长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

丨证券研究报告丨



行业研究丨深度报告丨金属、非金属与采矿

金属有哪些底部价值机会？

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

金属板块细分品种众多，底部价值领域将有效对抗加息流动性紧缩。我们从三个维度探寻底部机会：（1）周期红利，估值重塑。电解铝降负债开支且提分红，或成为对抗加息的油煤红利资产；（2）超额优势，价值修复。虽然行业景气拐点未至，但是龙头阿尔法超额优势显著，有望迎来龙头溢价修复空间。如金属加工、特钢、碳酸锂等优质低成本龙头；（3）底部反转，柳暗花明。部分领域受战争原料上涨阶段受损，未来基本面或迎来底部反转，如镍和油气产业链。

分析师及联系人



王鹤涛

SAC：S0490512070002

SFC：BQT626



赵超

SAC：S0490519030001

SFC：BUY139



易轰

SAC：S0490520080012

SFC：BUZ394



肖百桓

SAC：S0490522080001

SFC：BYQ639



周相君

SAC：S0490525080007



吕士诚

SAC：S0490525080005

| 证券研究报告 |

2026-11-01

行业研究 | 深度报告

投资评级 看好 | 维持

金属有哪些底部价值机会？

加息来临，底部价值穿越周期

金属大部分品种因资源稀缺而价值脱颖而出，在全球地缘主义扰动下，终端需求战略补库+供给扰动，进一步推升价格弹性和中枢，造就本轮金属 2020 年以来的超级商品周期。行至当下，金属板块中长逻辑依然坚实，不过，面对美伊战争推升的高油价叠加美国 AI 经济韧性，全球类滞胀模式愈演愈烈，海外加息周期渐起，流动性趋紧阶段性掣肘金属商品价格和权益估值。

金属板块细分品种众多，底部价值领域将有效对抗加息流动性紧缩。我们从三个维度探寻底部机会：（1）周期红利，估值重塑。电解铝降负债开支且提分红，或成为对抗加息的油煤红利资产；**（2）超额优势，价值修复。**虽然行业景气拐点未至，但是龙头阿尔法超额优势显著，有望迎来龙头溢价修复空间。如金属加工、特钢、碳酸锂等优质低成本龙头；**（3）底部反转，柳暗花明。**部分领域受战争原料上涨阶段受损，未来基本面或迎来底部反转，如镍和油气产业链。

维度一：周期红利，估值重塑

全球地缘资源主义、能源紧缺和国内 ODI 趋紧，约束电解铝中长期扩张，电解铝转为稀缺资源周期红利。相比海外高成本，我国铝企制造和能源优势突出，夯实超额利润，资本开支及负债下降，丰厚现金流支撑分红提升。**根据 2026H1 中报年化业绩，测算主流电解铝标的平均 PE 为 6.1X，平均分红率 52%，股息率 8.5%，优选成本左侧天山铝业、神火股份、云铝股份、创新实业、中国宏桥，以及中孚实业、中国铝业、宏桥控股、南山铝业、华通线缆。**

维度二：超额优势，价值修复

（1）铝板带：金属加工并非稀缺矿产资源，但是优质龙头通过降本升级穿越周期，资本开支放缓，估值性价比显现。其中**明泰铝业 PB 仅 0.86（有色金属 PB 最低）**，盈利经过多轮周期检验，废铝和降本以及高端化升级有效支撑吨净利中枢稳步上移；**（2）高端板材&特钢**：随焦煤起势、钢价疲软，钢材购销价差大幅收窄，大部分钢企再度转入现金流亏损。以**宝钢股份、南钢股份、中信特钢**为代表的高端板材&特钢龙头，延续强劲经营韧性；分红稳中有升，股息率 4%~5%。若盈利企稳修复，龙头底部红利价值有望重估；**（3）锂：**当前悲观的需求预期已释放相对充分，伴随需求预期修正以及供给兑现力度的实质下修，锂行业供需格局仍存显著预期。相对商品，锂权益已逐步进入到反馈价格的钝化区间，若后续宏观情绪回暖叠加供需预期改善，基于目前 2027 年 10 万元锂价下 10 倍 PE 的低估值水平，底部配置价值值得关注。

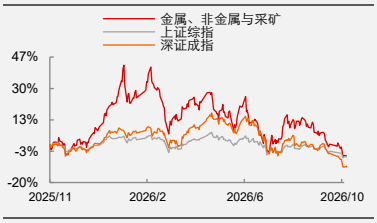
维度三：底部反转，柳暗花明

（1）华友钴业：公司是镍锂钴三元材料一体化布局龙头，第一，三大金属镍钴锂均在周期底部；第二，硫磺价格使得经营成本在历史高位；第三，三大品种远期量增潜力可期。未来两年公司推进石膏制酸提高硫磺自供率，且随硫磺价格回落，湿法镍将重回成本曲线左侧，超额利润有望回归盈利修复弹性较大。**（2）久立特材**：自海峡封锁以来，部分中东客户停止油气项目施工，暂停订单交付，且不再释放新订单，公司经营端承压明显。若中东缓和，主业有望达到新平衡。**核聚变领域**，公司成功攻克聚变堆用耐低温高强韧不锈钢铠甲材料，实现全球首创并率先应用于国内外聚变装置，成为我国唯一 ITER 合格供应商，有望成为公司经营的重要驱动。

风险提示

1、新能源增速低于预期；2、地产竣工失速下行；3、海外传统制造业羸弱；4、地缘政治风险。

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《底部辨阿尔法（一）：降本挖潜，低成本扩张》2026-10-26
- 《通胀超预期推动加息担忧再起》2026-10-26
- 《重视钢铁龙头底部的红利价值》2026-10-19

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

加息来临，底部价值穿越周期 6
维度一：周期红利，估值重塑 8
电解铝：稀缺能源资产，红利渐起 8
维度二：超额优势，价值修复 12
铝板带：金属加工龙头，静待花开 12
高端板材&特钢：底部韧性，价值重估 14
锂：底部渐至，关注供需预期 16
维度三：底部反转，柳暗花明 20
华友钴业：龙头底部再现，硫磺回落盈利赔率可观 20
久立特材：静待中东订单恢复，新兴业务蓄势待发 23
风险提示 26

图表目录

图 1：全球油价，2 年期美债收益率和联邦基准利率之差，攀升至相对高位水平 6
图 2：1960 年以来美联储利率和金铜铝价复盘 6
图 3：历次加息有色金属板块走势分化 7
图 4：金属底部品种盈利-估值-基金持仓分位数气泡图一览（2020 年至今） 7
图 5：资源品和冶炼品的塔勒布效应对比 8
图 6：2026 年前 9 月我国非金融类对外投资累计同比-8.8% 8
图 7：全球电解铝产量同比与全球用电量同比走势基本一致 9
图 8：电解铝板块资本开支/现金流净额持续放缓 10
图 9：电解铝板块分红率稳步抬升 10
图 10：按照 2026H1 年化业绩测算板块股息率（截至 20261031） 10
图 11：铜铝价格比处于历史高位 11
图 12：全球铝库存处于历史新低 11
图 13：铝板带加工板块 ROE 和资本开支增速分化（2026H1 年化） 12
图 14：铜加工板块资本开支增速底部企稳（2026H1 年化） 12
图 15：铝板带材产量增长更为稳定 12
图 16：国内大中小型铝板加工企业产能利用率分化显著 13
图 17：铝板带箔加工企业吨盈利分化 13
图 18：当前行业现金流为正的钢企占比约 11% 14
图 19：伴随大部分钢企陷入亏损，行业开启自发性减产 14
图 20：伴随铁水减产，上游矿焦价格开始松动 14
图 21：钢材价格亦处于近年来的底部 14
图 22：高端板材&特钢的经营韧性强于行业平均水平 15
图 23：宝钢股份、南钢股份、中信特钢和钢铁（申万）的股息率对比 15
图 24：宝钢股份、南钢股份、中信特钢的市净率 15
图 25：目前锂板块已逐步进入到商品加速探底，权益逐步钝化阶段 17

人在草木间

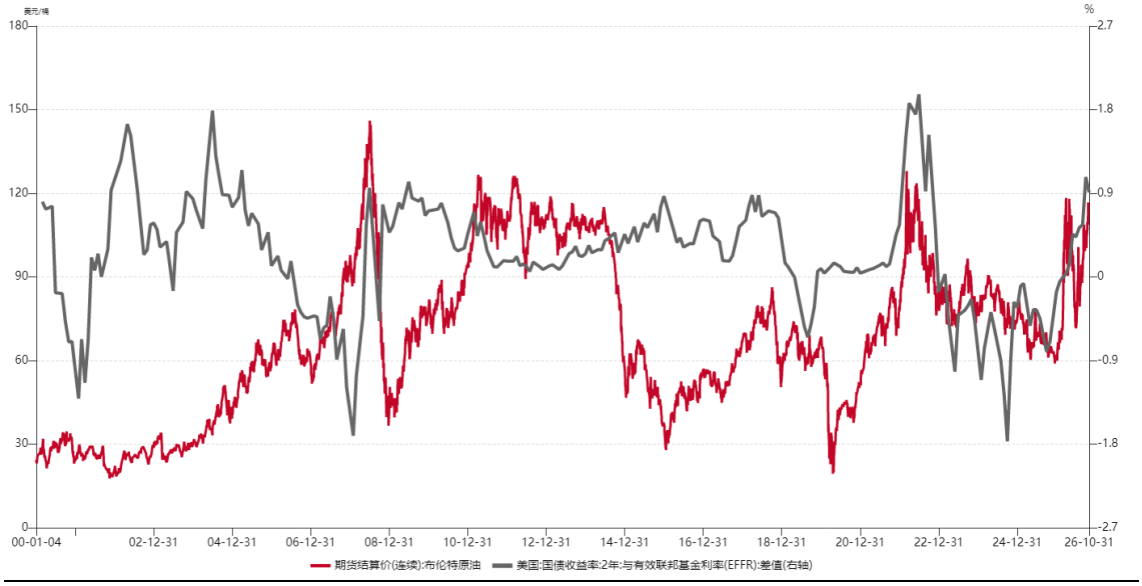
图 26：2026 年以来，锂电排产数据环比亮眼 17
图 27：2026 年 1-11 月，锂电池排产累计同比约 52% 17
图 28：自 2025 下半年以来未发现随价格上涨催生大量新增资本开支 18
图 29：产业链碳酸锂库存仍处于偏低水平（实物吨） 18
图 30：2026 年 9 月以来，碳酸锂仓单大幅减少（右轴单位为手） 18
图 31：供给端仍存下修可能 18
图 32：2027 年碳酸锂现金成本曲线图 19
图 33：在有色各品种对比中，镍钴锂均处于较低价格分位 21
图 34：2026 年镍成本曲线，受硫磺价格抬升，湿法镍成本抬升明显 21
图 35：2026 年锂成本曲线，当前价格已开始测试成本支撑 21
图 36：湿法镍冶炼成本构成，硫磺涨价辅料成本占比大幅提升 22
图 37：供需错配及供应冲击下今年以来硫磺价格已上行至历史高位 22
图 38：印尼硫磺价格 22
图 39：印尼湿法矿市场价与指导价格 22
图 40：公司印尼镍新项目规划持续推进，远期增长潜力较大 23
图 41：随 Arcadia 持续增产，加纳 Ewoyaa 落地推进，锂量增明显 23
图 42：久立特材海外收入和毛利占比 24
图 43：久立特材单季度收入和销售毛利率 24
图 44：久立特材单季度归母净利润 24
图 45：久立特材研发的聚变堆用耐低温高强韧不锈钢铠甲材料是我国唯一 ITER 合格供应商 25

