光伏支架用铝量(万吨/年）	**171.18**	**127.296**	**151.848**	**173.88**
光伏用铝量(万吨/年）	**304.57**	**214.22**	**244.36**	**269.18**

数据来源：SMM，西南证券

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 铝：铝材为储能系统的关键材料

储能行业的快速发展对铝材产生了巨大的增量需求，铝材凭借轻量化、抗腐蚀、加工性能优异及低碳属性，成为储能系统的关键材料。从行业增长动能来看，全球储能电芯产量正进入高速增长期。据SMM测算，2025年全球储能电芯的需求约529.4GWh，2026/2027/2028年预计需求达到773.68/806.74/879.98GWh。据SMM测算，2025年储能系统单耗1780t/GWh。在储能系统的铝材用量结构中，铝型材、铝板带、铝箔分别占据44%、38.5%与17.5%的份额展望后市，三者面临的共性变量是大电芯技术普及所带来的单位GWh结构件数量减少，将对单耗形成稀释效应，但全球储能装机量的爆发式增长仍将驱动铝材总需求持续攀升，预计2026/2027/2028年单GW用铝量分别为1765/1750/1735吨，预计2026/2027/2028年储能环节用铝量用量分别为136.55/141.18/152.68万吨。

2025-2028E储能环节用铝量

	2025	2026E	2027E	2028E
全球储能电芯产量（GWh/年）	529.40	773.68	806.74	879.98
铝箔单耗（吨/GWh）	312	305	300	295
铝箔储能环节用铝量（万吨/年）	16.49	23.60	24.20	25.96
铝板带单耗（吨/GWh）	685	680	675	670
铝板带储能环节用铝量（万吨/年）	36.28	52.61	54.45	58.96
铝型材单耗（吨/GWh）	783	780	775	770
铝型材储能环节用铝量（万吨/年）	41.46	60.35	62.52	67.76
铝单耗（吨/GWh）	1780	1765	1750	1735
铝储能环节用铝量（万吨/年）	94.23	136.55	141.18	152.68
yoy		44.91%	3.39%	8.14%

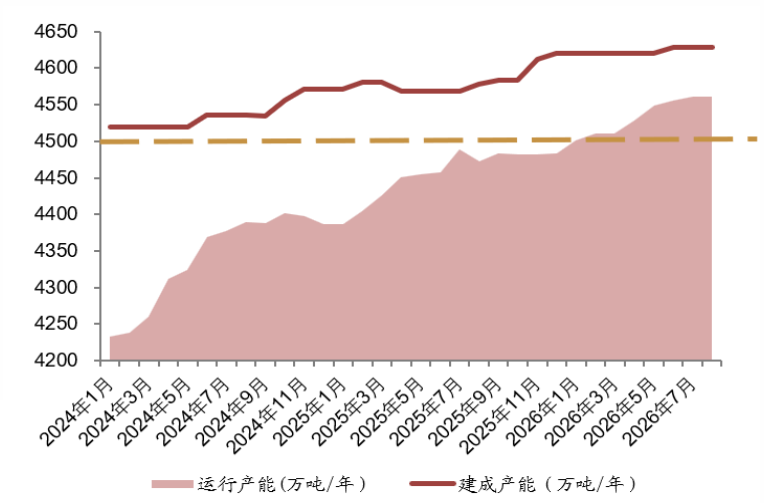
数据来源：SMM，西南证券

下载日志已记录，仅供内部参考

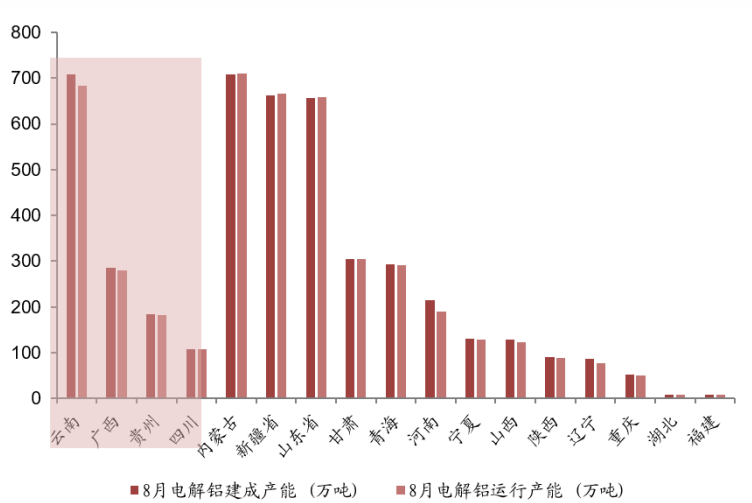
3.1 铝：供给端的刚性约束是我国电解铝行业的长期逻辑

国内电解铝产能天花板已达上限，产量波动受西南天气影响。除了企业产能置换阶段性减停产或自愿减产，受能耗“双控”、“双碳”政策极端天气或者电力紧张等因素影响，各电解铝厂会根据要求进行限电限产。环球零碳研究表示，随着2020年“双碳”目标提出后，以及2024年首次设立各省电解铝行业的绿电消费比例目标，整个行业加速从北方煤炭富集区向西南水电富集区大规模产能转移，开展了长达近十年的“北铝南移”大迁徙。据SMM数据，截至2026年8底，我国电解铝建成产能为4628.9万吨/年，较年初增加8.03万吨/年；运行产能4561万吨/年，较年初增加61.43万吨/年。现阶段我国电解铝产能主要集中于内蒙古、云南山东、新疆，四地运行产能合计2718万吨，占我国运行产能的59.61%。

我国电解铝月度建成及运行产能（截止至2026年8月底）



我国电解铝运行产能分布（截止至2026年8月底）



数据来源：环球零碳研究，SMM，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 铝：原料过剩、下游易扩张，行业利润向冶炼端富集

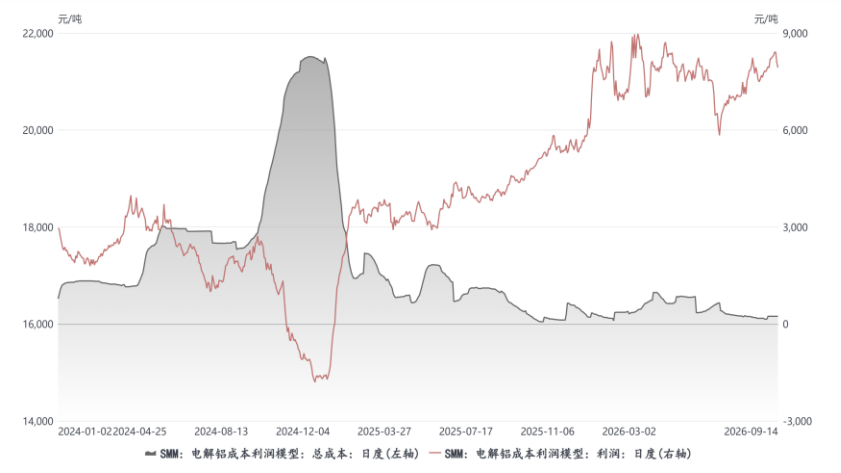
原料端供需格局偏过剩，铝产业链利润长期向冶炼端富集。电解铝主要的原料成本为氧化铝、能源和预焙阳极，今年以来氧化铝过剩格局延续，价格维持低位；预焙阳极受石油焦、煤沥青成本传导，价格随原料波动，但整体产能过剩格局未改、2026年以来价格震荡上行为主。煤炭经电力传导仍是成本端最大变量，不过水电丰枯对冲以及自备电成本阶段性回落形成对冲，电力成本并未单边上行。长期来看，上游原料端供需格局偏过剩，下游加工行业竞争壁垒低，且定价模式为铝价+加工费的固定模式，低价内卷严重，铝产业链利润有望长期向冶炼端富集。

