



有色金属行业：供需结构改善或持续优化金属行业盈利能力及估值水平

——《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》点评

事件：10月28日《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（以下简称《建议》）全文发布，结合9月28日工业和信息化部等八部门发布的《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026年）》（以下简称《方案》），为中国有色金属行业的发展做出了清晰的指引，强调高质量绿色发展路径。我们认为，金属行业的供给或维持低速稳定高质量发展，金属行业的需求或受益新质生产力行业发展而快速扩张，供需结构的改善或推动金属行业盈利能力及估值水平持续优化。

从供给侧观察，《建议》和《方案》自上而下对有色金属行业战略矿产的保护和产能产量发展控制均做出指引，强调战略矿产保护和有色金属产量的低速稳定高质量增长。

战略矿产的保护与增储至关重要。考虑到我国战略性矿产低储量、高对外依存度的格局，战、矿产保护已成为国家安全和资源战略的重要组成部分。国家将统筹利用超长期特别国债等现有资金渠道，支持有色金属资源开发，并做好重要品种国家储备（储备规模或达到GDP的1.2%）。战略矿产的保护和增储对我国有色金属行业的发展具有重要意义。一方面，资源储量的突破将为我国有色金属的长期稳定生产打下坚实基础，且国内资源储量的提升或有效降低我国金属矿产对外依存度。另一方面，国家收储将推升金属需求。例如，2025年1—5月，我国精炼镍采购超7万吨，累计显性储备超10万吨，约为2024年全球镍精炼产量的3%，国家资源收储推动了金属需求提升。

有色金属产量或维持低速稳定高质量增长。2024年，我国十种有色金属产量同比增速为4.3%。在《方案》中，2025—2026年间我国十种有色金属产量年均增长目标设定为1.5%左右，较2024年供给增速出现明显收缩。这也与《建议》中强调的综合整治“内卷式”竞争相互印证，国家或以能效、碳排放、资源配套等市场化手段压减低效产能。我们参考钢铁与锂行业“反内卷”政策进行分析。钢铁行业方面，由于钢铁行业需求疲软，价格及利润水平下跌，为防止行业同质化恶性竞争并破除地方保护，“反内卷”政策利用市场机制及行业自律机制优化升级产能，并实现行业高端化及绿色化转型。钢铁行业“反内卷”政策主要通过四方面实施：（1）通过设备更新和智能化改造提升生产效率；（2）通过产品结构调整提升行业盈利水平；（3）通过环保政策（碳税）倒逼企业升级设备以满足合规要求，提升远期成本曲线；（4）通过行业集群化发展程度提升以扩大规模效应并强化对上游的议价能力。受益于“反内卷”政策的实施，2025年8月黑色金属冶炼及压延加工业毛利率已升至8%，远超去年同期的2%；中万钢铁行业市盈率亦由去年同期的20.52X升至25年10月29日的40.86X（同比+99%），钢铁行业盈利及估值水平明显修复。锂行业方面，行业供给的快速扩张使得矿产品价格大幅下跌。新《矿产资源法》通过对可采矿石品位的限制，实现对低效产能的压减。自2025年7月新《矿产资源法》

2025年10月30日

看好/维持

有色金属

行业报告

未来3-6个月行业大事：

无。

资料来源：同花顺

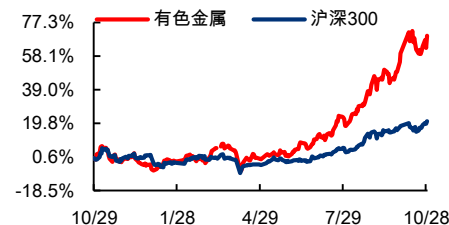
行业基本资料

占比%

股票家数	134	2.98%
行业市值(亿元)	49367.91	4.21%
流通市值(亿元)	43295.11	4.46%
行业平均市盈率	28.55	/

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

行业指数走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

研究助理：闵泓朴

021-65462553

minhp-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480124060003

生效以来，碳酸锂期货价格已由 7 月 1 日的 62980 元/吨累计上涨+28%至 10 月 28 日的 80800 元/吨，锂行业平均动态市盈率也从 7 月 1 日的 23.94X 升至 28.81X (+20%)。“反内卷”政策的实施对金属产品价格修复明显，有效提升企业盈利水平，并推动行业持续高质量发展。“反内卷”政策或将向更多产能利用率、产品价格及盈利水平低迷的金属子行业扩散，如镁行业，以此形成优质优价、良性竞争的市场秩序，提升企业盈利及估值水平。