表 1：不同硫磺、钴价假设下，湿法镍扣钴完全成本情况 22

加息来临，底部价值穿越周期

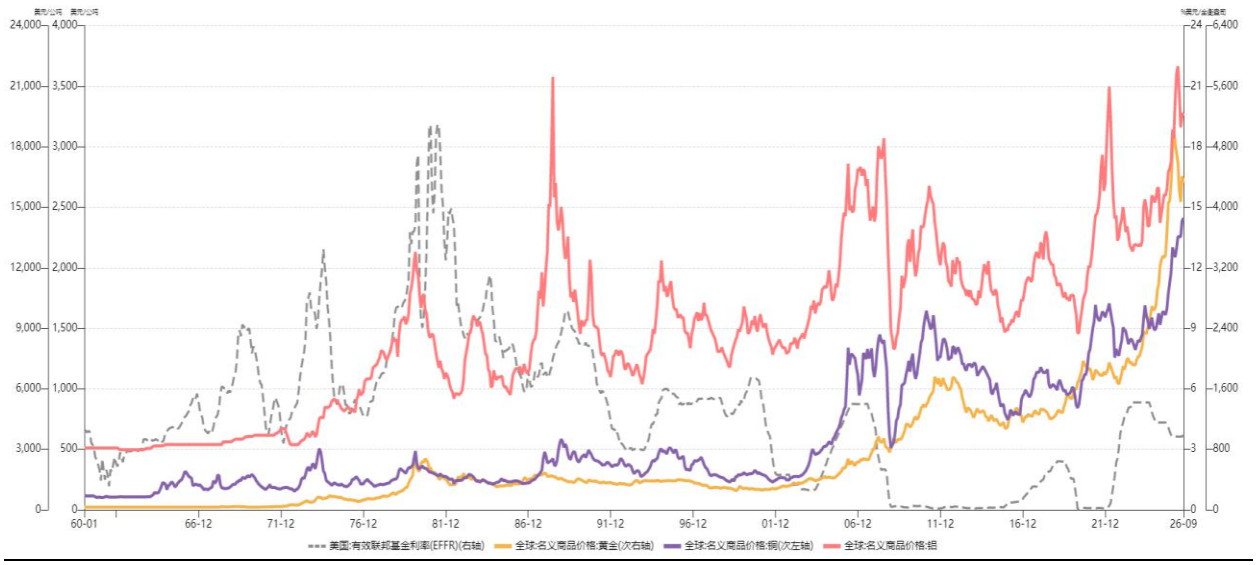
金属大部分品种因资源稀缺而价值脱颖而出，在全球地缘主义扰动下，终端需求战略补库+供给扰动，进一步推升价格弹性，造就本轮金属 2020 年以来的超级商品周期。行至当下，金属板块中长逻辑依然坚实，不过，面对美以伊冲突推升的高油价叠加美国 AI 经济韧性，全球类滞胀模式愈演愈烈，海外加息渐起，流动性趋紧明显掣肘金属商品价格和权益估值。

图 1：全球油价，2 年期美债收益率和联邦基准利率之差，攀升至相对高位水平



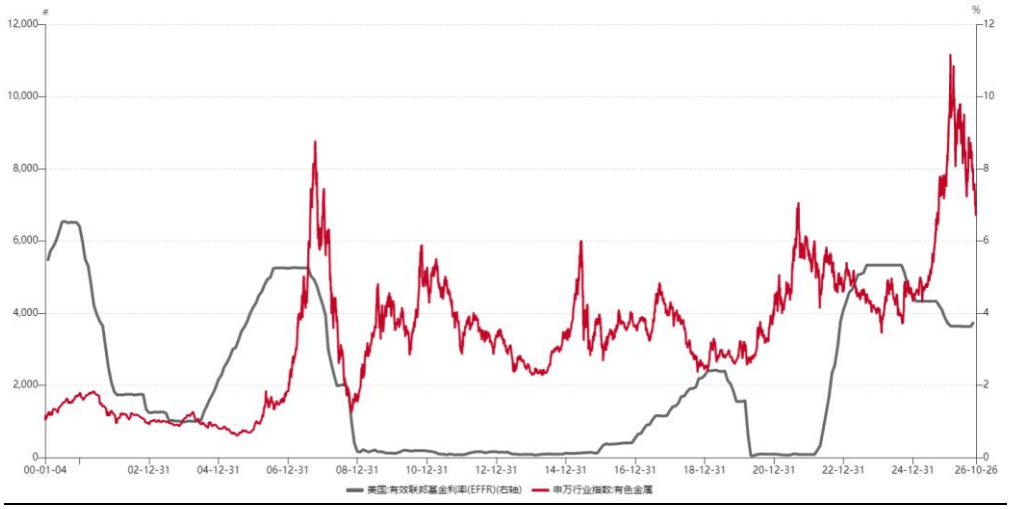
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：1960 年以来美联储利率和金铜铝价复盘



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：历次加息有色金属板块走势分化



资料来源：Wind，长江证券研究所

金属板块细分品种众多，底部价值领域将有效对抗加息扰动。我们从三个维度探寻底部机会：

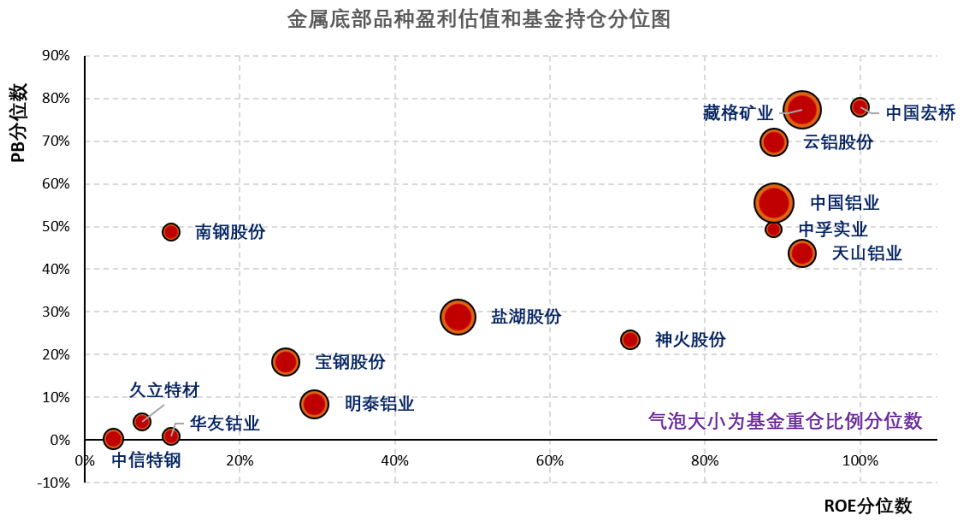
（1） 周期红利，估值重塑。如经过降负债开支且提分红的电解铝；

（2） 超额优势，价值修复。虽然行业景气拐点未至，但是龙头阿尔法超额优势显著，有望迎来龙头溢价修复空间。如金属加工和特钢等优质龙头；

（3） 底部反转，柳暗花明。部分领域受战争原料上涨阶段受损，未来基本面或迎来底部反转，如镍和油气产业链。

从 2020 年以来 ROE、PB、基金重仓比例的历史分位数筛选优质标的如下：

图 4：金属底部品种盈利-估值-基金持仓分位数气泡图一览（2020 年至今）



资料来源：Wind，长江证券研究所

维度一：周期红利，估值重塑

电解铝：稀缺能源资产，红利渐起

地缘和出海双控，制造变资源

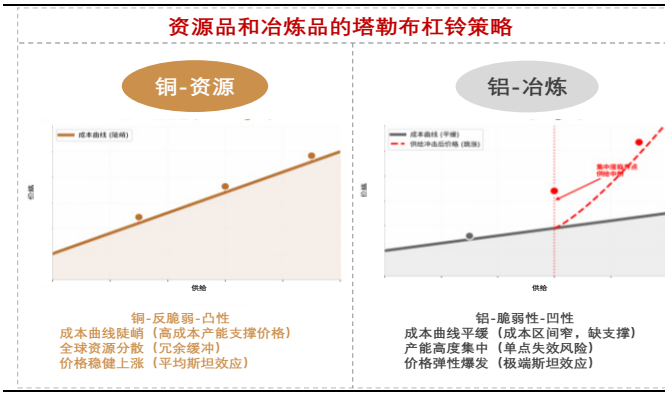
2020 年至今金属板块价格实现长达六年的商品强势，其核心驱动归因于全球地缘资源主义扰动：一是终端需求基于安全战略而额外备库；二是全球各品种供给超预期紧张，海外降息流动性提供阶段性催化。电解铝景气亦同步抬升，**一方面，凭借丰富多元的功能性、结构性和消费性应用，其下游需求结构从传统地产基建工业，顺利优化成新能源、电网、新消费和机器人等新兴产业；另一方面，不同于矿产资源，电解铝作为冶炼制造业，市场最大的担忧在于高盈利驱动海外资本开支预期，然而，基于全球地缘主义+能源紧缺+国内出海规范化，电解铝将实现从制造迈向资源品的转变。**

（1） 在全球经济区域和产业结构剧烈分化背景之下，科技产业对于中美日韩经济犹有支撑，但是东南亚、南美、中东和非洲经济压力巨大，面对上半年能源紧缺已展现明显脆弱性，未来资源民族主义或仍将风起云涌。以印尼为例，在过往阶段大幅鼓励中资企业投资建设，但随着印尼自身货币和经济压力显现，对中资镍企业配额扰动尤为明显，由此有望抬升铝价弹性。

（2） 电解铝作为高能耗产业，大规模电力和稳定电网终究是电解铝供给发展本质。随着全球油煤气等能源成本抬升，叠加 AI 耗电产业高速发展，全球能源持续紧张，成为海外建设电解铝的掣肘。中国基于火电和新能源电力的充裕和稳定优势，有效保障中国电解铝的生产成本优势。