电解铝主要原料成本价格



数据来源：ifind，西南证券整理

电解铝行业成本及利润情况



数据来源：SMM，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 铝：长期供需转为过剩，铝价中枢或将窄幅震荡

国内原铝产量难增长，但随着海外供应放量，远期原铝进口量将增加，长期供需平衡转为小幅过剩。2026年内高铝价抑制国内终端消费，储能，机械设备领域需求表现超预期，但仍然无法扭转需求下滑的走势。预计全年国内铝元素消费同比下降0.3%。2027-2028年，房地产前端数据仍然偏弱，但在政策调配下，装配式建筑，绿色建材(铝模板、幕墙)等需求降幅放缓。光伏板块经过2026年大幅回撤后预计重回温和增长趋势；新兴领域方面，储能用铝需求预计保持较高增速；新能源汽车轻量化趋势仍是支撑铝消费增长的重要领域;另外AI发展带来的算力需求预计拉动对于电力的需求与投资，进一步带动电力用铝增长。与此同时，工业、人形机器人产量预计进入高速增长。

整体看，传统领域需求转弱，新兴领域高速发展，未来新旧消费领域对冲补位，铝需求端有一定韧性。我们预计2026/2027/2028年我国电解铝供需平衡分别为49.89/54.12/48.13万吨，同比-5.05%/8.49%/-11.7%。

2025-2028E中国原铝供需平衡表

	2025	2026	2027	2028E
我国电解铝产量（万吨）	4456.6	4465	4470	4470
我国电解铝进口量（万吨）	224.94	200	250	300
我国铝消费量（万吨）	4629.00	4615.11	4665.88	4721.87
我国电解铝供需平衡（万吨）	52.54	49.89	54.12	48.13
yoy		-5.05%	8.49%	-11.07%

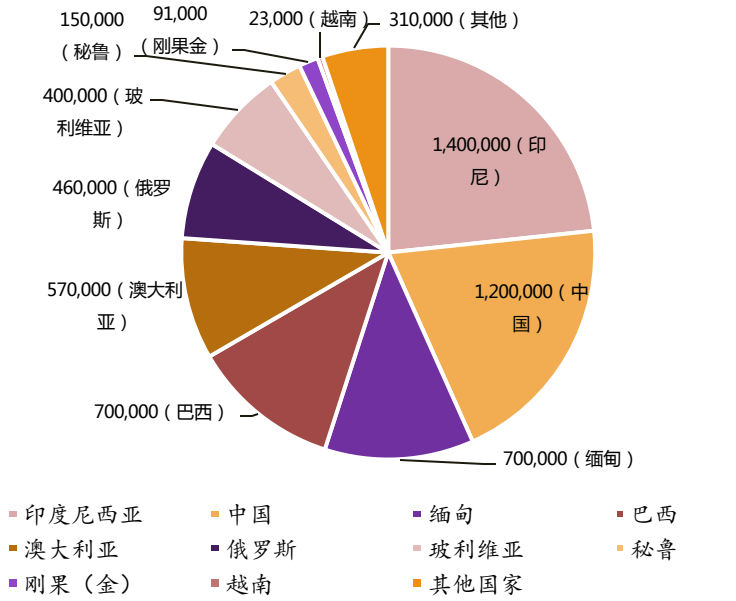
下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 锡：矿山端“三巨头”主导，供给日趋乏力

全球锡资源主要分布在印尼、中国、缅甸，这三个国家的储量占全球储量总量的55%。根据USGS，2025年全球锡储量约为600万吨。其中，印尼锡储量140万吨，占全球总储量的23.3%，位居世界首位。中国、缅甸的锡储量分列二三位，分别为120万吨和70万吨，储量占比为20%和11.67%。

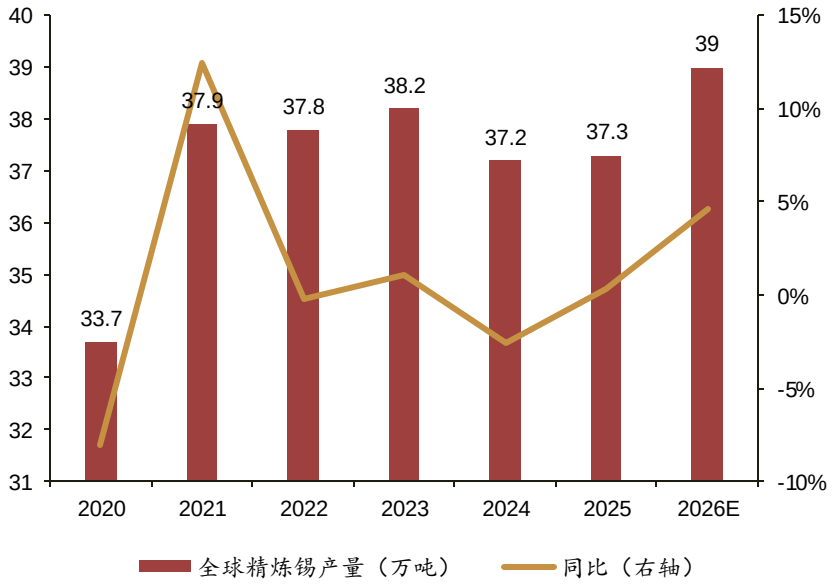
全球精炼锡产量主要集中在中国。根据ITA，预计2026年全球精炼锡产量39万吨，同比4.6%；中国以18万吨的精炼锡产量居全球之首，占全球精炼锡总产量的46%。