从需求侧观察，《建议》和《方案》对我国新质生产力行业发展及相关金属及新材料需求扩张做出了指引，并强调了优质资源出口规则的重新定义。

下游产业的发展将快速推动上游金属和金属新材料需求的扩张。金属行业成长依然聚焦于绿色低碳能源转型及新质生产力产业链发展所带来的金属需求端的结构性扩张。成长属性体现于新质生产力的积极发展所推动的各金属品种需求结构性的外扩，具体包括新能源产业链（智能网联汽车产业链及绿色低碳发电产业链），存储及产业升级链（储能、温控以及设备及工艺升级等）以及可再生能源低碳循环产业链的扩张及优化。从铜的各类新兴需求的发展观察，新兴需求的发展已推动铜需求曲线明显右移：2025-2030 年间，新能源汽车用铜年复合增速或达 16%；5G 基站单站耗铜量超 60 千克，数据中心每 GW 电力耗铜量达 3.7 吨，至 2030 年数据中心带来的新增铜需求量或达 55 万吨，约占 2024 年全球铜需求的 2%；至 2030 年，风电、光伏每年累计新增用铜量或达 52 万吨，这或推动全球铜需求曲线每年产生约 2%的右移。新能源汽车、风电、光伏等行业的发展或持续对铜、铝、锂、镁等金属需求起到提振，铷、铯、钽、锆、稀土磁材等需求亦与航空航天、电子等行业的发展高度共振。

优质资源输出规则的重新定义。我国将从“资源大国”升级为“规则强国”，对稀土、钨、锑、镓、锆等稀有金属实行出口许可证制度和配额管理，争夺全球定价权。以稀土为例，我国稀土储量达 4400 万吨（占全球稀土储量 40%），稀土矿产量达 21 万吨（占全球稀土矿产量 70%），冶炼分离产能达 40 万吨（占全球冶炼分离产能 92%），形成了完整产业链的优势地位，并对中游冶炼分离具有决定性垄断。稀土产业的出口管制已成为中美贸易战中重要的战略武器：2025 年 4 月，中国宣布对 7 类中重稀土及其磁体产品实施出口限制；2025 年 10 月，中国对稀土全产业链提出出口管制措施。从稀土供给端观察，行业整合加速叠加《稀土管理条例出台》，稀土供给已进入加速优化的阶段。2023-2024 年间，稀土矿采供给年额度增速由 21%降至 6%，冶炼分离年额度增速由 21%降至 4%，矿采总量指标较冶炼总量指标年额度过剩增至 1.6 万吨，整体显示出稀土行业的供给高增速时期或已结束。外部的出口管制叠加内部的供给收缩或持续提升中国稀土行业的全球定价权。以镓为例，中国镓产量占全球原生镓产量的 98%。中国已对镓实施多轮出口管制，2023 年 7 月开始出口许可证管理，2024 年 12 月对美实施全面出口禁令，2025 年 1 月将镓提取核心技术纳入管制，2025 年 5 月起跨部门打击走私转运，形成系统性管制机制。受出口管制影响，伦敦战略金属市场镓现货价已由 2025 年初的 597 美元/千克升至 9 月底的 1100 美元/千克，年内涨幅高达 84%。在出口管制政策的引导下，以稀土、镓为代表的稀有战略金属或将迎来“战略武器化”的产业链价值重估。

风险提示：地缘政治扰动风险，全球贸易扰动风险，下游需求发展不及预期风险。

1. 金属行业盈利能力及估值水平或持续优化

事件：10月28日《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（以下简称《建议》）全文发布，结合9月28日工业和信息化部等八部门发布的《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026年）》（以下简称《方案》），为中国有色金属行业的发展做出了清晰的指引，强调高质量绿色发展路径。我们认为，金属行业的供给或维持低速稳定高质量发展，金属行业的需求或受益新质生产力行业发展而快速扩张，供需结构的改善或推动金属行业盈利能力及估值水平持续优化。