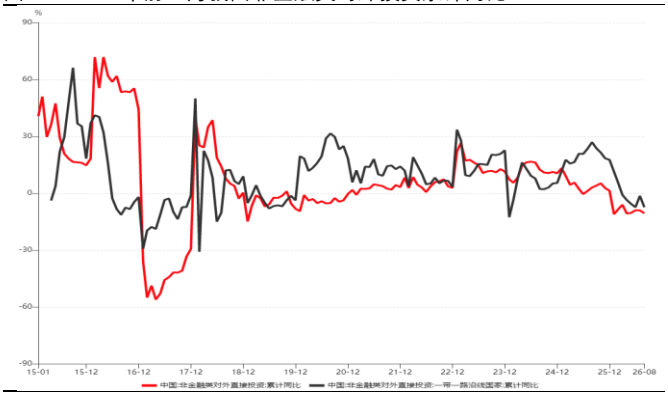
（3） 国内出海投资规范化，将进一步有效约束中资海外民营铝企无序扩张。《国务院关于对外投资的规定》今年 7 月 1 日起施行，有效实施对外投资管理，保护投资者及其对外投资合法权益，维护国家主权、安全、发展利益。随着中国电解铝企出海投资进一步规范化、安全化、理性化，海外电解铝扩张将明显放缓。2026 年前 9 月我国非金融类对外投资累计同比-8.8%，其中一带一路沿线国家投资累计同比-10.4%。

图 5：资源品和冶炼品的塔勒布效应对比



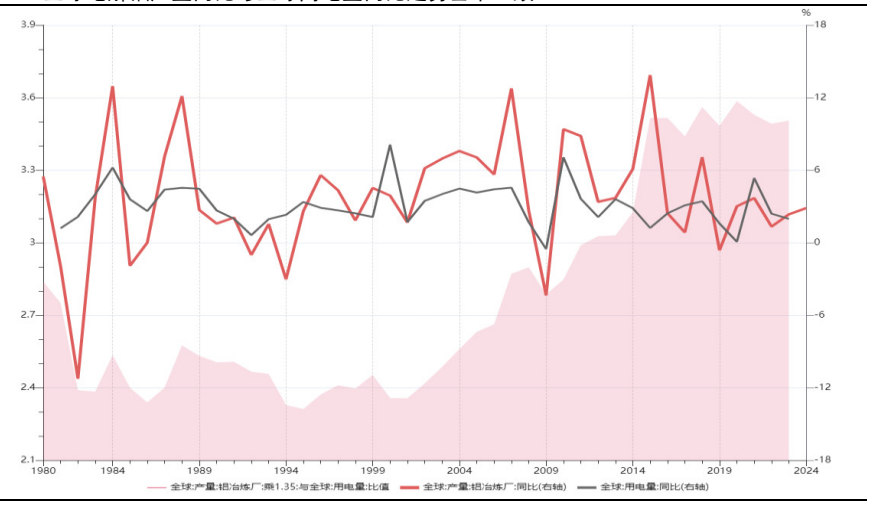
资料来源：Wood Mackenzie Ltd，阿拉丁，《反脆弱：从不确定性中获益》塔勒布（2012 年），长江证券研究所

图 6：2026 年前 9 月我国非金融类对外投资累计同比-8.8%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：全球电解铝产量同比与全球用电量同比走势基本一致



资料来源：Wind，长江证券研究所

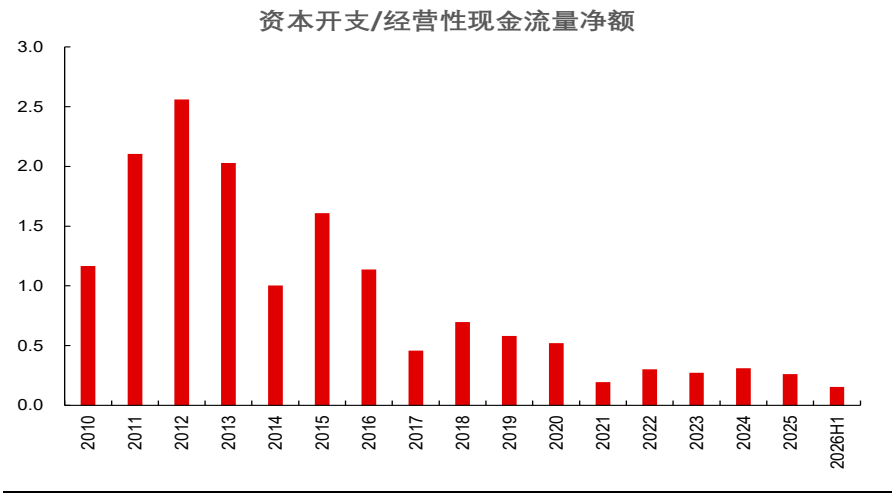
底部利润夯实，支撑周期红利

凭借中国制造产业链、能源充裕和电力稳定性，中国电解铝企业逐步领先全球并实现盈利能力超越海外，并且自 2020 年电解铝步入高盈利周期以来，中国铝企稳步降低杠杆，布局铝土矿-氧化铝-电解铝及再生铝全产业链，经营态势十分稳健。基于国内电解铝产能天花板以及海外供给扩张放缓，铝板块资本开支中枢逐步下移，与煤炭现金流改善提升分红路径类似，基于现金流丰厚+负债&开支减少，电解铝板块逐步提升分红，2025 年主流上市公司平均分红率为 52%，且未来仍具较大提升空间。

今年上半年铝均价 24141 元，根据 2026H1 中报计算年化业绩，截至 20261031，测算主流电解铝标的平均 PE 为 6.1X，平均分红率 52%，对应板块股息率 8.5%。考虑到铝价长期具备上涨空间+分红率继续提升，电解铝板块稀缺高红利优势显现。假设铝价平稳，铝板块估值按照股息率红利资产修复，若按照股息率 5%，则电解铝板块平均或具备 70%上行空间。

落地至投资标的，优选全球成本左侧的天山铝业、神火股份、云铝股份、创新实业，以及中国宏桥、中孚实业、中国铝业、宏桥控股、南山铝业、华通线缆等。

图 8：电解铝板块资本开支/现金流净额持续放缓



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：电解铝板块分红率稳步抬升

分红率	2020	2021	2022	2023	2024	2025	均值
中国宏桥	46%	50%	50%	48%	62%	62%	**53%**
天山铝业	49%	49%	35%	31%	41%	52%	**43%**
南山铝业	32%	22%	13%	40%	41%	105%	**42%**
神火股份	62%	31%	30%	30%	42%	45%	**40%**
云铝股份	0%	12%	12%	20%	32%	40%	**19%**
中国铝业	0%	11%	15%	20%	30%	37%	**19%**
中孚实业	0%	0%	0%	0%	0%	43%	**7%**
平均	**27%**	**25%**	**22%**	**27%**	**35%**	**55%**	**32%**

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：按照 2026H1 年化业绩测算板块股息率（截至 20261031）

公司	2026H1归母净利润(亿元)	2026H1年化归母净利润(亿元)	2025分红率	总市值(亿元)	PE	测算股息率
中国宏桥	172.10	344	62%	1985	5.8	10.8%
中孚实业	18.81	38	60%	228	6.1	9.9%
南山铝业	22.47	45	105%	490	10.9	9.7%
创新实业	23.05	46	51%	283	6.1	8.3%
天山铝业	41.77	84	52%	552	6.6	7.9%
神火股份	47.81	96	45%	587	6.1	7.3%
云铝股份	76.84	154	40%	879	5.7	7.0%
中国铝业	118.71	237	37%	1370	5.8	6.3%
合计	**522**	**1043**	**52%**	**6375**	**6.1**	**8.5%**

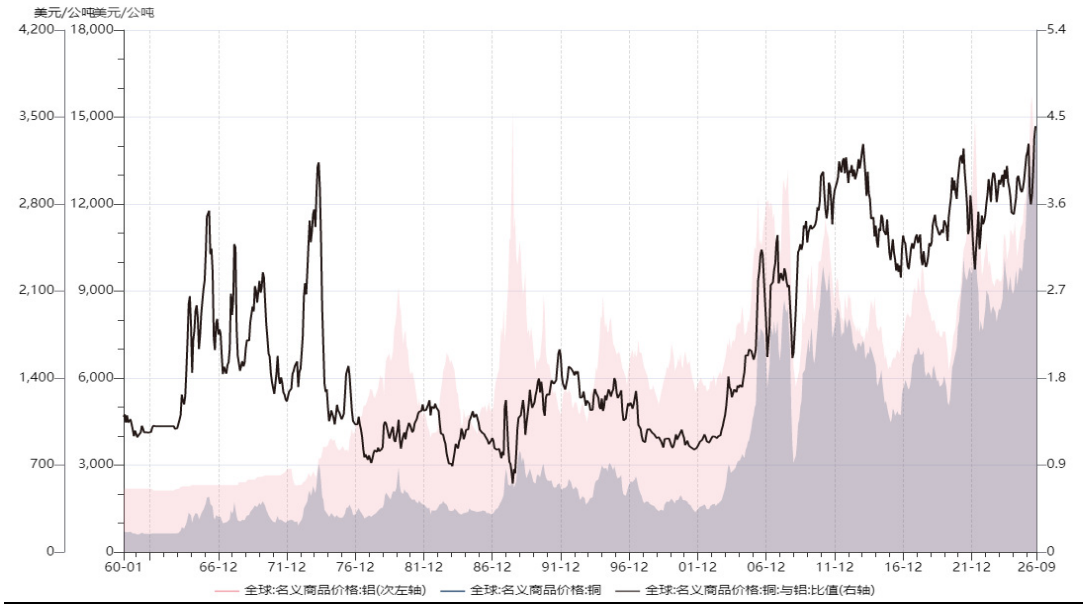
资料来源：Wind，长江证券研究所

注：分红率中孚实业采用公司章程规定的不少于 60%。

岂止于红利，盈利高弹性可期

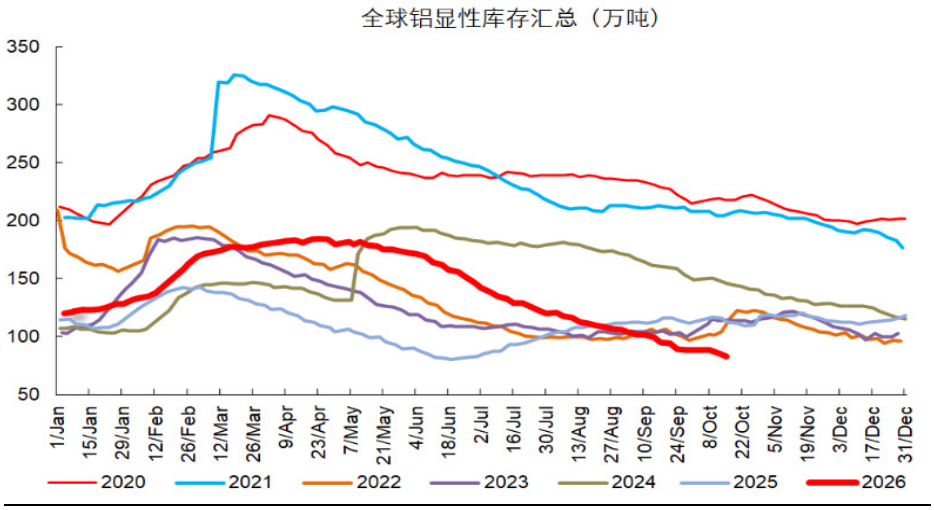
在资源品价格中枢普遍高位下，铝价因供给担忧而下跌后，下游需求和去库韧性显现，加速去库和表需显著优化即可印证，铝需求韧性显现。铜铝比修复除了通胀预期改善之外，更多来自铜铝共同下游领域的相互替代。铜和铝全球产值相当，铝铜价格比值强弱与铜铝产量比值基本一致。倘若按照铜价 10.5 万元/吨，替代显著加速的拐点铜铝比例 4，则铝价有望达 2.63 万元/吨。考虑中东战争和全球地缘扰动仍具备较大不确定性，电解铝作为能源稀缺品种，价格和盈利进攻弹性亦值得期待。