2025全球锡储量地区分布



数据来源：USGS，西南证券整理

全球精锡产量



数据来源：ITA，西南证券整理

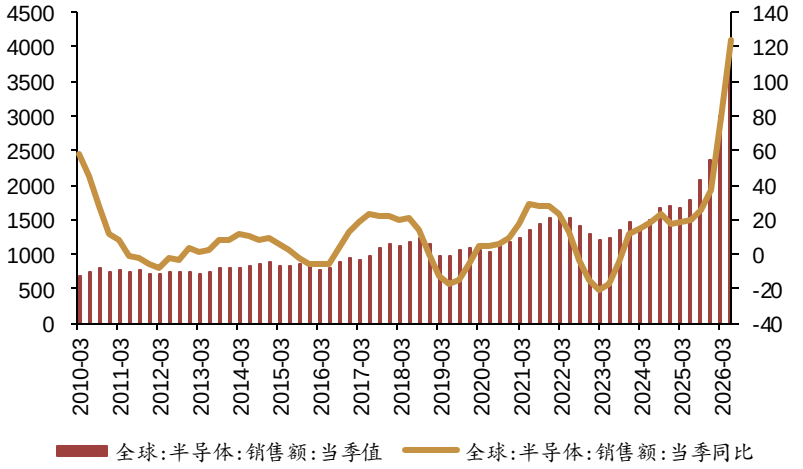
下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 锡：半导体+光伏焊带打开锡需求新增长空间

半导体行业发展前景较为广阔。现如今，电子产品更偏向小轻薄，虽然单个产品的锡耗量有所下降，但基于行业整体增速高，锡焊料用量仍保持上涨。因此，伴随汽车电子、5G等产业发展，半导体消费发展前景广阔，锡焊料的需求有望保持增长。2026年6月全球半导体销售额达4033亿美元，同比+123.60%。作为半导体的重要组成部分，截至2026年8月，我国集成电路产量累计达3860.4亿块，同比+22.3%。

1MW光伏组件所需锡金属量约为105kg。据ITA数据显示，1MW光伏电池所需光伏焊带约500kg，且焊料占焊带重量的35%左右。考虑到主流焊料中锡占比约60%，以此为依据，1MW光伏组件所需锡金属的量约为105kg。以此推算，2027年光伏行业用锡量将升至7.6万吨，光伏领域积极拉动锡需求。

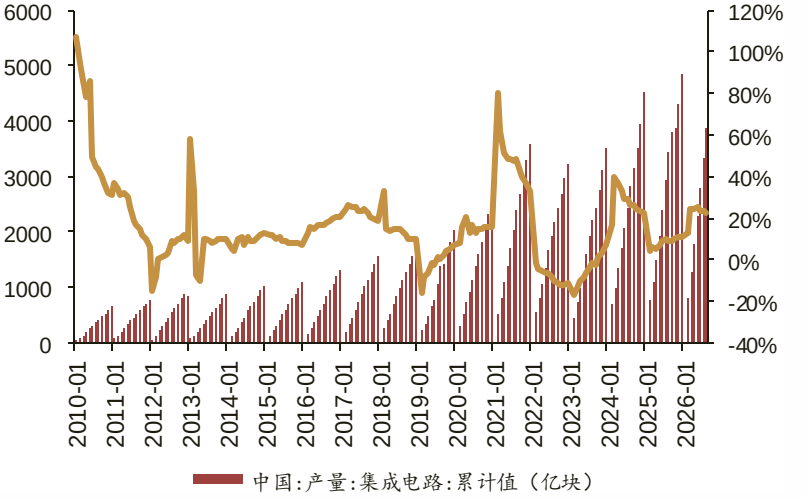
全球半导体销售额（亿美元）



全球光伏行业耗锡量测算

	2024	2025	2026E	2027E
光伏新增装机量（GW）	530	580	612	725
单位MW光伏组件所需光伏焊带量（kg/MW）	500	500	500	500
焊料在焊带中占比	35%	35%	35%	35%
焊料中锡金属占比	60%	60%	60%	60%
单位MW光伏组件所需锡金属量（kg/MW	105	105	105	105
单位GW光伏组件所需锡金属量（吨/GW）	105	105	105	105
光伏行业耗锡量（吨）	**55650**	**60900**	**64260**	**76125**
YOY	18.83%	9.43%	5.52%	18.46%

我国集成电路当月产量及增速



数据来源：CPIA，ITA，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 锡：供需趋紧，锡价有望进入上行周期

供给端方面，全球矿端资源禀赋下降，供给端缺乏弹性。全球锡矿品位不断下降，其中中国、印尼地区产量小幅增长，缅甸地区受禁令影响产量大幅下滑，其他地区基本无新投产项目，故我们预计2026-2027年全球锡供给增速分别为3.7%/5.6%。需求端方面，光伏焊带和半导体为锡消费增添了新的活力,我们假设2026-2027年锡焊料需求增速分别为8%/10%。因此，锡的供给缺口将长期存在。根据测算，预计2026-2027年锡供需缺口分别为2.6/3.1万吨。我们认为供需紧缺有望推动锡价持续上涨。

锡全球供需平衡表

单位（万吨）	2023	2024	2025	2026E	2027E
全球锡供给量	38.1	37.2	37.3	38.7	40.8
yoy	0.8%	-2.4%	0.2%	3.7%	5.6%
中国	17.4	17.9	18.5	19.2	19.8
yoy	3.0%	3.0%	3.0%	4.0%	3.0%
印尼	7.5	7.8	8.0	8.2	8.2
yoy	3.0%	3.0%	3.0%	2.0%	1.0%
缅甸	2.8	2.8	1.2	1.2	2.2
yoy	0.0%	0.0%	-57.1%	0.0%	0.0%
其他地区	5.1	3.4	4.2	4.4	4.6
yoy	54.5%	-33.3%	23.5%	5.0%	5.0%
再生锡	5.3	5.4	5.4	5.7	6.0
yoy	-29.3%	1.0%	1.0%	5.0%	5.0%
全球锡消费量	36.0	37.3	38.8	41.3	44.0
yoy	-2.9%	3.5%	4.0%	6.4%	6.5%
锡焊料	20.2	21.4	22.9	24.8	27.3
yoy	6.0%	6.0%	7.0%	8.0%	10.0%
锡化工	6.3	6.5	6.6	6.7	6.9
yoy	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
马口铁	5.1	5.2	5.2	5.3	5.3
yoy	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
铅酸电池	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6
yoy	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
其他	1.9	1.7	1.6	2.0	2.0
yoy	-56.1%	-7.0%	-10.9%	28.6%	0.0%
供需平衡	**2.1**	**-0.1**	**-1.5**	**-2.6**	**-3.1**