2. 金属行业供给或维持低速稳定高质量发展

从供给侧观察，《建议》和《方案》自上而下对有色金属行业战略矿产的保护和产能产量发展控制均做出指引，强调战略矿产保护和有色金属产量的低速稳定高质量增长。

2.1 聚焦战略矿产的保护和增储

我国战略性矿产资源储量较低，对外依存度较高。据中国地质调查局统计，我国30种主要矿产中约一半矿产储量丰度低于世界平均水平。我国人均探明储量仅为世界平均水平的58%，位居世界第53位，主要的金属矿种，如铜矿和铝土矿分别相当于世界平均水平的28.4%和14.2%，而以铝土矿、铜、锡、锑、金为代表的战略性矿产的储量保障年限不足20年。据中国地质调查局预测，至2035年，我国40种矿产资源中，仍将有三分之二的品种对外依存，其中铜、钴、镍等战略性矿产对外依存度将持续达50%~70%。

战略矿产的保护与增储至关重要。考虑到我国战略性矿产低储量、高对外依存度的格局，战略性矿产保护已成为国家安全和资源战略的重要组成部分。2025年7月实施的新《矿产资源法》明确要求强化国家矿产资源安全保障（关键矿产自给率已纳入国家安全体系），建设关键矿产战略储备，并鼓励海外权益矿开发。《方案》强调，要实施新一轮找矿突破战略行动，加强铜、铝、锂、镍、钴、锡等资源调查与勘探，形成一批找矿新成果。其中，2025年2月工信部等十一部门印发《铜产业高质量发展实施方案（2025—2027年）》，提出至2027年，力争国内铜矿资源量增长5%~10%。国家将统筹利用超长期特别国债等现有资金渠道，支持有色金属资源开发，并做好重要品种国家储备（储备规模或达到GDP的1.2%）。战略矿产的保护和增储对我国有色金属行业的发展具有重要意义。一方面，资源储量的突破将为我国有色金属的长期稳定生产打下坚实基础，且国内资源储量的提升或有效降低我国金属矿产对外依存度。另一方面，国家收储将推升金属需求。例如，2025年1—5月，我国精炼镍采购超7万吨，累计显性储备超10万吨，约为2024年全球镍精炼产量的3%，国家资源收储推动了金属需求提升。

2.2 有色金属产量或维持低速稳定高质量增长

有色金属产量或维持低速稳定高质量增长。2024 年，我国十种有色金属产量同比增速为 4.3%。在《方案》中，2025—2026 年间我国十种有色金属产量年均增长目标设定为 1.5%左右，较 2024 年供给增速出现明显收缩。这也与《建议》中强调的综合整治“内卷式”竞争相互印证，国家或以能效、碳排放、资源配套等市场化手段压减低效产能。我们参考钢铁与锂行业“反内卷”政策进行分析。钢铁行业方面，由于钢铁行业需求疲软，价格及利润水平下跌，为防止行业同质化恶性竞争并破除地方保护“内卷”政策利用市场机制及行业自律机制优化升级产能，并实现行业高端化及绿色化转型。钢铁行业“反内卷”政策主要通过四方面实施：（1）通过设备更新和智能化改造提升生产效率；（2）通过产品结构调整增强行业盈利水平；（3）通过环保政策（碳税）倒逼企业升级设备以满足合规要求，推升远期成本曲线；（4）通过行业集群化发展程度提升以扩大规模效应并强化对上游的议价能力。受益于“反内卷”政策的实施，2025 年 8 月黑色金属冶炼及压延加工业毛利率已升至 8%，远超去年同期的 2%；申万钢铁行业市盈率亦由去年同期的 20.52X 升至 25 年 10 月 29 日的 40.86X（同比+99%），钢铁行业盈利及估值水平明显修复。锂行业方面，行业供给的快速扩张（2020-2024 年间中国锂矿产量 CAGR 达 33%）使得矿产品价格大幅下跌（碳酸锂年度均价由 2022 年的高点 47 万元累计下降-85%至 25 年 M1-M10 的 7 万元）。新《矿产资源法》通过对可采矿石品位的限制（锂矿需氧化锂品位 $\geq 0.4\%$ 方可单独开采），实现对低效产能的压减（低效产能退出，未达标矿区暂停生产）。自 2025 年 7 月新《矿产资源法》生效以来，碳酸锂期货价格已由 7 月 1 日的 62980 元/吨累计上涨+28%至 10 月 28 日的 80800 元/吨，锂行业平均动态市盈率也从 7 月 1 日的 23.94X 升至 28.81X(+20%)。“反内卷”政策的实施对金属产品价格修复明显，有效增强企业盈利水平，并推动行业持续高质量发展。《方案》提出，将持续加强金属行业自律，引导行业预期，完善重点产品产能预警机制，加强对产品供需变化、价格波动、社会库存、产能利用率、在建产能等跟踪监测，引导企业理性投资。这也意味着，“反内卷”政策或将向更多产能利用率、产品价格及盈利水平低迷的金属子行业扩散，如镁行业（2024 年中国原镁行业产能利用率仅为 69%，2024 年至今镁价长期低于行业平均成本 1.9 万元/吨），以此形成优质优价、良性竞争的市场秩序，提升企业盈利及估值水平。