图 11：铜铝价格比处于历史高位



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：全球铝库存处于历史新低



资料来源：Wind，长江证券研究所

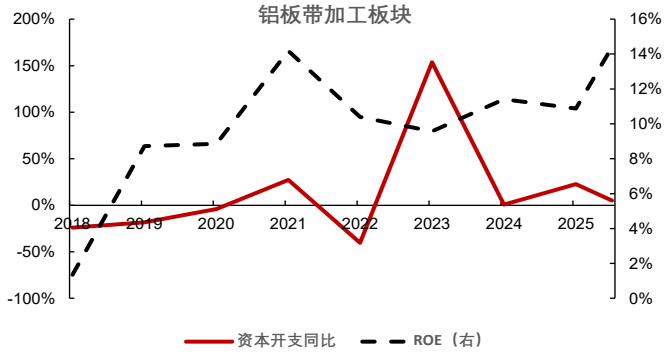
维度二：超额优势，价值修复

铝板带：金属加工龙头，静待花开

尽管金属加工行业并非稀缺矿产资源，不过经过全球宏观经济波动后，部分优质龙头通过降本和产品升级，成功穿越周期，资本开支放缓，盈利中枢抬升，估值性价比显现。

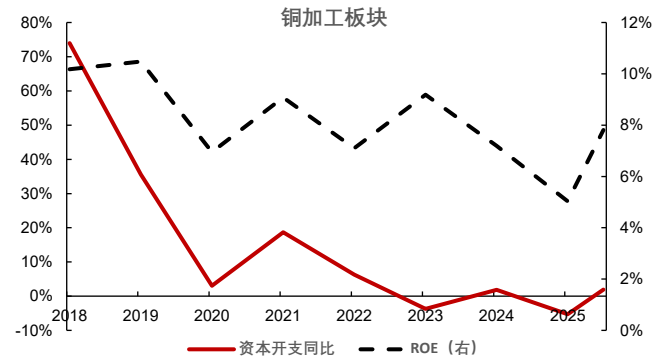
对于金属加工板块而言，资本开支周期构筑供给格局优化的重要前提。2021 年新能源需求景气高位，催生铜铝加工板块资本开支一轮上行阶段，随后回落。行至本轮 AI 科技浪潮，铜箔、铜排、铜板带等投资纷纷加码，资本开支底部企稳反弹；铝板带加工需求倚重于工业设备等整体制造业，2026 年资本开支增速逐步放缓。加息周期范式下，估值低位的优质铝板带龙头，或有望穿越波动。

图 13：铝板带加工板块 ROE 和资本开支增速分化（2026H1 年化）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：铜加工板块资本开支增速底部企稳（2026H1 年化）



资料来源：Wind，长江证券研究所

铝加工细分领域众多，铝板带跟随全球新能源和 AI 工业设备投资周期，需求最为靓丽；铝型材受建筑和光伏需求扰动较大；铝线受益于电网建设而相对景气；铝箔跟随新能源景气周期。从 2019-2025 年，铝板带、铝箔、铝线、铝型材的产量复合年均增长率（CAGR）分别为 5.62%、4.97%、3.87%、1.34%。

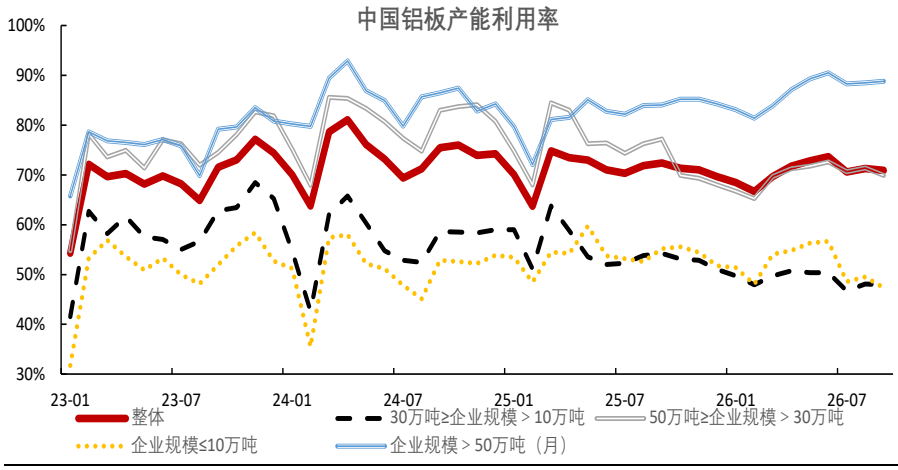
图 15：铝板带材产量增长更为稳定

指标（万吨）	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	相对同比	绝对同比
铝型材	2008	2138	2202	2151	2340	2330	2175	-6.7%	-155
工业铝型材	563	612	679	760	950	1170	1175	0.4%	5
建筑模板型材	110	115	55	45	40	30	25	-16.7%	-5
光伏型材	100	142	200	260	340	395	405	2.5%	10
轨交型材	10	9	9	9	8	10.5	13	23.8%	3
3C型材	83	80	88	88	95	105	110	4.8%	5
新能源车型材	11	13	33	75	98	140	180	28.6%	40
其他	249	253	294	283	369	490	442	-9.8%	-48
建筑铝型材	1315	1390	1380	1240	1230	985	815	-17.3%	-170
铝管铝棒	130	136	143	151	160	175	185	5.7%	10
铝板带	1136	1185	1335	1380	1350	1475	1577	6.9%	102
铝箔坯料	455	472	517	570	580	614	608	-1.0%	-6
建筑装饰板材	200	215	235	215	220	190	190	0.0%	0
易拉罐	145	155	170	190	180	230	240	4.3%	10
印刷版板基	55	52	50	47	48	50	47	-6.0%	-3
汽车车板	12	15	30	35	45	55	58	5.5%	3
其他	269	276	333	322	277	336	434	29.2%	98
铝箔	400	415	455	502	510	540	535	-0.9%	-5
包装箔	200	215	235	245	225	245	240	-2.0%	-5
空调箔	100	95	100	102	115	125	115	-8.0%	-10
电子箔	10	10	11	11	9	10.5	11	4.8%	1
电池箔	6	7	14	28	36	45	60	33.3%	15
其他	84	88	95	116	125	115	109	-5.2%	-6
铝线	430	435	440	450	455	510	540	5.9%	30
铝粉	16	16.5	16	15	15	18	18	0.0%	0
铝锻及其他	20	20.5	22	23	25	27	35	29.6%	8
合计（热轧剔除铝箔坯料）	3555	3738	3953	3951	4115	4286	4272	-0.3%	-14

资料来源：中国有色金属加工工业协会，长江证券研究所

从铝板带加工格局来看，随着 2022 年以来新能源景气增速逐步放缓，铝板带资本开支滞后上移，产能利用率 2024 年到达阶段性高点，随后大中小企业产能利用率显著分化。2025 年初以来，超过 50 万吨规模的铝板产能利用率震荡上行 9pct，而其余中小型产能利用率明显回落，格局逐渐优化，优质龙头强者恒强。

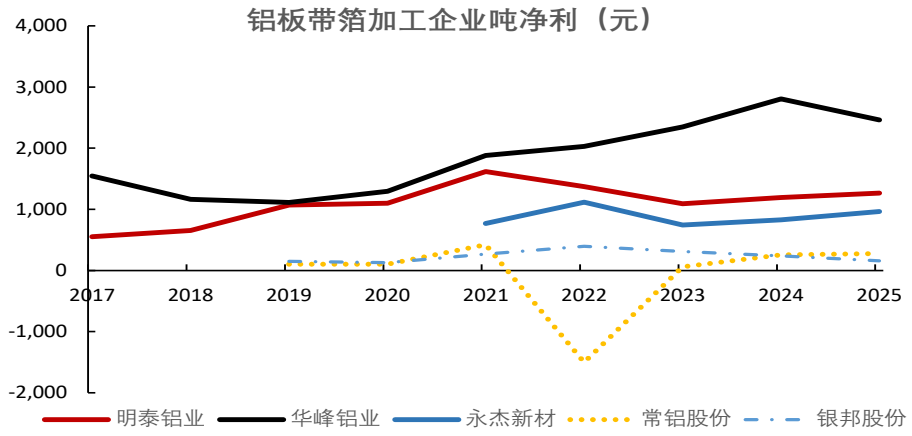
图 16：国内大中小型铝板加工企业产能利用率分化显著



资料来源：钢联数据，长江证券研究所

在铝板带加工格局中，细分龙头逐步差异化发展，如铝板带箔综合龙头领域众多，明泰铝业覆盖至广义制造业；华峰铝业侧重于新能源铝热材料；永杰新材重点发展电池壳产业。其中**明泰铝业 PB 相对便宜，PB 仅为 0.86（有色金属板块 PB 最低标的），且盈利经过多轮周期检验，废铝和降本以及产品高端化升级有效支撑吨净利中枢稳步上移，保守按照 2023 年吨净利测算，结合产能 200 万吨规划，测算公司年化净利润 21.82 亿元，对应 PE8.2X，按照章程规定分红率 30%+，对应股息率为 3.64%，倘若考虑公司高端化升级和进一步降本贡献，利润弹性空间广阔。**

图 17：铝板带箔加工企业吨盈利分化



资料来源：Wind，长江证券研究所

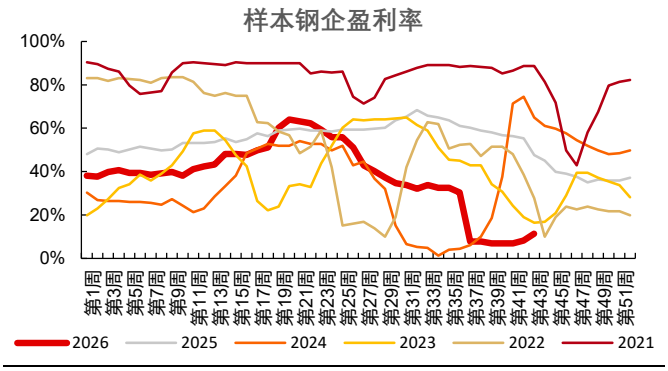
高端板材&特钢：底部韧性，价值重估

自钢铁板块 2022 年筑底以来，高端板材与特钢龙头企业凭借高端化升级和成本优势，保持较行业约 200~300 元/吨的超额利润。当前，伴随焦煤起势、钢价疲软，钢材购销价差大幅收窄，大部分钢企再度转入现金流亏损。然而，以**宝钢股份、南钢股份、中信特钢**为代表的高端板材&特钢龙头，延续了强劲的经营韧性；同时，凭借分红水平稳中有升，实现 4%~5%的股息率。伴随行业盈利修复，龙头底部的红利价值有望重估。