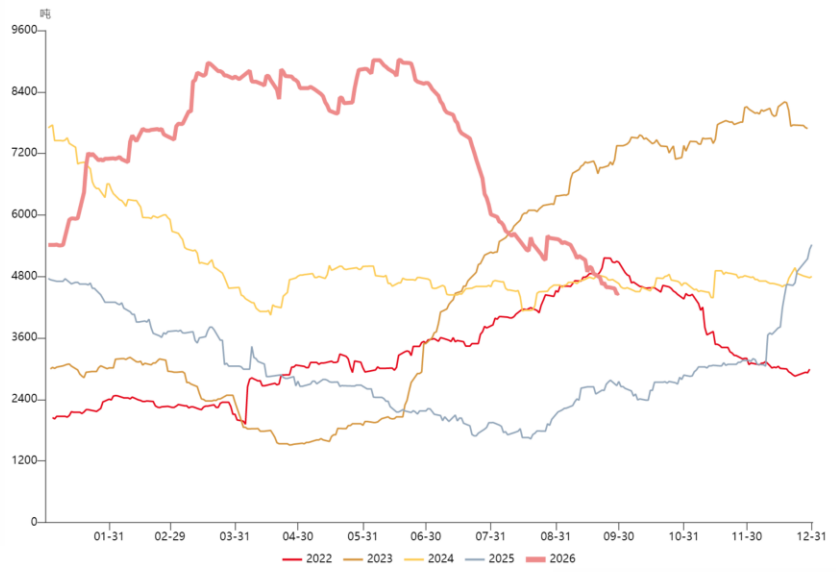
数据来源：ITA，USGS，DLA，Minem，公司公告，西南证券

下载日志已记录，仅供内部参考

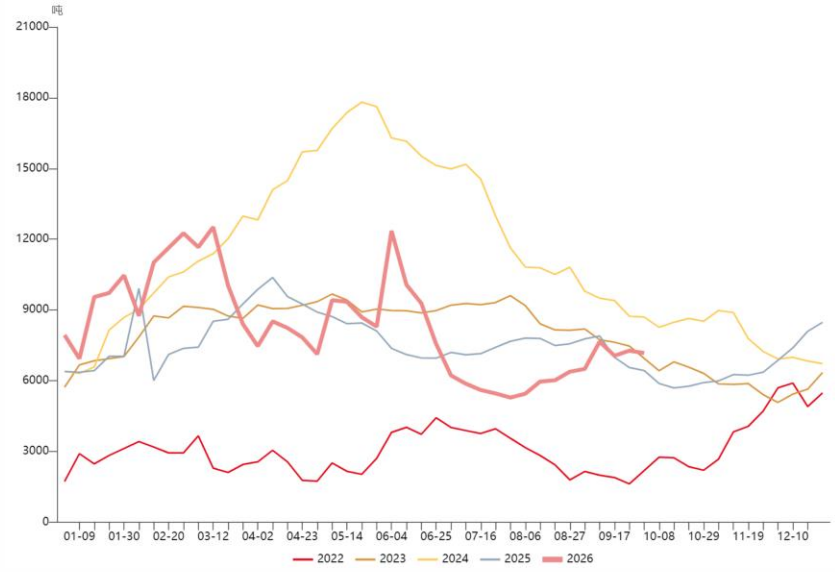
3.2 锡：伦锡库存大幅下降，沪锡库存小幅增加

锡锭整体库存水平处于历史正常水平。截至 2026 年 9 月 30 日，LME 锡锭库存为 4480 吨，上期所锡库存为 7170 吨，总计 11650吨，相较于年初的 12350 吨，减少了700吨。

伦锡周度库存（吨）



沪锡周度库存（吨）



数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

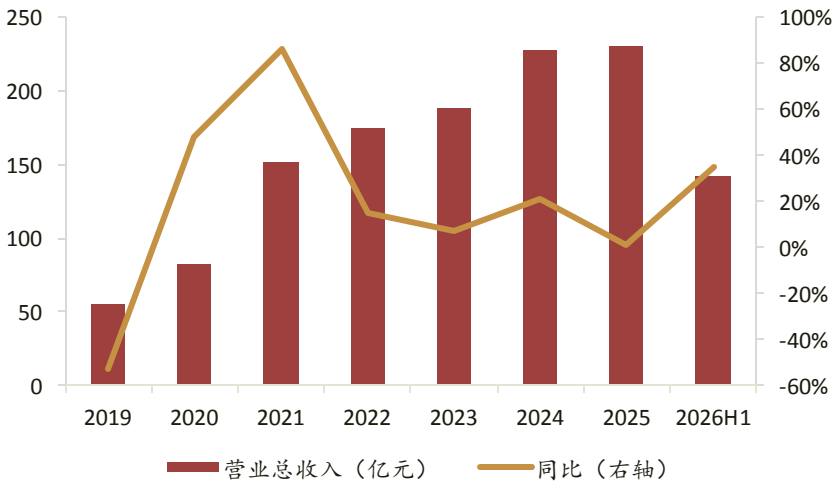
相关标的：中孚实业（600595）

行业层面：长期供需转为过剩，铝价中枢或将窄幅震荡。国内电解铝产能天花板已锁定，海外新建产能落地节奏偏慢；光伏、汽车轻量化带动下游需求保持稳健增长，电解铝供需紧平衡格局延续，铝价与行业盈利中枢具备支撑。

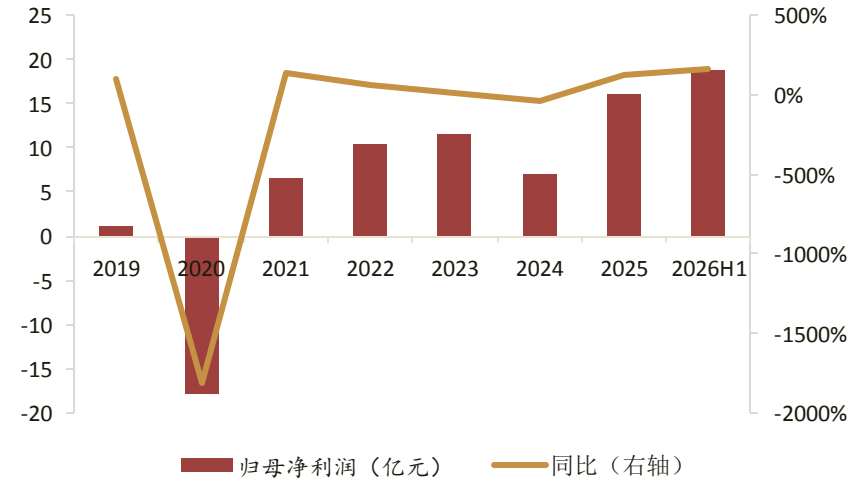
公司层面：1）成本优势稳固，量价齐升驱动盈利大幅释放。氧化铝价格下行叠加四川水电交易机制优化，广元基地用电成本优势显著，2026H1 电解铝价格上行、铝精深加工销量增长，氧化铝成本下行，价差持续扩大，业绩弹性充分兑现；公司持续推进电解槽技改、原材料采购优化，进一步夯实吨铝成本优势。**2）高比例分红彰显长期股东回报决心。**2025 年 4 月公司发布 2025-2027 股东分红回报计划，未来三年每年现金分红不低于当年可分配利润 60%；2025 年度分红方案已落地实施，高股息属性持续强化。