重视绿色低碳生产，优化再生金属占比。《建议》指出，“十五五”时期经济社会发展的主要目标之一在于：绿色生产生活方式基本形成，碳达峰目标如期实现，清洁低碳安全高效的新型能源体系初步建成，主要污染物排放总量持续减少。我国计划于 2030 年完成碳达峰，与欧盟 CBAM 对接，建立低碳认证体系。碳达峰目标对金属生产的环保性提出了要求与挑战。以电解铝行业为例，2024 年 7 月工信部等部门发布《电解铝行业节能降碳专项行动计划》，目标到 2025 年底，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%，行业可再生能源利用比例达到 25%以上，碳足迹核算全覆盖；到 2030 年底，电解铝行业单位产品能耗和碳排放明显下降，可再生能源使用进一步提升。为实现碳达峰目标，我国再生金属行业高速发展，再生金属产量及对应占比逐步提升。2024 年我国主要再生有色金属产量为 1915 万吨，约占十种有色金属产量的 24%，已实现 2022 年《有色金属行业碳达峰实施方案》的再生金属供应占比目标。其中，再生铜占铜产量比例由 22 年的 24%升至 24 年的 33%，再生铝占铝产量比例由 22 年的 22%升至 24 年的 24%，再生锌占锌产量比例由 22 年的 14%升至 24 年的 18%。《方案》要求 2025—2026 年中国再生金属产量应突破 2000 万吨，同比增长超过 4.4%，这意味着我国再生金属产业仍处于扩张周期。此外，再生金属行业的发展也意味着传统生产企业将面临更多环保要求与成本压力（例如再生铝原料成本仅为原生铝的 30%~40%），倒逼原生金属生产企业降本增效。在金属整体供应增速收缩的背景下，再生金属的占比提升或进一步降低原生金属供给增速。

推动供给高端化，促进高端材料制造业创新发展。《方案》指出，我国应促进高端产品创新发展，围绕新一代信息技术、新能源汽车等重点产业链需求，推动超高纯金属等高品质原料、铜合金结构功能一体化材料、贵金属功能材料、高端稀土新材料等攻关突破，提升铝合金及镁合金结构材料、硬质合金及制品等产品综合

性能。2024年9月，工信部等部门发布《新材料中试平台建设指南（2024—2027年）》，提出到2027年建成300个地方新材料中试平台，并择优培育20个高水平平台，《方案》中再次强调了对该指南的落实。2025年5月，工信部公示了《首批重点培育中试平台初步名单》，其中包含了14家有色金属行业中试平台，如稀贵金属材料中试平台（贵研铂业）、资源综合利用与铜伴生金属高纯化中试平台（铜陵有色）、镁基轻合金产品中试平台（宝武镁业）、有研亿金先进半导体用超高纯金属材料中试平台（有研新材）和高端稀土功能材料中试平台（中国稀土）等。截至2030年，我国高端材料自给率或由55%提至80%，将形成30万吨级铝锂合金（主要用于新能源汽车、航空航天等）、10万吨级高纯钛（主要用于氢能储运设备、高端医疗设备等）、5万吨级磁粉芯产能（主要用于电子信息产业等）。