1) 当前行业现金流为正的钢企占比仅约 11%左右，从测算高频盈利上看，大部分企业仍陷入现金流亏损，26Q3 或是近年来钢铁板块盈利最差的季度。经过亏损引发的减产负反馈后，当前矿、焦价格开始松动，倘若成本压力缓解的趋势延续，四季度行业盈利有望好转。对高端板材和特钢龙头而言，同样受益于成本端的宽松。盈利进一步下行空间有限，向上的路径较为清晰；凭借自身低成本、高端化等阿尔法优势，在行业底部支撑起 4%~5%股息率的龙头，分红水平大概率有望维持。

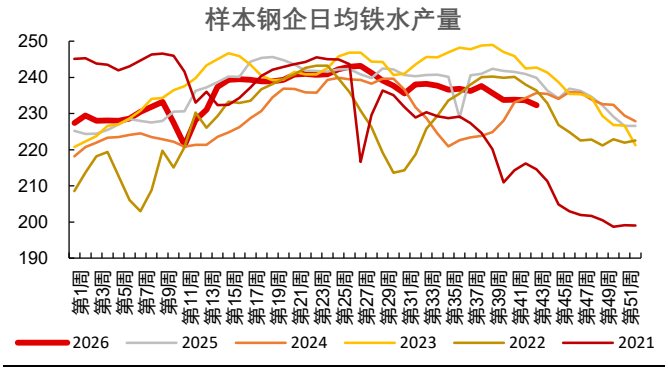
2) 同时，较低的估值水平和机构持仓也有助于缓释风险。当前大部分钢铁龙头的市净率处于历史低位，机构对钢铁板块的配置水平同样较低。伴随基本面的改善，估值端有望逐步得到修复。

图 18：当前行业现金流为正的钢企占比约 11%



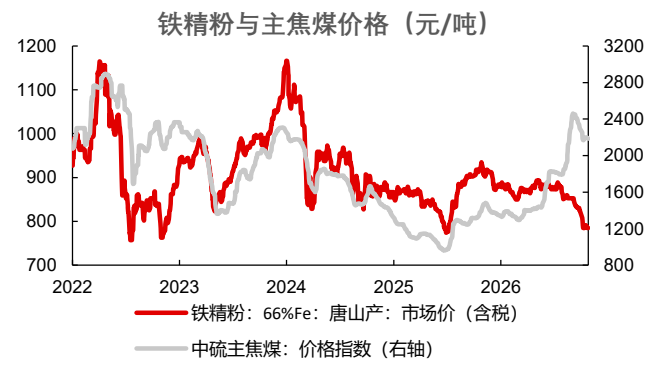
资料来源：Mysteel，长江证券研究所

图 19：伴随大部分钢企陷入亏损，行业开启自发性减产



资料来源：Mysteel，长江证券研究所（注：日均铁水产量单位为万吨/天）

图 20：伴随铁水减产，上游矿焦价格开始松动



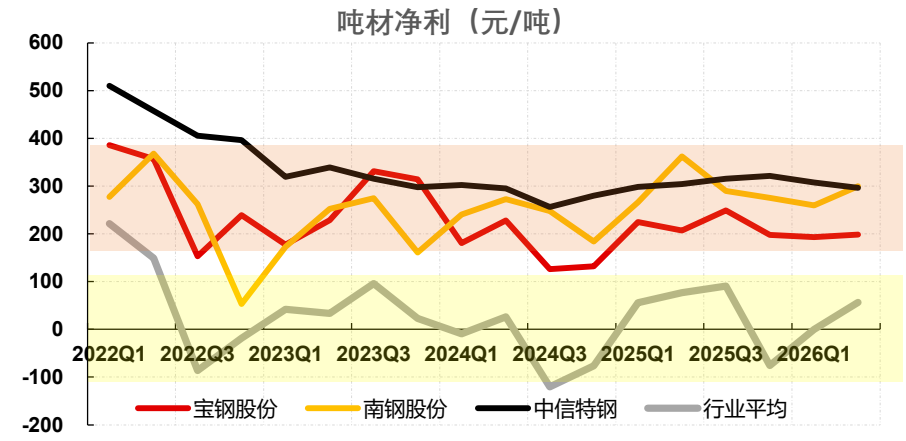
资料来源：Mysteel，长江证券研究所

图 21：钢材价格亦处于近年来的底部



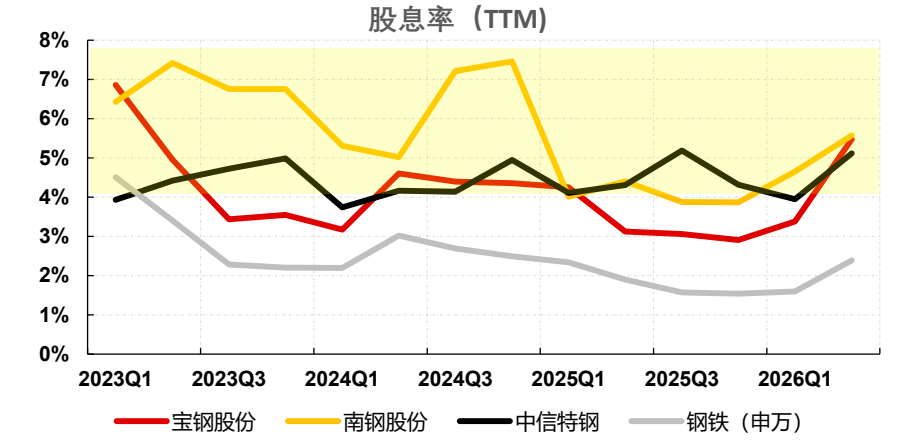
资料来源：Mysteel，长江证券研究所

图 22：高端板材&特钢的经营韧性强于行业平均水平



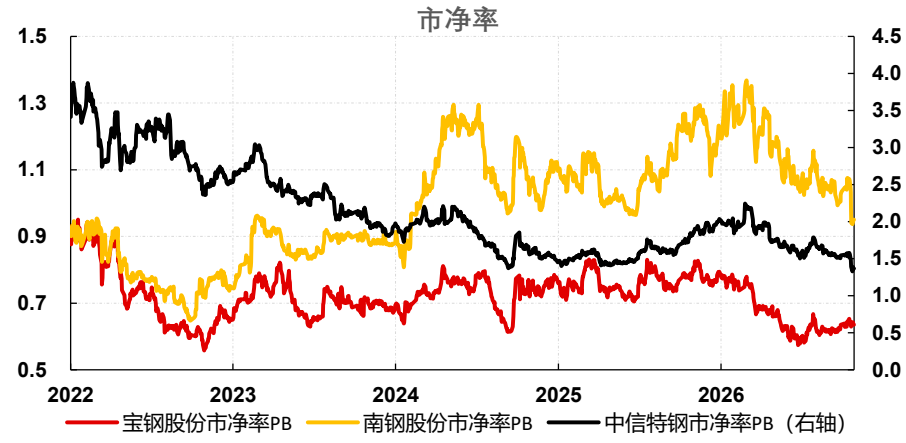
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 23：宝钢股份、南钢股份、中信特钢和钢铁（申万）的股息率对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 24：宝钢股份、南钢股份、中信特钢的市净率



资料来源：Wind，长江证券研究所

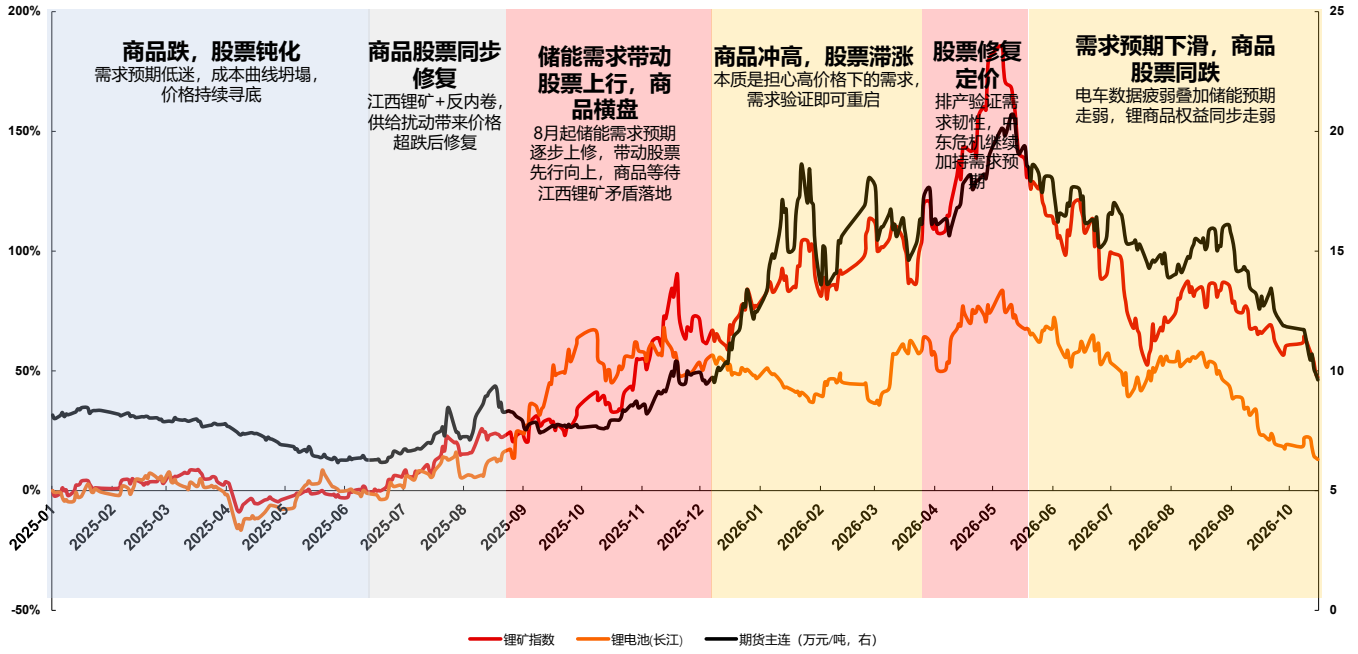
锂：底部渐至，关注供需预期

历经前期回调，锂板块重新进入供需预期与资源价值并重的底部配置窗口。随着今年下半年市场围绕旺季后锂电需求增速放缓、国内江西云母复产以及 2027 年新增供给释放与边际增速下滑的需求矛盾展开定价，电池级碳酸锂价格自 20 万元/吨回落至 10 万以内，权益标的更是回归到本轮行情启动起点位置附近。**我们认为，目前锂板块已经进入到绝对底部区间，储能需求高增长、产业库存持续去化与资源开发约束仍在，关注需求韧性与供给兑现偏差带来的板块机会。**