风险提示：铝价大幅下跌风险，云南电力供应严重不足风险。

2019年-2026H1公司营收及同比



2019-2026H1公司归母净利润及同比



数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

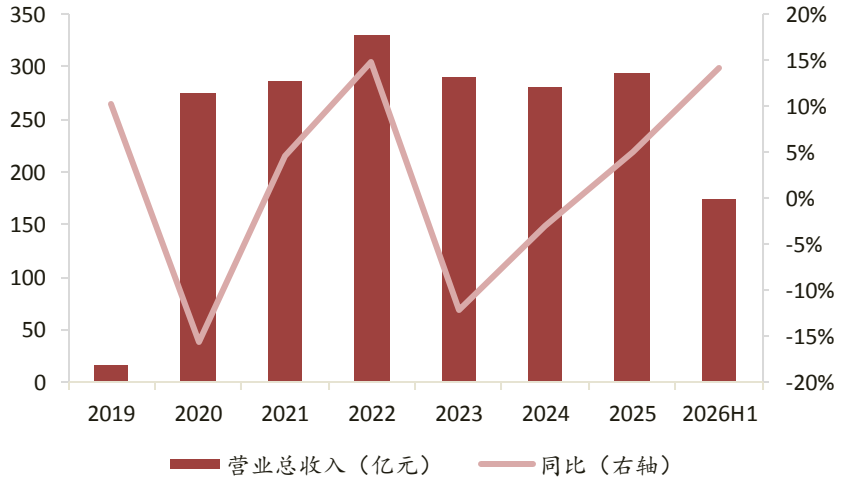
相关标的：天山铝业（002532）

行业层面：长期供需转为过剩，铝价中枢或将窄幅震荡。整体看，铝传统领域需求转弱，新兴领域高速发展，未来新旧消费领域对冲补位，铝需求端有一定韧性，铝价与行业盈利中枢具备支撑。

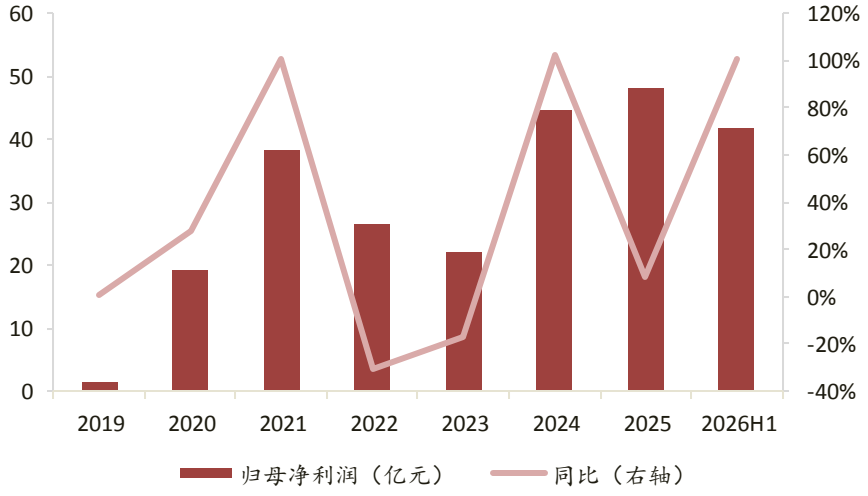
公司层面：铝全产业链布局持续兑现盈利，量价齐升驱动业绩翻倍。公司形成了从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、电池铝箔研发制造的上下游一体化，冶炼产能位于低能源成本的新疆地区，自备电 + 氧化铝自供构筑成本护城河，2026H1 电解铝价格上行带动业绩弹性充分释放，上半年实现归母净利润 41.77 亿元，同比增长 100.44%，已接近 2025 年全年水平。广西 250 万吨 / 年产氧化铝产能，且有铝土矿资源保障；在印尼投建 200 万吨 / 年产能。矿山端在印尼收购三个铝土矿开采权，投产后与印尼氧化铝产能实现区域协同；在几内亚年产 600 万吨 / 年铝土矿已投产，随着海外铝土矿的持续供应，布局完成后，公司铝土矿年产量可达到 700 万吨，完全满足公司 250 万吨氧化铝产能的原料需求，夯实氧化铝盈利能力。