3. 金属行业需求或受益新质生产力行业发展而快速扩张

从需求侧观察，《建议》和《方案》对我国新质生产力行业发展及相关金属及新材料需求扩张做出了指引，并强调了优质资源出口规则的重新定义。

下游产业的发展将快速推动上游金属和金属新材料需求的扩张。《建议》强调，需培育壮大新兴产业和未来产业，加快新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展，推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等成为新的经济增长点。金属行业成长依然聚焦于绿色低碳能源转型及新质生产力产业链发展所带来的金属需求端的结构性扩张。成长属性体现于新质生产力的积极发展所推动的各金属品种需求结构性的外扩，具体包括新能源产业链（智能网联汽车产业链及绿色低碳发电产业链），存储及产业升级链（储能、温控以及设备及工艺升级等）以及可再生能源低碳循环产业链的扩张及优化。从铜的各类新兴需求的发展观察，新兴需求的发展已推动铜需求曲线明显右移：2025-2030年间，新能源汽车用铜年复合增速或达16%；5G基站单站耗铜量超60千克，数据中心每GW电力耗铜量达3.7吨，至2030年数据中心带来的新增铜需求量或达55万吨，约占2024年全球铜需求的2%；至2030年，风电、光伏每年累计新增用铜量或达52万吨，这或推动全球铜需求曲线每年产生约2%的右移。新能源汽车、风电、光伏等行业的发展或持续对铜、铝、锂、镁等金属需求起到提振，铷、铯、钽、锆、稀土磁材等需求亦与航空航天、电子等行业的发展高度共振。

优质资源输出规则的重新定义。我国将从“资源大国”升级为“规则强国”，对稀土、钨、锑、镓、锗等稀有金属实行出口许可证制度和配额管理，争夺全球定价权。以稀土为例，我国稀土储量达4400万吨（占全球稀土储量40%），稀土矿产量达21万吨（占全球稀土矿产量70%），冶炼分离产能达40万吨（占全球冶炼分离产能92%），形成了完整产业链的优势地位，并对中游冶炼分离具有决定性垄断。稀土产业的出口管制已成为中美贸易战中重要的战略武器：2025年4月，中国宣布对7类中重稀土及其磁体产品实施出口限制；2025年10月，中国对稀土全产业链提出出口管制措施。从稀土供给端观察，行业整合加速叠加《稀土管理条例》出台，稀土供给已进入加速优化。2023-2024年间，稀土矿采供给年额度增速由21%降至6%，冶炼分离年额度增速由21%降至4%，矿采总量指标较冶炼总量指标年额度过剩增至1.6万吨，整体显示出稀土行业的供给高增速时期或已结束。外部的出口管制叠加内部的供给收缩或持续提升中国稀土行业的全球定价权。以镓为例，中国镓产量占全球原生镓产量的98%。中国已对镓实施多轮出口管制，2023年7月开始出口许可证管理，2024年12月对美实施全面出口禁令，2025年1月将镓提取核心技术纳入管制，2025年5月起跨部门打击走

私转运，形成系统性管制机制。受出口管制影响，伦敦战略金属市场镓现货价已由 2025 年初的 597 美元/千克升至 9 月底的 1100 美元/千克，年内涨幅高达 84%。在出口管制政策的引导下，以稀土、镓为代表的稀有战略金属或将迎来“战略武器化”的产业链价值重估。

4. 风险提示

地缘政治扰动风险，全球贸易扰动风险，下游需求发展不及预期风险。

分析师简介

张天丰

大周期组组长，金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖及三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师，中国东方资产估值专家库成员，中国东方资产股票专家组成员。

研究助理简介

闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员，美国哥伦比亚大学生物统计硕士，研究数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校，应用数学与经济双专业，于 2024 年 5 月入职东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526