- **需求端：悲观预期反应相对充分，中长期产业趋势仍在。**短期来看，产业链碳酸锂去库延续，2026 年底多数磷酸铁锂项目投产与出口抢装或支撑排产韧性。中长期来看，锂仍是最核心的储电材料，储能需求景气延续，动力需求稳步增长，固态电池产业化进程加速，打开长维度成长空间。能源安全维度下储能需求持续性较强，海外新兴市场的需求不断超预期，国内经过一年半的高增后也仍有增长空间，并且 AI 储能的增量拉动积极，同时国内商用车电动化趋势加速，海外新能源车市场渗透率快速提升，动力需求稳固攀升。
- **供给端：前期高锂价引发新增产能放量担忧，而当下外部矿业环境以及成本压力或致实际供给兑现不及预期。**首先，全球资源保护主义升温，各国纷纷强调本土资源重要性，加码资源开发出口政策的同时，税金等其他隐性成本明显抬高。而随着锂价回落至 10 万以内，部分高成本矿山盈利性受到挑战，诚然上一轮下跌周期中高成本产能出清速度缓慢，但疤痕效应、地缘隐患以及降本瓶颈有望使得本轮出清速度加快，同时也或将导致部分预期复产的矿山进度放缓。除此之外，本轮锂企资本开支意愿较差，尽管自 2025 下半年至 2026 年中锂价中枢持续走强，但实际催生的新增资本开支极为有限，未来供给增量弹性较弱。**因此，矿企资本纪律与资源开发约束仍在，供给端存在明显的预期下修可能。**

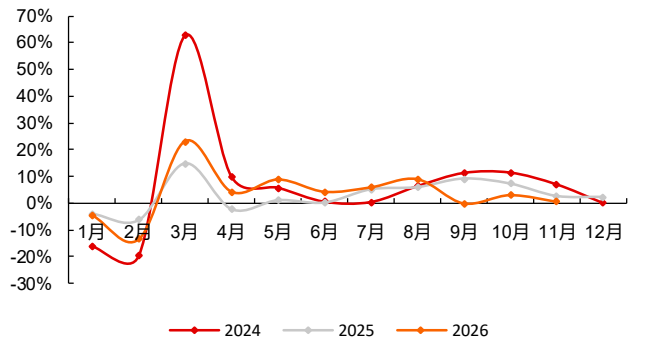
立足当下，悲观的需求预期已释放相对充分，伴随需求预期修正以及供给兑现力度的实质下修，锂行业供需格局仍存显著预期。相对商品，锂权益已逐步进入到反馈价格的钝化区间，若后续宏观情绪回暖叠加供需预期改善，基于目前 2027 年 10 万元锂价下 10 倍 PE 的低估值水平，底部配置价值值得关注。核心关注自主可控且具备成本优势的盐湖类标的盐湖股份、藏格矿业；多维业务共振发力的矿业平台中矿资源、国城矿业；强量增弹性代表大中矿业、盛新锂能；估值低位的华友钴业、永兴材料、雅化集团；资源龙头赣锋锂业、天齐锂业。

图 25：目前锂板块已逐步进入到商品加速探底，权益逐步钝化阶段



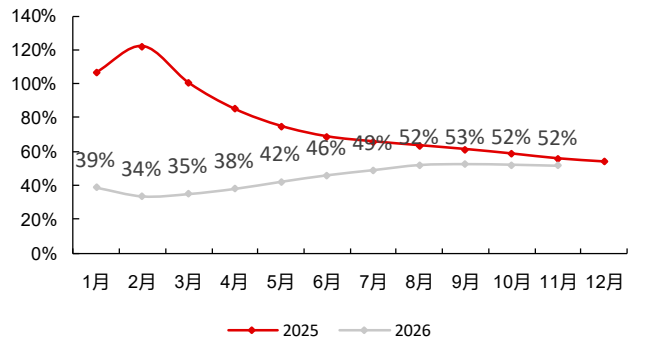
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：2026 年以来，锂电排产数据环比亮眼



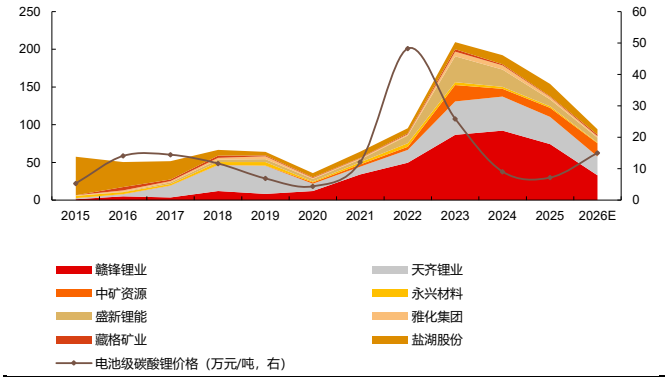
资料来源：鑫椤资讯，长江证券研究所

图 27：2026 年 1-11 月，锂电池排产累计同比约 52%



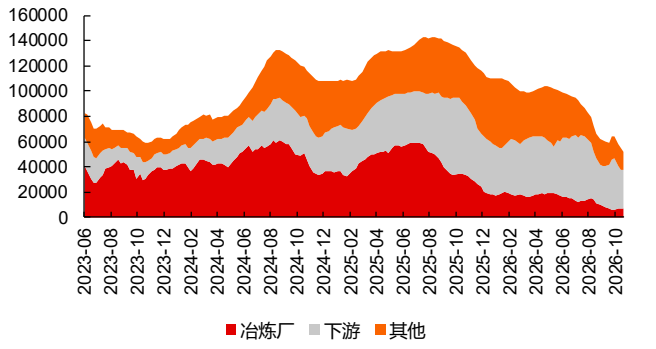
资料来源：鑫椤资讯，长江证券研究所

图 28：自 2025 下半年以来未发现随价格上涨催生大量新增资本开支



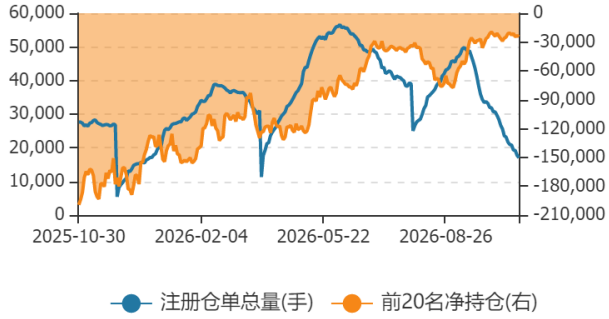
资料来源：Wind，SMM，长江证券研究所（注：左轴代表上市公司的资本开支，单位为亿元，2026 年资本开支预测值基于当年一季报水平年化，右轴为电池级碳酸锂价格，单位为万元/吨，2026 年锂价预测值基于上半年均值假设）

图 29：产业链碳酸锂库存仍处于偏低水平（实物吨）



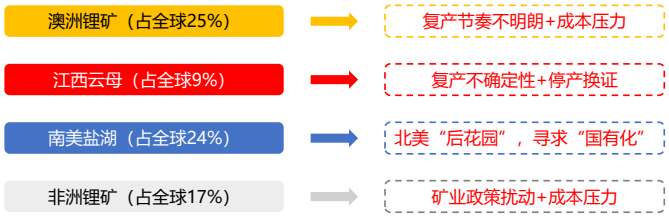
资料来源：SMM，长江证券研究所

图 30：2026 年 9 月以来，碳酸锂仓单大幅减少（右轴单位为手）



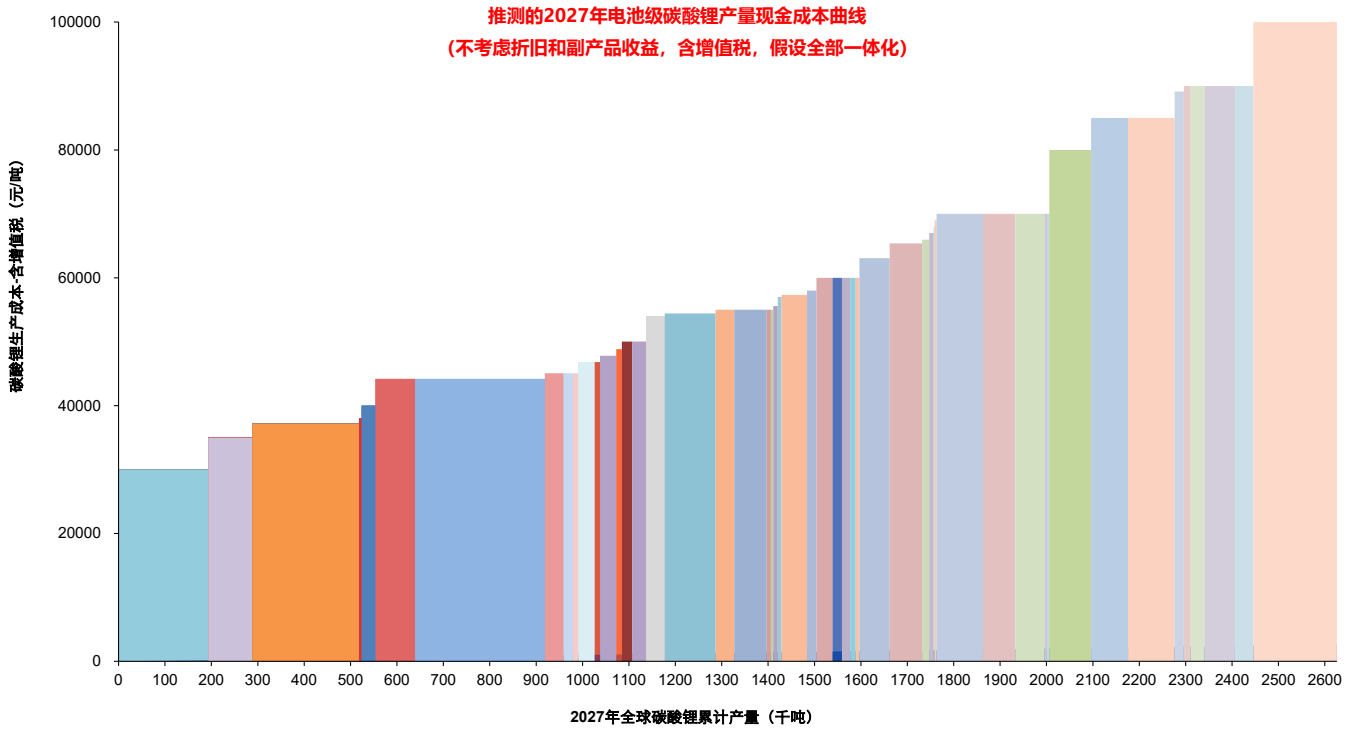
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 31：供给端仍存下修可能



资料来源：Mysteel，公司公告，长江证券研究所

图 32：2027 年碳酸锂现金成本曲线图



资料来源：公司公告，长江证券研究所

维度三：底部反转，柳暗花明

华友钴业：龙头底部再现，硫磺回落盈利赔率可观

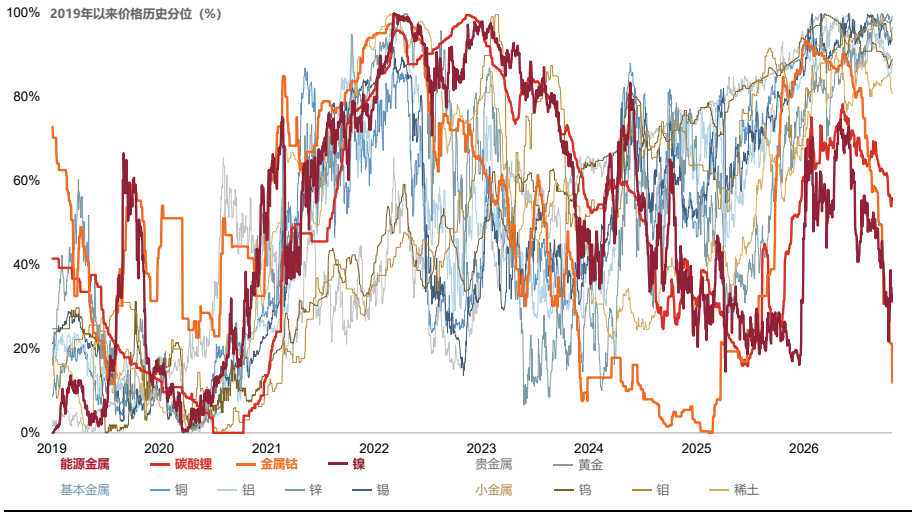
华友钴业是镍锂钴三元材料一体化布局的行业龙头。底部配置机遇再现。**（1）三大金属镍钴锂均在周期底部；（2）硫磺价格使得经营成本在历史高位；（3）三大品种远期量增潜力可期。**未来两年公司推进石膏制酸提高硫磺自供率，同时随硫磺价格回落，湿法镍将重回成本曲线左侧，超额利润有望回归盈利修复弹性较大。重视公司底部的配置价值。

价格-周期底部：镍钴锂均位于历史价格低分位

公司收入端三大金属品种镍钴锂均处于相对底部周期，是 2019 年以来有色主要品种中唯三处于 60%分位以下的金属，整体处于周期偏底部位置，下行空间较为有限。

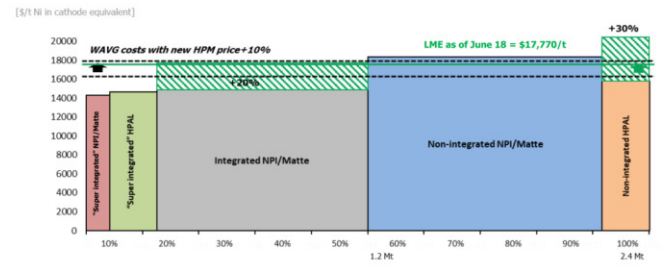
- **镍：印尼政策托底，价格底部支撑明显。**印尼控制镍矿 RKAB 收紧供给，镍价在 15000-16000 美金支撑较强。印尼政府表述 2026 年修订后的 2.9 亿至 3 亿公吨配额，2027 年会考虑过剩情况 RKAB 将低于 2026 年总量。印尼作为镍产量占全球比例近 70%的国家，矿配额控制有望对镍价形成底部支撑。
- **钴：刚果金钴政策未改，静待需求压力缓解。**2026 年刚果金供给出口政策未改，但钴价表现不及预期，国内电钴价格已回落至 21 万/吨左右，重新回归至周期底部。一方面，存储价格上涨压制消费电子需求；另一方面，由于原生料的紧缺以及存储、钨价较高等原因，存量回收钴得到释放，回收钴产量增长较大。考虑到刚果金供给政策未改，部分回收钴属一次性放量难以长期为继，供给逻辑仍在。目前价格已回落至过去 20 年偏底部周期，下行空间有限。静待需求压力缓解。
- **锂：悲观预期主导锂价领先回落，供给扰动仍在成本支撑锂价已位于周期底部。**受悲观需求预期压制，锂已跌至 10 万以内，成本曲线右侧成本为 9-10 万，锂价开始进入成本支撑区间。随着今年下半年市场围绕旺季后锂电需求增速放缓、国内江西云母复产以及 2027 年新增供给释放与边际增速下滑的需求矛盾展开定价，电池级碳酸锂价格自 20 万元/吨回落至 10 万以内，已进入到成本曲线定价区间。考虑到新能源长期需求仍在，本轮周期反转价格上行并未大量刺激新增资本开支，我们认为未来锂行业仍存错配机遇。当前已处于底部位置，静待供需变化。

图 33：在有色各品种对比中，镍钴锂均处于较低价格分位[1]



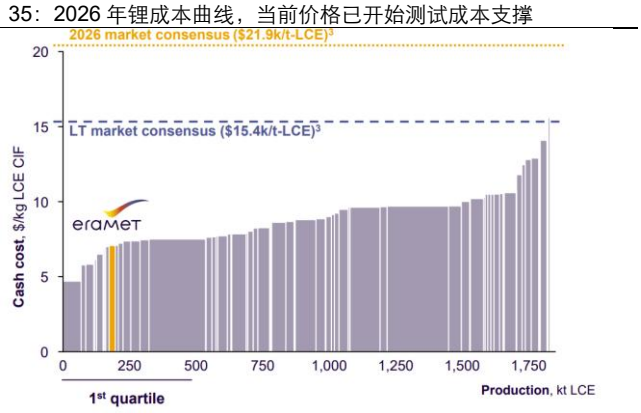
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：2026 年镍成本曲线，受硫磺价格抬升，湿法镍成本抬升明显



资料来源：Norilsk Nickel，长江证券研究所

图 35：2026 年锂成本曲线，当前价格已开始测试成本支撑



资料来源：Eramet，长江证券研究所

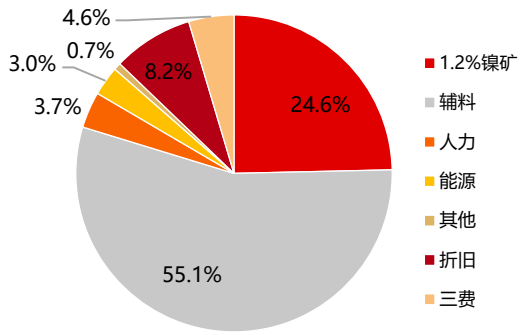
成本-历史高位：石膏制酸有望提高酸自供，硫磺释放超额利润

硫磺中枢长期回落，湿法镍盈利修复弹性可观。湿法镍硫磺用量较大，一般 1 金属吨镍消耗 9-10 吨左右的硫磺。硫磺主要来自炼油、天然气脱硫副产品，硫磺供需缺口持续扩大，中东冲突带来供给及贸易扰动，硫磺价格已升至过去十年高位，印尼硫磺价格从年初 550 美金/吨左右抬升至 1100 美金/吨，湿法镍单吨成本抬升约近 6000 美金，湿法盈利大幅承压，其他下游也难以负担高价。长期来看，随国内石膏制酸等产能陆续投放，硫磺价格有望高位回归，带动湿法镍盈利修复，且赔率空间较大。

石膏制酸提高硫资源自给率，长期提高抗风险能力。公司积极推进石膏制酸项目，项目已开工建设。硫铁矿制酸项目加速推进，投产后将显著提升硫资源自给能力。即使硫磺价格回落有限，公司明年也有望实现成本优化，护城河显著，底部利润支撑明显。

[1] 本对比选用 2019 年 1 月 1 日起始的时间周期。

图 36：湿法镍冶炼成本构成，硫磺涨价辅料成本占比大幅提升[2]



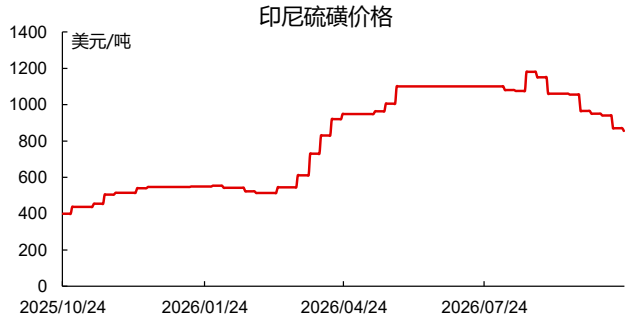
资料来源：百川盈孚，Mysteel，长江证券研究所

图 37：供需错配及供应冲击下今年以来硫磺价格已上行至历史高位



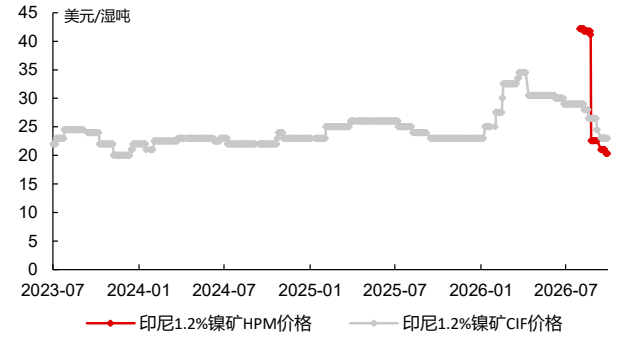
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 38：印尼硫磺价格



资料来源：Mysteel，长江证券研究所

图 39：印尼湿法矿市场价与指导价格



资料来源：Mysteel，长江证券研究所

表 1：不同硫磺、钴价假设下，湿法镍扣钴完全成本情况

不同硫磺、钴价下，湿法镍扣钴到电镍完全成本测算（美元/金属吨镍）							
假设 1 吨湿法镍需要 10 吨硫磺		钴价（万元/吨，含增值税）					
		20	25	30	35	40	50
硫磺价格（美元/吨）	100	11529	11204	10879	10553	10228	9577
	200	12129	11804	11479	11153	10828	10177
	500	13929	13604	13279	12953	12628	11977
	600	14529	14204	13879	13553	13228	12577
	700	15129	14804	14479	14153	13828	13177
	800	15729	15404	15079	14753	14428	13777
	1000	16929	16604	16279	15953	15628	14977
	1200	18129	17804	17479	17153	16828	16177
	1400	19329	19004	18679	18353	18028	17377

资料来源：Mysteel，长江证券研究所

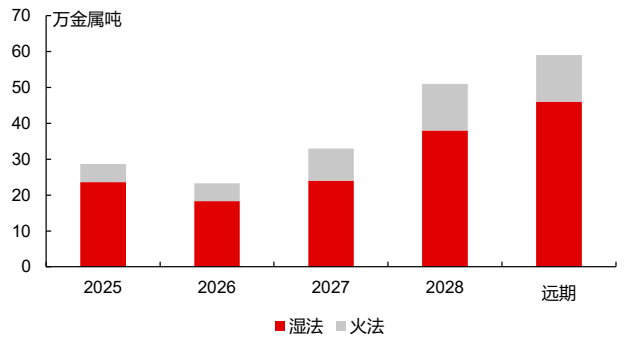
[2] 按照 1000 美金硫磺价格测算。

量增-空间可期：规划项目持续推进，镍钴锂齐头并进

镍钴方面：目前公司已建成华越、华飞两个湿法项目，华科一个火法项目，共计名义总产能 22.5 万吨，项目可实现一定程度超产。公司在印尼扩大镍钴冶炼产能布局，稳步推进年产 12 万吨镍金属量 Pomalaa 湿法项目建设，预计年底前投产；扎实开展年产 6 万吨镍金属量 Sorowako 湿法项目前期准备工作；有序推进储备矿山资源开发。同时伴随镍湿法项目的持续投产，伴生钴的量也会随着增加。

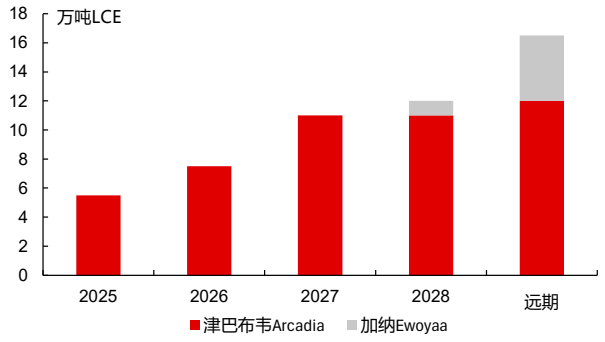
锂方面：公司 Arcadia 运营效率不断提高、生产指标持续优化，为下游提供具有竞争力的锂原料，2025 年年年报 Arcadia 锂矿保有资源量从 150 万吨碳酸锂当量增加至 245 万吨，品位提升至 1.34%。在津巴布韦，建成非洲首座硫酸锂项目，首批产品已运抵国内加工为电池级碳酸锂，实现矿冶一体化贯通，锂资源综合利用率显著提升，成本优势持续巩固。在加纳，收购 Ewoyaa 锂矿控制权，项目资源量约 112.7 万吨碳酸锂当量，收购协议已签署，目前在持续推进交割，交割完成后公司将拥有 Ewoyaa 项目 87%股权，未来锂资源自给率将进一步提升。

图 40：公司印尼镍新项目规划持续推进，远期增长潜力较大



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 41：随 Arcadia 持续增产，加纳 Ewoyaa 落地推进，锂量增明显



资料来源：公司公告，长江证券研究所

久立特材：静待中东订单恢复，新兴业务蓄势待发

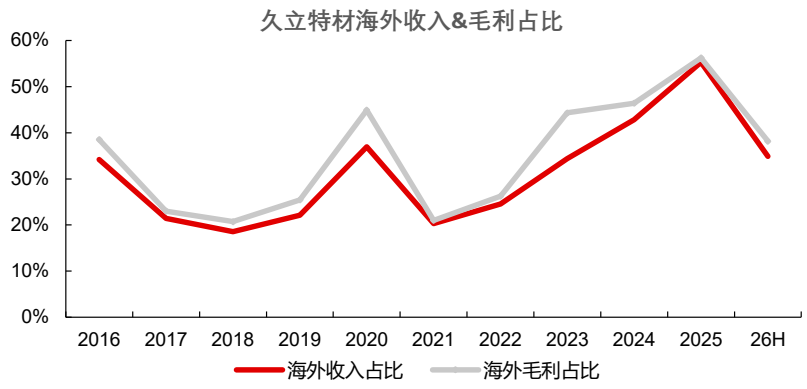
作为全球化的不锈钢管企业，**久立特材**近年来持续加大对中东等高附加值海外市场的开拓。2025 年，海外市场占久立收入的 55%，毛利润的 56%，其中大部分增长来自中东油气领域的贡献。

今年以来，受霍尔木兹海峡封锁事件的影响，部分中东客户停止油气项目施工，暂停原有订单交付，且不再释放新订单，导致久立自二季度以来的经营端承压明显。一方面，中东客户暂停交付，导致海外收入和利润锐减；另一方面，由于人工和折旧等开支刚性，不锈钢管企业需要维持高负荷开工率，原本发往中东的产品只能暂时回流到国内销售，导致国内阶段性过剩压力凸显，盈利水平下滑。

三季度以来，公司处于经营持续修复的通道中。公司将部分原先供给中东的订单转向南美、非洲等海外其他客户，部分缓解国内过剩的压力，26Q3 收入端录得环比 19%的正增长。不过，新订单盈利水平难以和中东订单媲美，由此毛利率仍在低位。展望来看，伴随非中东区域对中东区域替代效应强化，在海峡延续封锁的状态下，公司经营有望延续改善态势。然而，公司经营态势反转的核心仍在于中东订单的恢复（对应公司经营利

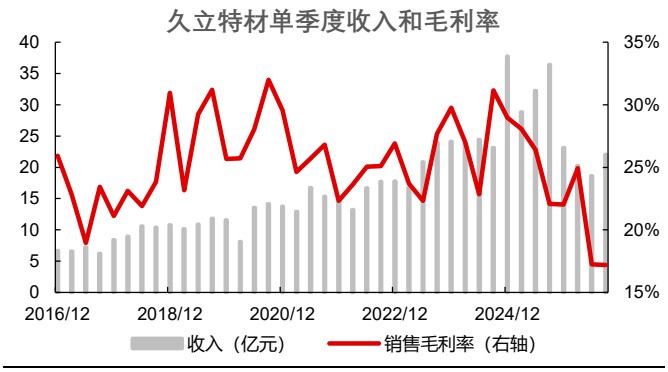
润有望回归至常态水平）。当前来看，中东中长期订单较前期明显增长，当前价格竞争激烈，客户议价权较强，愿意释放偏远期的订单，但急单仍很少；若能形成相对稳定、可预期的局势，主业有望达到新的平衡。

图 42：久立特材海外收入和毛利占比



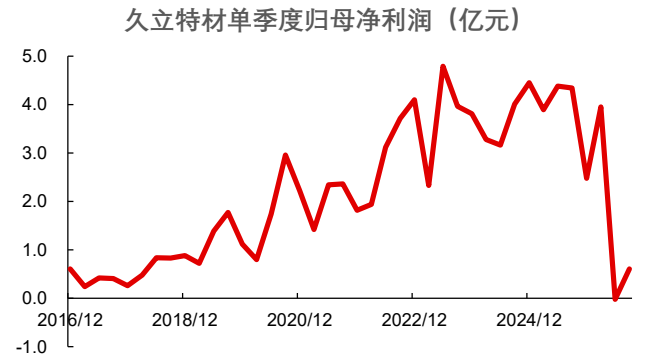
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：2021 年下滑受国内钢铁制品出口退税取消的影响）

图 43：久立特材单季度收入和销售毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 44：久立特材单季度归母净利润



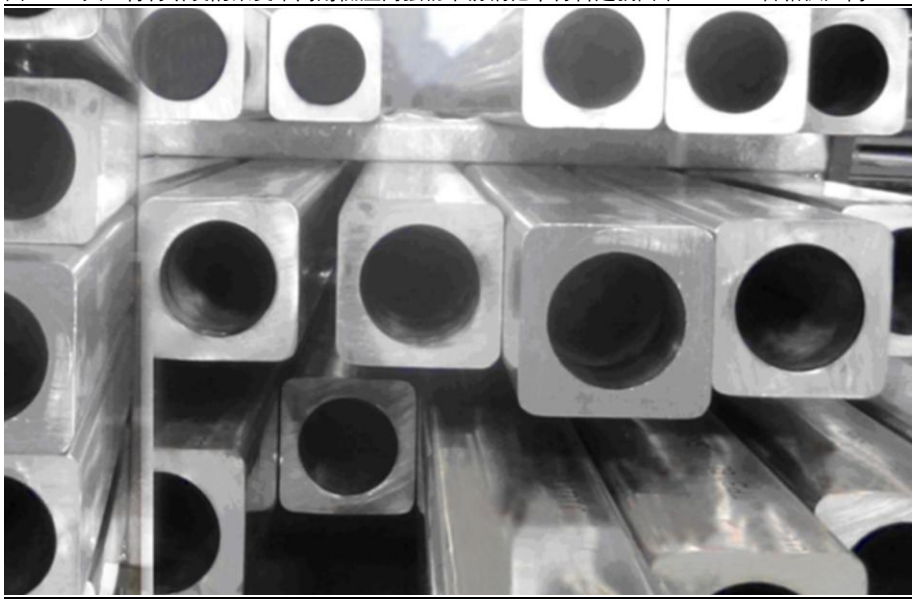
资料来源：Wind，长江证券研究所

核电板块有望成为公司经营业绩的重要驱动。公司拥有核级 1/2/3 级相关资质与配套服务能力，在核电蒸发器管等关键材料上具备成熟制造经验，并持续开展核电新材料研发迭代。当前国内核电产业稳步发展，国产替代持续推进，公司将紧跟国家核电产业政策导向，把握行业建设及国产化替代的结构性发展机遇，深耕三代核电配套业务，前瞻性开展四代核电、可控核聚变领域特种材料研发储备，争取常规核电和试验装置相关订单，巩固核电业务稳健发展态势。

在核聚变领域，公司成功攻克聚变堆用耐低温高强韧不锈钢铠甲材料，实现全球首创并率先应用于国内外聚变装置，成为我国唯一 ITER 合格供应商，标志着公司在高端特种材料国际竞争格局中占据重要地位。

根据公司 2026 年半年报，围绕核电、航空等高端应用场景积极拓展增量客户，并有序推进国际市场准入相关工作，加快培育新的业务增长点。应用于高端装备制造及新材料等领域的高附加值、高技术含量产品实现营业收入 7.79 亿元，占公司营收比重约 20.1%。

图 45：久立特材研发的聚变堆用耐低温高强韧不锈钢铠甲材料是我国唯一 ITER 合格供应商



资料来源：久立特材官网，长江证券研究所

风险提示

1、新能源增速低于预期。在全球电车、光伏及风电这些新能源领域高速发展的带动下，全球需求新旧动能的转换，为有色金属提供良好的基本面支撑，若新能源增速大幅低预期，将压制有色金属需求。

2、地产竣工失速下行。虽然目前来看，新房只占六成+工业强独立性，地产竣工风险可控。但若地产竣工面积大幅下行仍会对铜需求带来一定拖累。

3、海外传统制造业羸弱。海外传统制造业衰退将严重影响海外有色金属需求，拖累全球需求表现。

4、地缘政治风险。不稳定的政治环境可能带来能源价格波动等问题，进而影响生产成本，同时，政治紧张局势可能导致贸易战争和贸易限制，加剧贸易摩擦，影响市场供需正常秩序。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。