风险提示：铝价格下跌风险，电池铝箔、氧化铝产能释放不及预期风险，海外运营风险。

2019年-2026H1公司营收及同比



2019-2026H1公司归母净利润及同比



数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

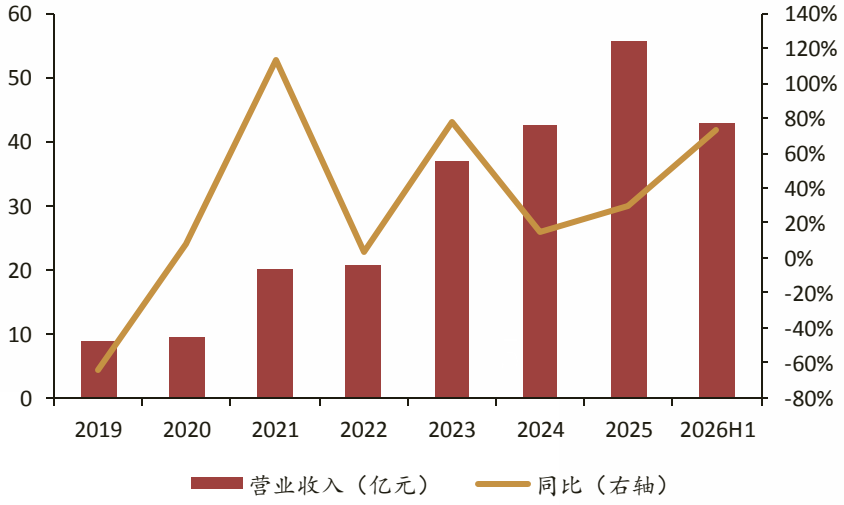
相关标的：兴业银锡（000426）

行业层面：美联储维持高利率，降息时点延后至2027年，在供给刚性、工业需求支撑下，银锡价格中枢有望维持高位

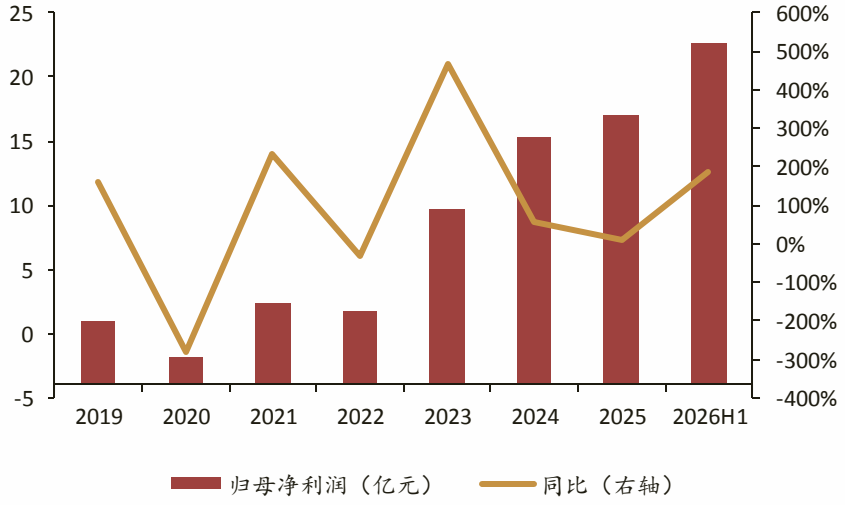
公司层面：1）矿产资源丰富，储量规模较大，量价齐升驱动业绩大幅爆发。目前，公司旗下拥有12家矿业子公司，其中银漫矿业为国内最大的白银生产矿山之一，锡精矿产量全国排名第二位；宇邦矿业单体银矿储量排名位列亚洲第一位，全球第五位。受益于银价、锡价上行及自产矿量稳步增长，2026H1公司实现营业收入42.82亿元，同比+73.13%，归母净利润22.63亿元，同比+184.42%，已超2025年全年水平，盈利能力创历史同期新高。**2）加快推进银漫矿业二期建设，加大布局黄金资源。**银漫二期项目预计27年投产，公司产能大幅提升，同步加快黄金资源开发，打开第二增长曲线。

风险提示：白银价格大幅下跌风险，下游需求复苏或不及预期，缅甸复产超预期风险，矿山事故风险。

2019年-2026H1公司营收及同比



2019-2026H1公司归母净利润及同比



数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

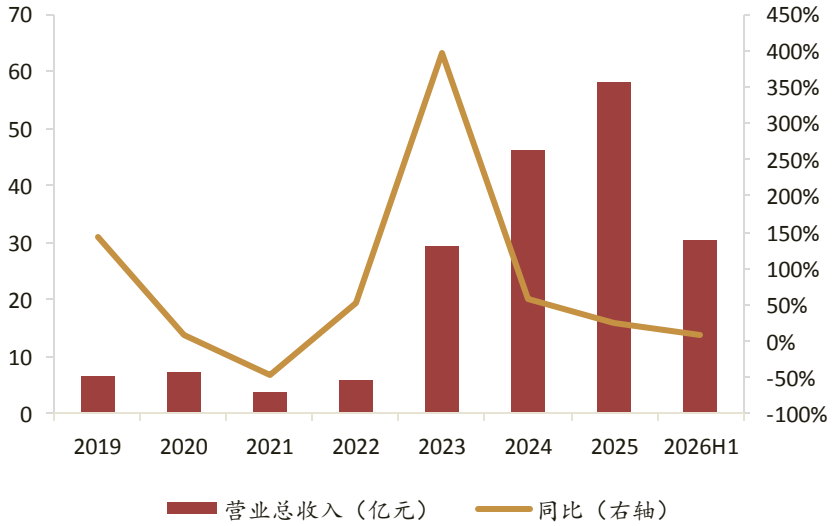
相关标的：华锡有色（600301）

行业层面：锡锑价格中枢有望持续抬升。全球锡锑资源禀赋不断下滑，供给缺乏弹性，缅甸佤邦复产进度偏慢，下游光伏、半导体及锡焊料需求保持高景气，锡锑价格中枢有望持续抬升。

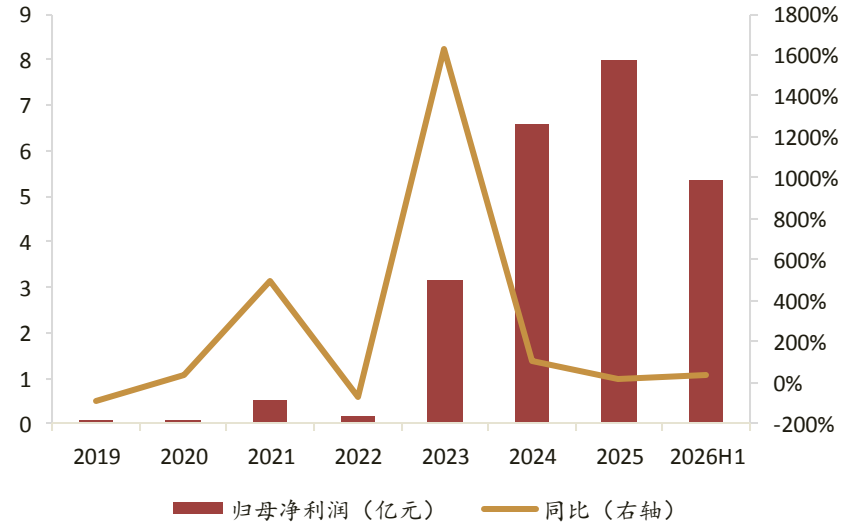
公司层面：1）推进资源增储，夯实资源保障，量价齐升驱动盈利加速。公司加速推进广西南丹县铜坑矿区锡锌矿矿产资源开发项目、高峰公司 100+10 号矿体深部开采工程项目等一系列扩产项目；受益于锡、银等核心金属产品价格同比上行，2026H1 公司实现营业收入 30.39 亿元，同比 + 9.03%，归母净利润 5.34 亿元，同比 + 39.81%，其中 Q2 单季归母净利润 3.52 亿元，同比 + 54.09%，盈利增速环比显著提速。**2）中国五矿拟入主，公司战略地位进一步提升。**公司作为集团核心上市平台，未来有望承接优质资源。

风险提示：锡锑价格大幅下跌风险，下游需求复苏或不及预期，缅甸复产超预期风险，矿山事故风险。

2019年-2026H1公司营收及同比



2019-2026H1公司归母净利润及同比



数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1 回顾：铜锡价格涨幅明显，加工板块承压

2 分母端金银铜：美元信用下滑背景下持续看多铜金银

3 分子端铝锡：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视

4 新能源相关：供应扰动频发，关注趋势机会

5 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

4.1 锂：资源端供应多元化，澳非矿山和南美盐湖增量明显

2026-2027年锂供给（折合碳酸锂当量）总量分别为203.8/241.9万吨，YOY+24.9%/+18.7%；其中国外矿山（澳洲+非洲）2026-2027年锂供应增速+23.7%/+16.1%，国内矿山（川矿+锂云母）2026-2027年锂供应增速+50.0%/+31.1%，南美盐湖2026-2027年锂供应增速+15.3%/+14.4%，国内盐湖2026-2027年锂供应增速+26.3%/+22.6%。

2025-2027年全球锂供应情况（单位：万吨LCE）

	2025	2026E	2027E
国外矿山	75.6	93.5	108.6
中国矿山	21.3	31.9	41.8
南美盐湖	48.8	56.3	64.4
国内盐湖	17.5	22.1	27.1
总计	163.2	203.8	241.9
YOY	-	24.9%	18.7%

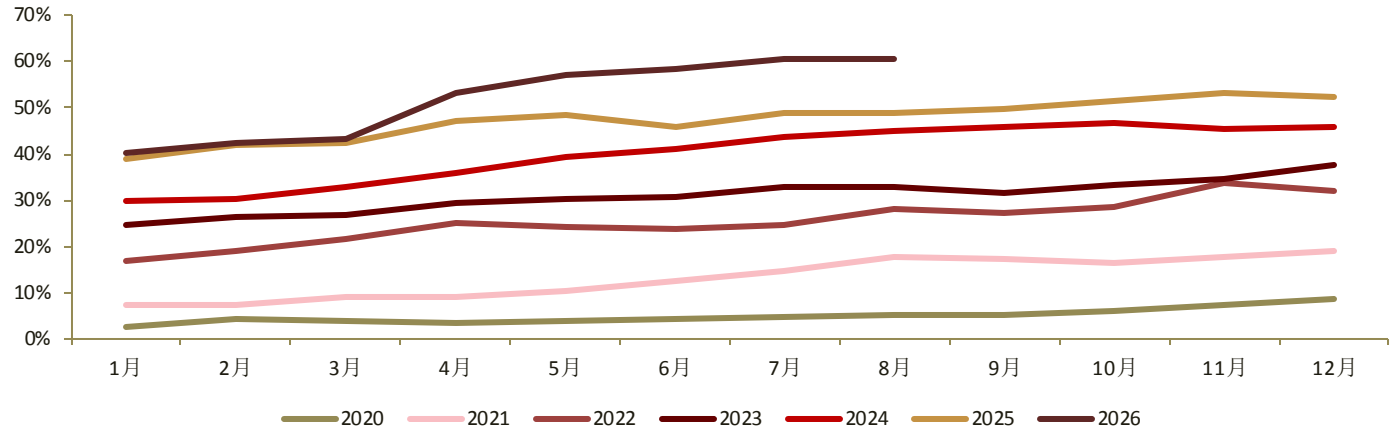
数据来源：安泰科、产业信息网、真锂研究，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

4.1 锂：新能源汽车增速可期，储能高速增长

新能源汽车及储能行业发展迅速，2026年8月中国新能源汽车零售渗透率为60.6%。2027年全球新能源汽车有望在能源价格高企背景下持续发力，考虑到电化学储能高增速以及消费电子持续复苏，我们假设2027年储能和消费电子领域增速分别为30%、11.5%。综上，我们预计2027年全球锂需求总量为245.6万吨LCE，同比+19%。

中国新能源汽车渗透率



2025-2027年全球锂需求情况（万吨LCE）

	2025	2026E	2027E
新能源车	86.2	109.6	126.6
储能	44.4	66.0	85.7
消费电子	7.6	8.2	9.2
其他电动行业	5.0	8.3	10.8
玻璃陶瓷	4.0	4.0	4.0
润滑脂	2.0	2.0	2.0
空气处理	1.0	1.0	1.0
铸造粉	1.0	1.0	1.0
医疗	1.0	1.0	1.0
其他	4.0	5.0	4.0
合计	156.2	206.1	245.6

数据来源：CBEA、安泰科、GGII、乘联会，西南证券

下载日志已记录，仅供内部参考

4.1 锂：全球锂资源供需紧平衡，锂价中枢有望维持稳定

2026-2027年全球锂资源供需预计维持紧平衡。新能源汽车需求保持增长，储能电池受新能源配储、数据中心及海外电力市场需求拉动，逐步成为锂需求的主要增量来源。供给端虽然仍有澳洲矿山、非洲锂矿、南美盐湖及国内项目释放增量，但高成本产能出清、矿权及环保审批趋严，以及部分海外资源国出口限制，使实际供给增长低于规划产能。我们预计2026—2027年全球锂资源供给分别为203.8和241.9万吨LCE，需求分别为206.1和245.6万吨LCE，对应供给缺口约2.4和3.7万吨LCE。在低库存和供需趋紧的支撑下，锂价中枢有望保持稳定，但高价格推动停产矿山复产仍可能限制价格上行空间。

2025-2027全球锂供需情况（万吨LCE）

	2025	2026E	2027E
供给端			
国外矿山	75.6	93.5	108.6
中国矿山	21.3	31.9	41.8
南美盐湖	48.8	56.3	64.4
国内盐湖	17.5	22.1	27.1
总计	163.2	203.8	241.9
需求端			
新能源车	86.2	109.6	126.6
储能	44.4	66.0	85.7
消费电子	7.6	8.2	9.4
其他电动行业	5.0	8.3	10.8
玻璃陶瓷	4.0	4.0	4.0
润滑脂	2.0	2.0	2.0
空气处理	1.0	1.0	1.0
铸造粉	1.0	1.0	1.0
医疗	1.0	1.0	1.0
其他	4.0	5.0	4.0
合计	156.2	206.1	245.6
供需过剩/缺口	7.0	-2.4	-3.7

数据来源：CBEA、安泰科、GGII、乘联会，西南证券

下载日志已记录，仅供内部参考

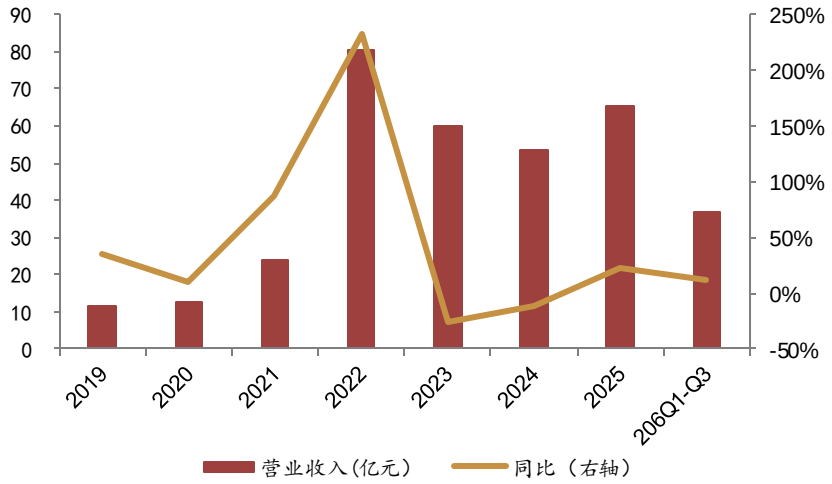
相关标的：中矿资源（002738）

资源自给率大幅提升，提升锂盐一体化盈利能力。公司冶炼端拥有江西中矿锂业2.5万吨/年和3.5万吨/年生产线，均为电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂的柔性生产线，可根据客户需求自主调整产成品。公司 Bikita 200万吨/年（透锂长石）改扩建工程项目和200万吨/年（锂辉石）建设工程项目已实现稳定生产，公司目前合计拥有418万吨/年选矿产能和6.6万吨/年电池级锂盐产能，公司锂资源自给率大幅提高。

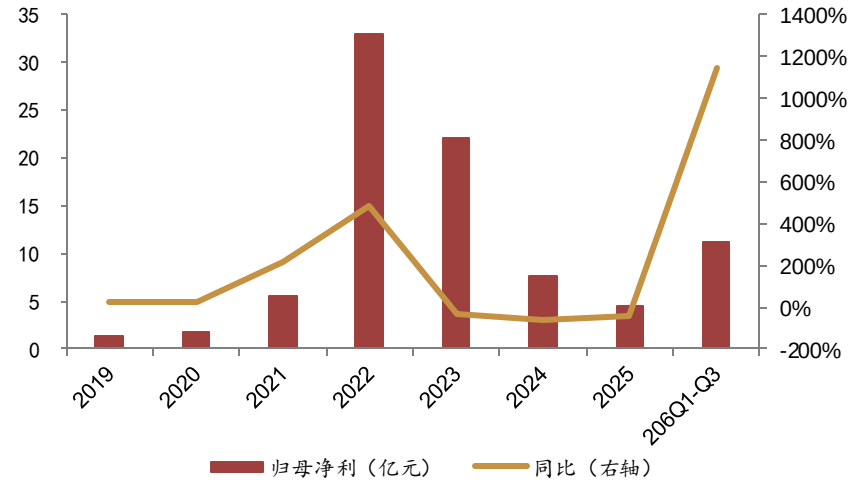
公司布局多金属业务，加快推进铜、锗项目建设。 2024年7月，公司收购赞比亚Kitumba铜矿项目65%股权，启动了投资建设Kitumba铜矿采选冶一体化项目，采选工程项目设计规模为原矿350万吨/年，冶炼项目设计产能为阴极铜3.5万吨/年，项目整体建设进度按计划正常推进。 2024年8月，公司收购纳米比亚Tsumeb项目98%股权，启动了投资建设20万吨/年多金属综合循环回收项目，设计产能为锗锭33吨/年、工业镓11吨/年、锌锭1.09万吨/年，项目于25年点火投产。多金属综合循环回收项目建设将为公司中长期发展提供新的利润增长点。

风险提示：海外政策变动风险，在建项目或不及预期风险，下游需求或不及预期风险

2019年- 2026前三季度公司营收及同比



2019- 2026前三季度公司归母净利润及同比



数据来源：wind，西南证券整理

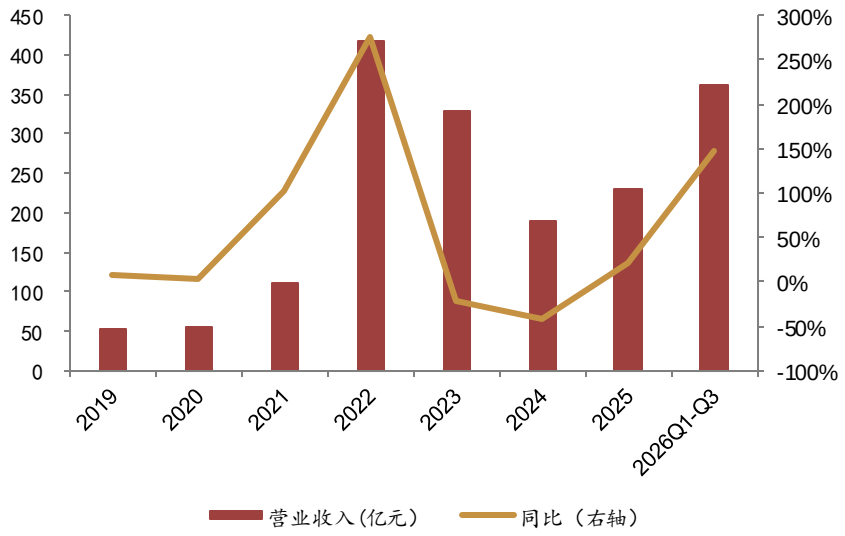
下载日志已记录，仅供内部参考

相关标的：赣锋锂业（002460）

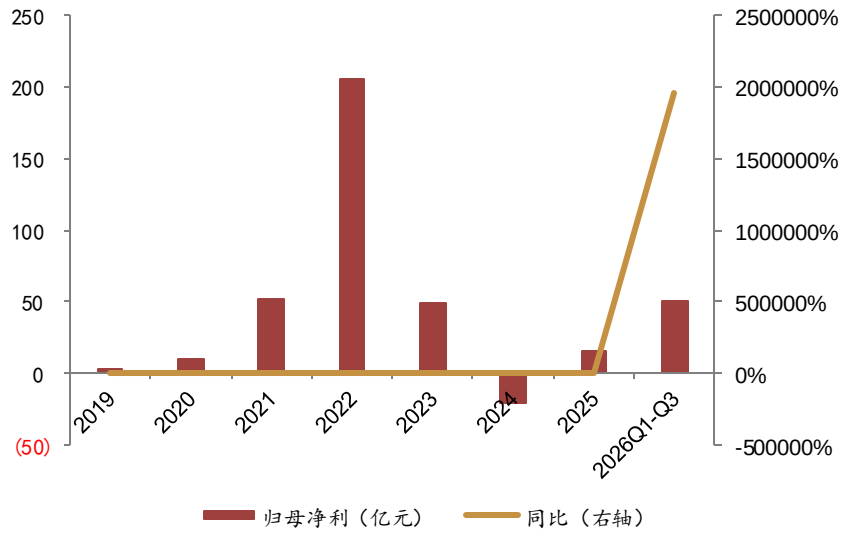
公司矿端迎来密集投产期，锂盐项目积极调整项目建设重心。1） 阿根廷Cauchari-Olaroz盐湖项目26上半年生产碳酸锂1.9万吨，产能利用率持续提高；二期规划4.5万吨LCE/年产能已成功入选阿根廷RIGI计划，后续将继续推进二期建设；2）马里Goulamina锂辉石项目一期26上半年合计生产锂精矿23.38万吨，产能爬坡顺利；二期已完成可研，逐步推进建设；3）邦巴利锂矿项目正在建设中，规划采选规模200万吨/年，露天开采，预计2027年投产并开始产能爬坡。

风险提示：海外政策变动风险，在建项目或不及预期风险，下游需求或不及预期风险

2019年-2026前三季度公司营收及同比



2019-2026前三季度公司归母净利润及同比



数据来源：wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1 回顾：铜锡价格涨幅明显，加工板块承压

2 分母端金银铜：美元信用下滑背景下持续看多铜金银

3 分子端铝锡：地产冲击渐弱内需望企稳，供应受限铝值得重视

4 新能源相关：供应扰动频发，关注趋势机会

5 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

5 风险提示

- ✓ 经济复苏不达预期风险
- ✓ 行业产能投放过快风险
- ✓ 金属价格大幅下跌风险

下载日志已记录，仅供内部参考

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：黄腾飞
执业证号：S1250523070010
邮箱：htengf@swsc.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究院

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，　　，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

下载日志已记录，仅供内部参考

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn				
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn				