



策略联合行业专题系列

策略专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003） 联系人：黄泽浩

mouyiling@gjzq.com.cn

wuhuimin@gjzq.com.cn

huangzehao@gjzq.com.cn

国金策话：互问有色金属

1、本轮补库行情或将持续到什么时候？资金风格会在什么时候开始转变？

预计全球补库周期的持续性或将超出市场预期。当前美国服务业正在进入滞胀后期，而制造业数据则处于复苏早期。随着全球降息周期的开启，未来全球制造业周期或将存在明显的向上修复空间。不过同样需要关注服务业的下行对于经济预期和金融市场的阶段性影响，且这种影响有可能相互加强。资金风格来看，现阶段正处于再均衡的过程，未来可重点关注：①海外商品通胀向服务通胀的传导；②出口价格向 PPI 的传导，A 股企业盈利是关键指标。

2、如何理解“资源→制造→科技”的宏观驱动逻辑？有哪些领先指标可以提示有色的拐点？

具体来看：资源占优的场景是企业倾向于生产或投资建设；制造高度依赖资源供给，当资源未对其形成利润侵蚀或制造本身存在需求驱动逻辑，超额收益更佳，在一定时间内制造可以与资源在需求端形成共振，而供给侧资源与制造的周期存在差异带来利润分配的周期性变化；科技：当资源和制造缺乏爆发的逻辑，倘若科技存在技术突破反而更容易成为市场焦点。未来的拐点或体现为全球资源品的重新崛起，核心驱动来自于全球制造业周期的向上修复。

3、从宏观维度看，需求端来看，影响以铜为代表的工业金属需求可能存在哪些变化？

一是宏观视角来看，如果制造业主导未来经济的方向，经济结构性变化或将带来单位总产出资源消耗的增加，这也是以铜金比为代表的工业属性修复的动能；二是中期维度来看，由于以印度和东盟的人均收入还未到与单位最终使用实物消耗的倒 U 型关系的拐点，伴随投资的增加和人均收入的进一步提高，新兴国家对于全球单位实物消耗的拉动或将进入加速期，成为资源品需求的重要增长点。

4、如果 AI 建设被视为“结构性通胀源”，铜、铝、镍为代表的原材料能否享受估值溢价？

当我们讨论结构性通胀时，其实就是在说有哪些部门，整体在跑赢平淡的通胀水平。在过去房地产金融化时期，白酒和部分大宗商品都享受了金融扩张带来的结构通胀。如果 AI 建设可以带来结构性通胀，有两个条件：当下金融扩张驱动了 AI 建设；目前看 AI 建设需要往基础设施和更多传统短板领域去扩散。如果因为供给因素，工业金属一旦自身出现了供给约束，那么估值溢价的概率较大。

5、怎么看待今年有色金属的行情，从行业视角回顾和分析原因。

今年以来，有色金属整体行情呈现出“供给收缩、库存修复与金融驱动”三重共振的格局。从行业视角来看，供给端的紧约束是行情的底层逻辑。过去十年全球资源资本开支显著不足，新增矿山开发周期长、品位下滑、审批严格，叠加资源民族主义抬头和安全监管趋严，使得供给端弹性明显下降。与此同时，库存长期处于低位，制造业修复、能源转型建设、电网与数据中心投资带来的阶段性需求反弹，使得低库存环境下的边际需求改善被迅速放大。

6、如何理解海外和中国有色股估值的差异性？

在分析海外与中国有色金属板块估值差异时，可从估值方法、会计制度等维度加以理解。从估值体系上看，在 PE 指标方面，海外有色股估值整体显著高于中国，但若采用 EV/EBITDA 指标，则差距并不明显。从会计制度上看，海外矿业体系矿权完全归属企业所有，资本化程度较高，利润被折旧摊销显著摊薄，因此呈现出较高的 PE 估值水平。

7、如何从供需角度展望未来主要品种的走势？股票板块表现如何展望？其中比较看好的公司有哪些？

从供需格局来看，全球有色金属整体处于“供给偏紧、需求温和”的中性偏多状态。铜的新增产能投放缓慢，矿山品位持续下滑，开发周期拉长导致产量增长有限；铝方面，中国电解铝产能接近 4500 万吨天花板；稀土板块受国家战略调控影响，供给端配额与冶炼管控趋严。在股票层面，铜企凭借早期出海优势率先兑现利润；电解铝板块中具成本优势且分红政策明确的企业值得关注；稀土与小金属方向，拥有上游资源控制力与深加工能力的企业长期具备竞争力。

8、有色金属今年以来有了更多 AI 建设相关的逻辑，涉及的金属品类有哪些对金属的需求如何？

今年以来，人工智能建设快速推进，已成为有色金属需求的重要新增驱动力。基础设施的建设主要涉及数据中心、电力系统及散热环节，其中受益最为显著的是铜，其次包括锡与部分用于散热系统的铝。根据 Berkeley Lab 的报告，基于 580TWh 的电耗水平测算，预计未来五年 AI 建设预计将拉动约 142 万吨新增铜需求，年均贡献 24 万吨增量。

风险提示

国内经济修复不及预期；海外经济大幅下行；金属供给超预期风险；AI 行业发展不及预期风险。



内容目录

1、本轮补库行情或将持续到什么时候？资金风格会在什么时候开始转变？.....	4
2、如何理解“资源→制造→科技”的宏观驱动逻辑？有哪些领先指标可以提示有色的拐点？.....	5
3、从宏观维度看，需求端来看，影响以铜为代表的工业金属需求可能存在哪些变化？.....	6
4、如果 AI 建设被视为“结构性通胀源”，铜、铝、镍为代表的原材料能否享受估值溢价？.....	8
5、怎么看待今年有色金属的行情，从行业视角回顾和分析原因。.....	8
6、如何理解海外和中国有色股估值的差异性？.....	9
7、行业层面，如何从供需角度展望未来主要品种的走势？股票板块表现如何展望？其中比较看好的公司有哪些？.....	10
8、有色金属今年以来有了更多 AI 建设相关的逻辑，其中主要涉及的金属品类有哪些？AI 对金属的需求如何？.....	11
9、风险提示.....	12

图表目录

图表 1： 2024 年 3-5 月美国曾进行过短暂的补库.....	4
图表 2： 2022 年开始美国制造业和服务业周期错位.....	4
图表 3： 最近几年出口价格指数的下跌对 PPI 同比形成较大拖累（单位：%）.....	5
图表 4： 2023-2024 年用电量增速高于生产速度.....	6
图表 5： 美国服务业与科技股的利润存在相关性.....	6
图表 6： 历史上来看，铜金比与全球制造业 PMI 高度正相关，如果 PMI 修复，铜金比则处在低估状态.....	6
图表 7： 从全球来看，制造业活动强于服务业时，往往会带来单位总产出资源消耗的增加.....	7
图表 8： 单位最终使用实物消耗与人均 GNI 呈现倒 U 型关系.....	7
图表 9： 印度和东盟还未到达倒 U 型的拐点，未来人均收入的增加对于实物消耗来说是加速的作用.....	7
图表 10： 2025 海外铜启动补库（LME+COMEX）（万吨）.....	9
图表 11： 2025 海外铝库存处低位（LME+COMEX）（万吨）.....	9
图表 12： 2022 年起全球央行大幅增持黄金.....	9
图表 13： 2025 年全球实物黄金 ETF 流入 470 亿美元.....	9
图表 14： 从 EV/EBITDA 指标看，中国与海外有色股估值差距并不明显.....	10
图表 15： 从 PE 指标看，海外有色股估值整体显著高于中国.....	10
图表 16： 25Q2 铜矿及冶炼营收环比+20.41%（亿元）.....	11
图表 17： 25Q2 电解铝营收环比+6.29%（亿元）.....	11
图表 18： 25Q2 铜矿及冶炼归母净利环比+18.19%（亿元）.....	11
图表 19： 25Q2 电解铝归母净利环比+11.40%（亿元）.....	11



图表 20: 2014 年至 2028 年美国数据中心总电力使用量..... 12

图表 21: Berkeley Lab 报告测算的基准假设..... 12



今年以来，有色金属无疑是最火热的板块之一，按照股价涨跌幅来看，截至 2025 年 10 月 14 日已超 70%，在所有行业当中排名第一。那么，有色金属为何今年会取得如此优异的表现呢？行业视角来看，本身确实具备坚实的内在逻辑支撑，如供给收缩等；但单一的行业逻辑又难以决定整体的运行走向，从宏观视角出发，自上而下的行业比较又起到举足轻重的作用，但这又很容易忽略诸多行业层面的细节。因此，作为策略团队和行业团队联合的首期内容，本篇报告将分别从自上而下和自下而上的视角出发，对有色金属行业做出全面的解读。具体报告内容采取问答的形式，问题 1-4 为策略团队就有色金属板块的相关问题所做出的解答，而问题 5-8 则是国金有色金属团队从行业视角出发做出的相关解答。

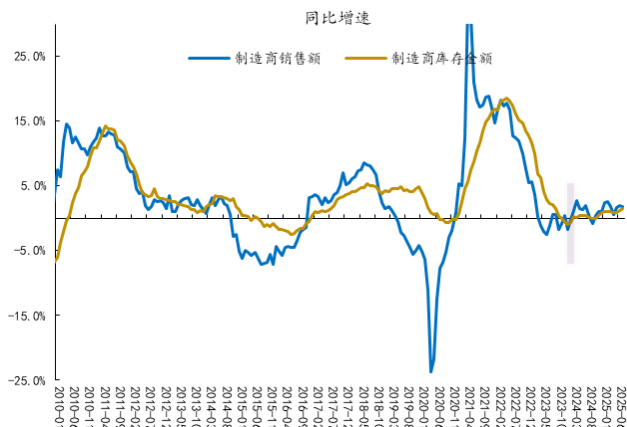
1、本轮补库行情或将持续到什么时候？资金风格会在什么时候开始转变？

从库存周期来看，2024 年 3-5 月美国曾出现过一轮补库行情。尽管尚未传导至上游资源品，但由于以铜为代表的工业金属兼具工业属性和金融属性，对下游商品补库信号较为敏感，上游资源品价格在此期间也出现了明显上涨。但是，无论是持续性还是弹性来看，这一轮美国补库整体偏弱（2024 年 6 月开始美国制造商库存开始边际走弱），背后的原因在于高利率环境对于制造业的抑制效应。当时美国经济正处于制造业与服务业周期错位之中，即“服务业强、制造业弱”的分化格局，偏强的服务业使得服务通胀持续具备粘性，而利率敏感型的制造业受利率压制而表现疲软，这也导致了商品通胀的回落。但一旦进入补库反弹的周期，便极易引发政策紧缩预期，反而限制了补库的力度。

不过，最新这一轮补库周期的持续性或将超出市场预期，这与当下美国经济结构驱动逻辑的转变密切相关。与此前不同的是，当前服务业已经出现边际走弱的趋势，呈现出滞胀后期甚至要转衰退；而制造业则处于复苏早期，最新数据显示物价指数并未进一步上涨甚至边际下行，制造业活动也已进入边际修复的状态。而随着美联储降息周期的开启，此前高利率环境下被压制的制造业需求或将逐步得以释放，因此后续我们也将看到下游补库周期的开启。相较于 2024 年的弱补库行情，预计本轮补库周期不仅启动较为迅速且持续时间或将也显著延长。

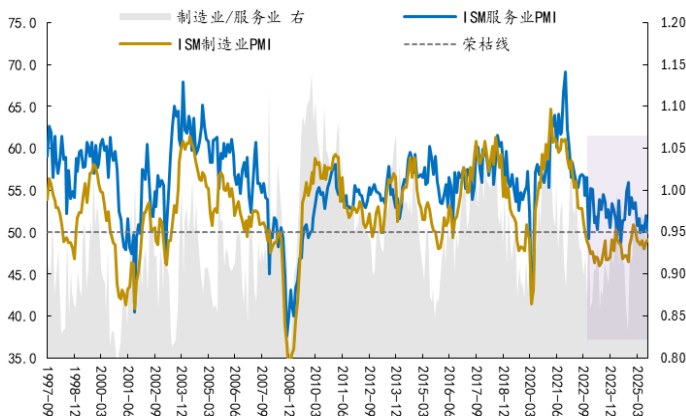
当然，制造业和服务业背离最大的原因，还是海外过去几年更注重社会福利与转移支付的财政导向。当然，如今这个导向在发生较大改变，欧美主流国家已经开始转为鼓励企业投资或者直接政府支持军工、基础设施建设。

图表1：2024 年 3-5 月美国曾进行过短暂的补库



来源：Wind、国金证券研究所

图表2：2022 年开始美国制造业和服务业周期错位

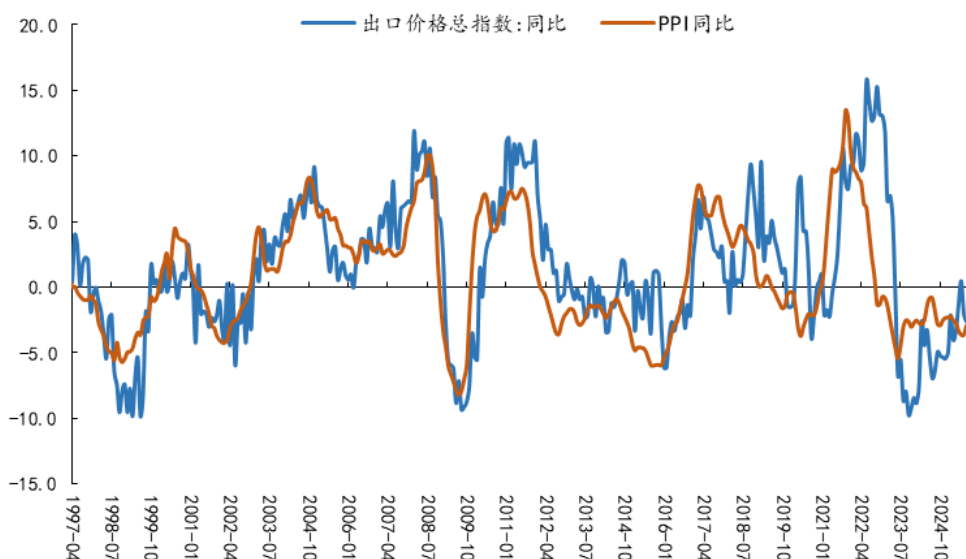


来源：Wind、国金证券研究所

资金风格来看，我们更倾向于现阶段已经进入再均衡的过程。重点关注两个方面：①海外降息启动后，从利率敏感的商品通胀回升，再到服务通胀的传导过程（“再通胀”过程），这会对顺周期盈利预期再到流动性环境的变化形成潜在影响；②对国内投资者而言，A 股上市公司的盈利指标更为关键，核心的观测指标之一便是中国的出口价格指数。当前 PPI 可能与 2005-2006 年一样，受到外需拉动企稳，当时：海外商品需求回升 → 出口订单价格抬升 → 出口商回补原料 → 国内大宗及 PPI 滞后回升，这一“需求在外、库存先行”的传导顺序，使出口价格成为整条链的领先指标。当下，海外设备类需求已出现修复迹象，国内“反内卷”亦正在持续推进，国内供给约束下结构优化叠加海外需求的逐渐复苏，未来中国企业盈利回升的持续性值得期待。预计未来 2-3 个季度内海外市场或将迎来“再通胀交易”，届时市场风格切换也将随之更广泛的发生，在商品通胀回升初期，市场风格应该是再平衡阶段。



图表3：最近几年出口价格指数的下跌对PPI同比形成较大拖累（单位：%）



来源：Wind、国金证券研究所

2、如何理解“资源→制造→科技”的宏观驱动逻辑？有哪些领先指标可以提示有色的拐点？

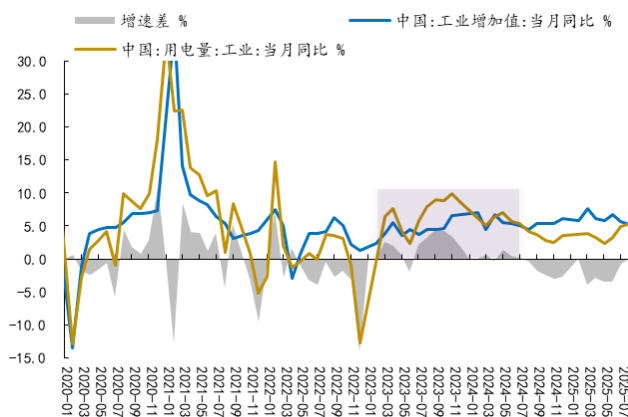
从股票投资视角来看，在一段时间占优的股票资产往往对应 GDP 中更容易扩张的部门或者是上市公司利润分配中更占优的部门。而从股价形态上来看，由于 60 个交易日正好是一个季度，且恰好也是企业的 1 个盈利周期，所以往往指的是其长期缓慢的变化或者是短期剧烈的变化能够达到 60 日均线以上的级别。因此，这一周期可作为观察板块轮动的重要参考，具体到资源、制造和科技来看：①资源：作为企业生产经营的消耗品，与生产、投资建设活动直接挂钩。当企业越倾向于生产或投资建设时，资源消耗会显著增加，典型的如 2020-2021 年新能源产业向上周期中的碳酸锂。②制造：其生产高度依赖资源供给，当资源供给充足且未过度侵蚀制造环节的利润，同时下游需求向好，资源与制造可能出现同时上涨。而当制造行业处于供给出清阶段，或者行业本身属于新兴领域（供给快速扩张但需求增长更快）时，制造板块或将存在显著的超额收益。③科技：当中游制造缺乏供给扩张和需求爆发的逻辑（由于生产投资建设边际放缓，资源需求随之减弱）时，倘若科技领域出现技术突破，往往更容易成为市场焦点，甚至逐步成为经济新增长点。不过，部分科技产业发展成熟后也会向“科技制造”转型。当然，在这个过程中，还存在周期的再匹配，比如行业分析经常会用到的资本开支周期。通常情况下，矿业的产能周期建设要长于制造业，而这会进一步影响二者的供需匹配节奏。

国内市场来看，2023-2024 年上游资源品和红利板块股价表现更优，核心原因在于中国用电量增速高于工业增加值增速，形成“能源消耗-制造产出”的轧差，意味着能源消耗增速高于产出增速，制造业企业利润空间收窄。期间，电力系统因能源需求增长而直接受益，表现较为不错；有色同样也受益，但国内市场的有色股票夏普比率没有那么多高，而海外市场来看，由于高利率环境导致制造业活动偏弱，不存在因投资活动回暖而需要消耗更多的资源品，有色反而并不受到市场的青睐。直至 2024 年二、三季度，这也成为了市场的重要拐点：以煤炭、电力为代表的红利资产开始出现下跌，核心是因为国内制造业企业开始出清、部分企业利润陆续见底，但由于出清速度较为缓慢，导致板块弹性不足。

全球市场来看，反而呈现出另一种场景：美国作为服务业主导的经济体，过去两年在“服务业强、制造业弱”的分化格局下，由于美国科技公司利润与服务业景气存在高度关联性（美国服务业其实是科技公司的利润），叠加美国科技公司自身产业层面的技术突破，多重因素叠加共同驱动美国科技公司的利润持续不断增长。这一趋势也逐步传导至 A 股市场，当国内经济正处于资源和制造放缓之后需求偏弱的阶段，海外科技映射之下，A 股的泛科技领域与海外科技股展现出了高度的联动性并在此期间也获得显著的超额收益。

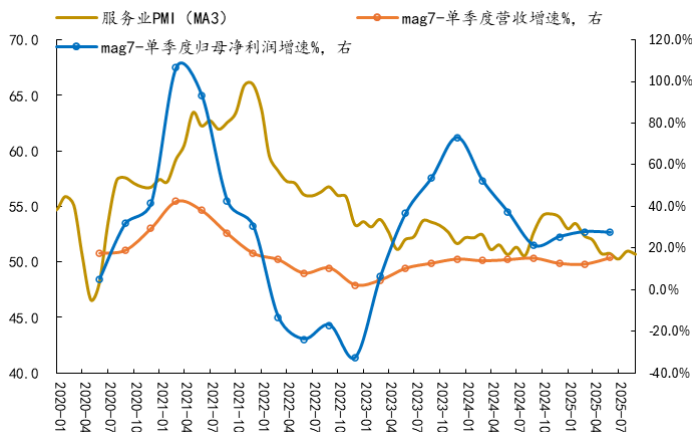


图表4：2023-2024 年用电量增速高于生产速度



来源：Wind、国金证券研究所

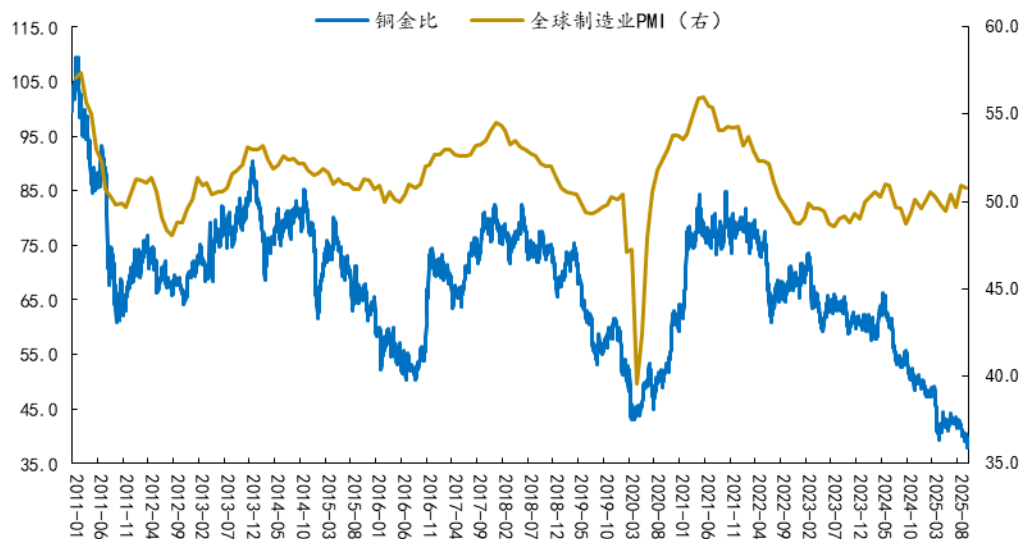
图表5：美国服务业与科技股的利润存在相关性



来源：Wind、国金证券研究所

未来的拐点或将体现为全球资源品的重新崛起，核心驱动来自于全球制造业周期的向上修复，建议可重点关注制造业 PMI 或制造业 PMI/服务业 PMI。以铜金比为例，从历史经验来看，全球制造业 PMI 与铜金比呈现高度正相关，而目前铜金比的数值明显低于历史上同 PMI 水平时期，这意味着未来随着制造业活动的上行，以铜为代表的工业金属或将有望具备更高的修复弹性。因此，中期维度下全球制造业投资活动有望全面启动的背景下，我们需要关注的重点不应是有色板块何时出现向下的拐点，而应聚焦资源品何时迎来主导行情的向上拐点。至于有色真正意义上的向下拐点，结合历史经验来看：商品价格常常因供需矛盾而出现上涨，但当上游的价格上涨对中下游企业利润造成全面且严重的挤压时，意味着经济进入滞胀阶段。从海外视角来看，当商品通胀重新扩散至服务通胀时，这将会触发更强的政策紧缩预期或需求破坏效应，此时资源品向下拐点可能也就临近了。

图表6：历史上来看，铜金比与全球制造业 PMI 高度正相关，如果 PMI 修复，铜金比则处在低估状态



来源：Wind、CEIC、国金证券研究所；注：铜金比选取 2010 年底为起始点 100 进行测算。

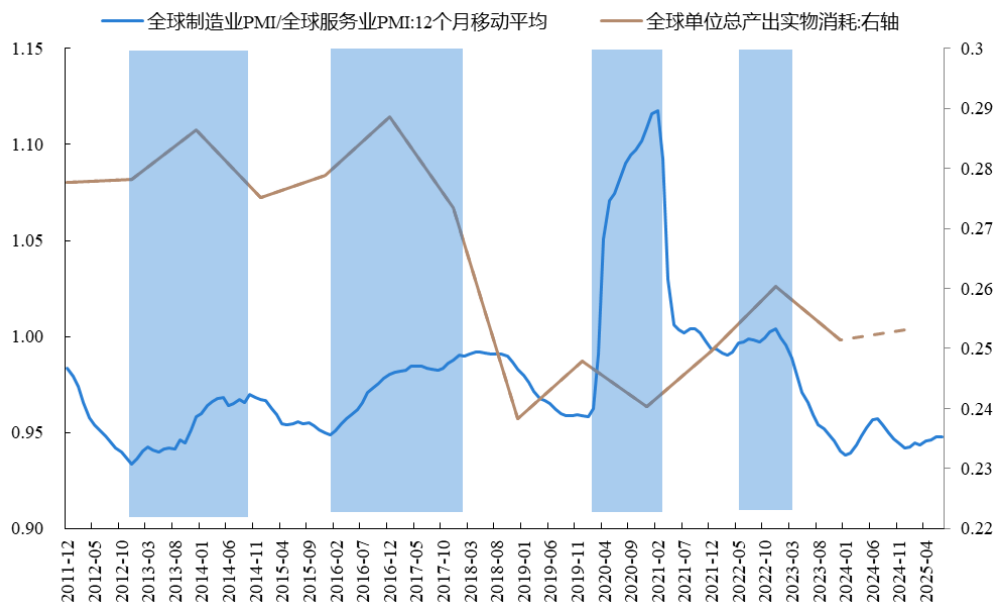
3、从宏观维度看，需求端来看，影响以铜为代表的工业金属需求可能存在哪些变化？

当前经济环境来看，虽然过去 2-3 年全球经济韧性十足，但实际上更多的是以服务业为主导，而制造业投资活动则相对疲软。在此情形下，即便是全球经济保持增长，但疲弱的制造业投资活动导致单位 GDP 所对应的实物消耗相对较低，金属需求缺乏强劲支撑。然而，未来这一格局或将有希望发生根本性转变：在全球央行已陆续开启宽松周期的背景下，未来全球经济或将转向以制造业主导的驱动逻辑，预计未来 6 个月全球制造业周期有望逐步迎



来修复。而当制造业活动强于服务业时，往往会带来单位总产出资源消耗的增加。根据我们的测算，制造业偏强的年份单位总产出的资源消耗平均比服务业偏强的年份高 4.02%，对应每年平均多消耗的资源总金额为 1.09 万亿美元，而 2011-2023 年期间平均的全球 GDP 约为 76.47 万亿美元，约是 GDP 的 1.43%。这意味着，即便不考虑经济增长，全球经济驱动逻辑转变所带来的结构性变化也会带来金属需求的增加；而实际上全球经济每年均能实现一定的增长，对应金属需求广义增长将会更高，这也是未来全球经济驱动逻辑可能会出现的一个重要变化。

图表7：从全球来看，制造业活动强于服务业时，往往会带来单位总产出资源消耗的增加

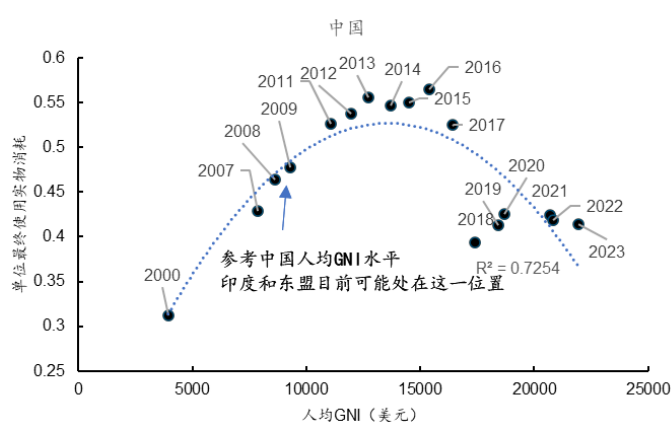
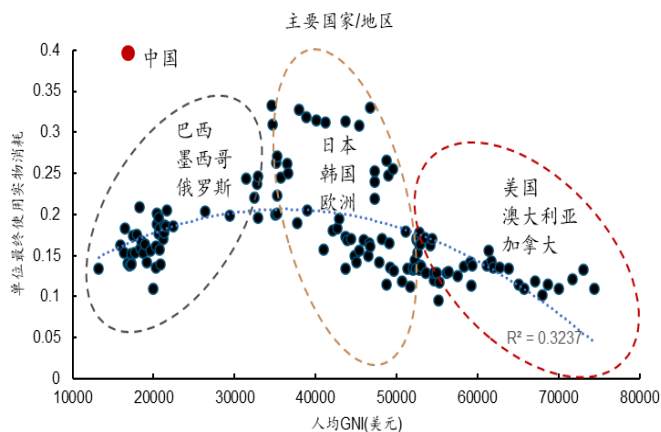


来源：Wind、国金证券研究所

中期维度下，全球产能的转移与重建或将从生产和需求两端带来单位 GDP 实物消耗的上升。从历史经验来看，获得投资越多的国家，人均收入均得到了明显的正向扩张，而人均收入与单位最终使用实物消耗呈现倒 U 型关系。背后逻辑在于：当人们生活水平较低时往往只能满足基本的生存需求；随着人均收入的提高，人们开始有能力消费制造业产品，例如汽车、家电等，而制造业产品往往蕴含着更多的实物消耗；当人均收入水平进一步提高时，人们可能会将多余的收入转向服务型消费，从而单位最终使用实物消耗开始下降。而当前主要新兴国家的人均最终使用实物消耗仍处于较低位置，因此在全球降息周期已开启的背景下，全球产业链转移和新兴市场产能建设或将进入加速阶段，不仅直接带来投资性需求，亦将通过人均收入提升催生更多的消费需求，形成“投资-消费”的共振扩张，预计未来 1-2 年全球制造业周期修复有望成为资源品需求的重要支撑力量。

图表8：单位最终使用实物消耗与人均 GNI 呈现倒 U 型关系

图表9：印度和东盟还未到达倒 U 型的拐点，未来人均收入的增加对于实物消耗来说是加速的作用



来源：世界银行、ADB、国金证券研究所

来源：世界银行、ADB、国金证券研究所



4、如果 AI 建设被视为“结构性通胀源”，铜、铝、镍为代表的原材料能否享受估值溢价？

当我们讨论结构性通胀时，其实就是在说有哪些部门，整体在跑赢平淡的通胀水平。以白酒为例，在 2016-2020 年它批价时跑赢 CPI 的。我们知道，当房地产价格持续上涨，居民财富效应增长；社会抵押品增值较快，相应的融资需求和经济活动的需求扩张，需要以白酒作为媒介；白酒消费需求与价格共同上涨；而经销商基于价格持续上涨的预期开始进行补货，最终形成“涨价-囤货”的正向循环，金融扩张支持了这一行业的高溢价率。国内黑色系的大宗商品，一定程度也曾因此受益，当贸易商基于价格上涨预期而进行囤货时，只要下游对于价格的接受度足够高，贸易商便可以通过囤货而获取更高的潜在收益；过去钢材/房价的中枢在不断下降，意味着对于整个黑色系在房地产上行周期的价格接受程度上行，也会形成阶段性结构通胀的弹性。然而，这两年随着金融资本进入收缩周期，而制造业普遍面临盈利承压的局面，价格的上涨反而导致需求更为迅速的萎缩，企业的拿货意愿自然出现下滑。因此，表面上来看价格的动态变化是供需平衡的结果，但实际上还存在另外一个底层逻辑，一旦金融资本出现收缩，金融属性需求被大幅削弱，此前因金融扩张所带来的结构性通胀自然也就消失了。

如果把这个逻辑应用到 AI 建设来看，过往 AI 的算力相关领域获得了全球金融资本的青睐，体现在相关公司上其销量和利润率也得到了有效提升。未来有几种可能：一旦美股为代表的金融资本开始出现收缩，无论因为什么原因，缺乏了金融扩张的支持，结构性的通胀可能无从谈起。另外，如果 AI 建设可以带来结构性通胀，以铜、铝、镍为代表的原材料能否享受估值溢价主要取决于其所处产业链的环节。历史经验显示，产业链价值往往是流向紧缺环节而不是最具价值创造的环节。典型的例子便是新能源产业发展的 2023 年后，推动效率提升的光伏并没有获得显著的溢价，反而是煤炭、火电为代表的紧缺环节获得更高的溢价。因此，只有当铜、铝、镍为代表的原材料成为 AI 产业链上的紧缺环节，才有望享受到更高的估值溢价。对此，我们的态度仍需观测。不过目前来看，美国的算力基础设施的建设短板越来越多往电力和基础设施领域去扩张，这本身就会更依赖于商品需求。

5、怎么看待今年有色金属的行情，从行业视角回顾和分析原因。

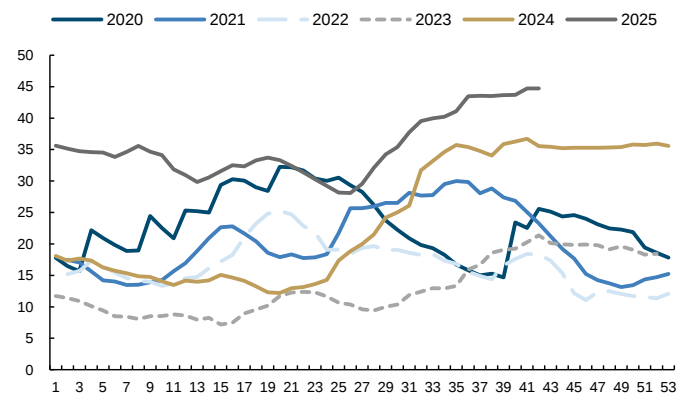
今年以来，有色金属整体行情呈现出“供给收缩、库存修复与金融驱动”三重共振的格局。从行业视角来看，本轮上涨既具有周期性特征，也具备明显的结构性特征。供给端的紧约束是行情的底层逻辑。过去十年全球资源资本开支显著不足，尤其在铜、锡、稀土等关键品种上，新增矿山开发周期长、品位下滑、审批严格，叠加资源民族主义抬头和安全监管趋严，使得供给端弹性明显下降。与此同时，库存长期处于低位，制造业修复、能源转型建设、电网与数据中心投资带来的阶段性需求反弹，使得低库存环境下的边际需求改善被迅速放大。

复盘来看，补库存行情的启动与关税背景下国内实施的反制措施密切相关，其中对锑、稀土等小金属的出口管制政策成为关键触发点。该类管制政策出台后，海外市场迅速暴露库存低位与供应高度依赖国内的结构矛盾，进而催生显著的恐慌性主动补库行为，这也构成了今年上半年、尤其是关税政策落地后小金属板块表现亮眼的核心原因。

在本轮补库周期中，铜价同样受到补库逻辑支撑，具体体现为美国市场因 232 关税影响所开启的补库进程，并在今年上半年完成行情演绎，不过相较于铜，小金属板块因弹性更高，阶段性表现更为突出。进入下半年，随着市场对降息的预期从反复博弈走向最终确认，黄金作为典型的金融属性品种，其价格走势显著走强；与此同时，铜价在补库逻辑基础上进一步叠加供应端突发事件的扰动，价格表现持续向好。

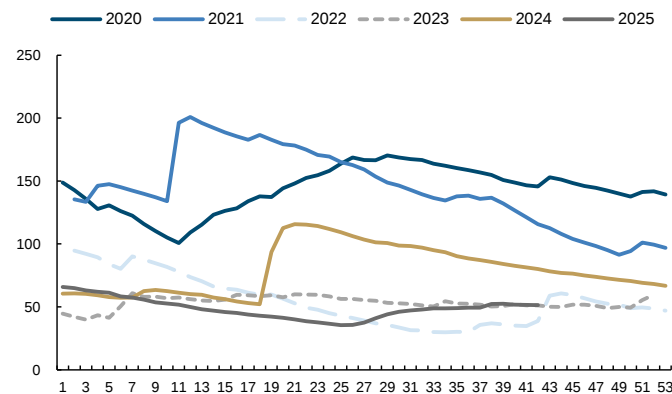


图表10: 2025 海外铜启动补库 (LME+COMEX) (万吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

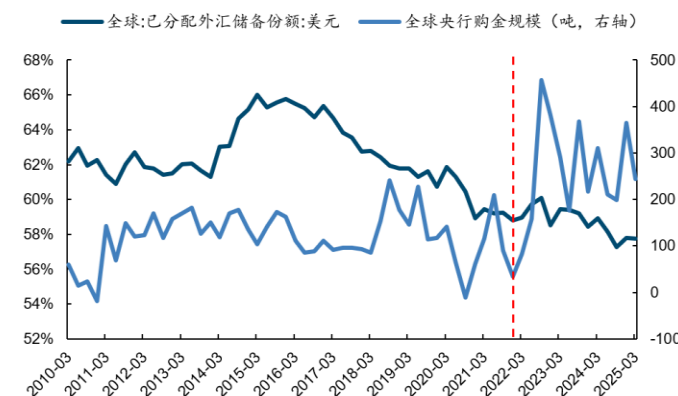
图表11: 2025 海外铝库存处低位 (LME+COMEX) (万吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

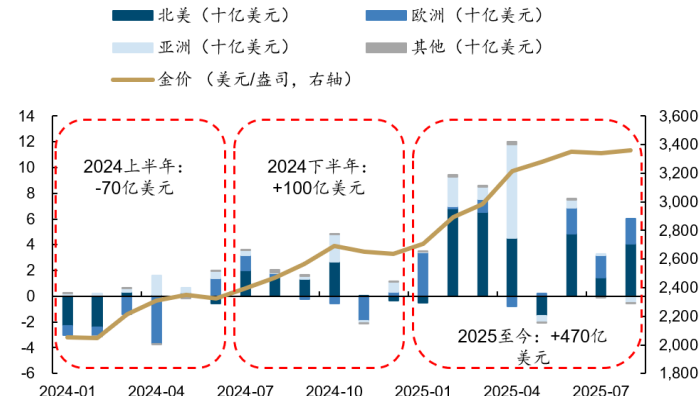
从金融因素来看,美联储降息预期带动了贵金属价格上行,美元阶段性走弱与全球流动性改善共同支撑了金属价格表现;避险情绪与配置需求的上升进一步强化了资金面对有色板块的推升。整体而言,今年有色金属的上涨并非纯粹由需求拉动,而是在供应约束、库存补库与金融属性叠加下的系统性修复行情。展望后市,供给收缩与成本支撑仍将主导价格中枢,而需求改善与资金情绪决定阶段性弹性。

图表12: 2022 年起全球央行大幅增持黄金



来源: Wind, World Gold Council, 国金证券研究所

图表13: 2025 年全球实物黄金 ETF 流入 470 亿美元



来源: World Gold Council, 国金证券研究所

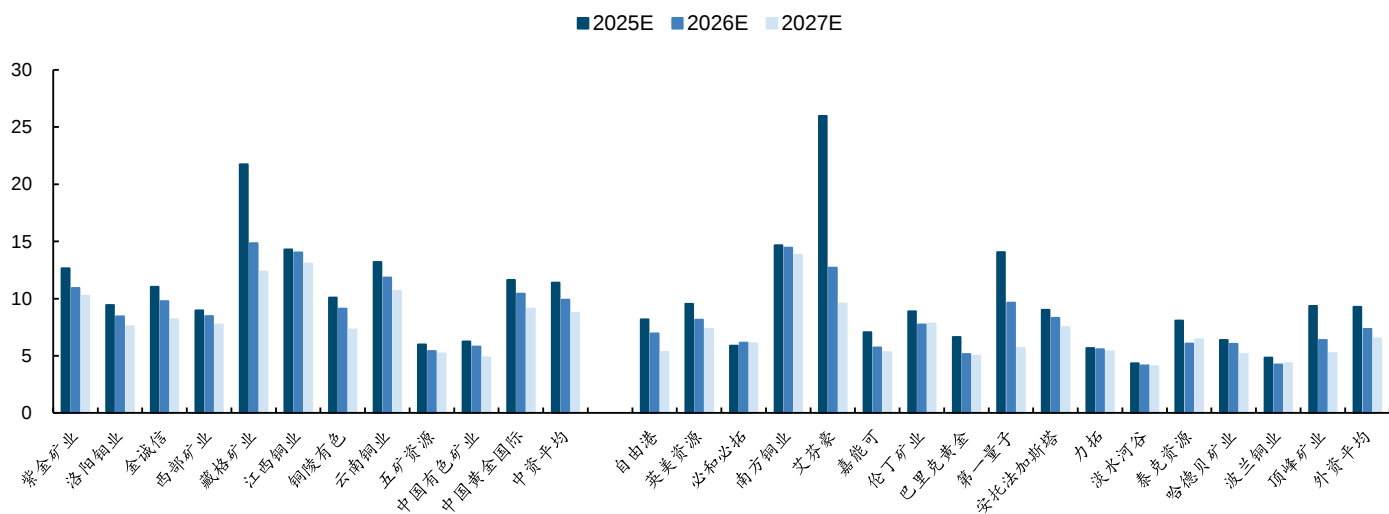
6、如何理解海外和中国有色股估值的差异性？

在分析海外与中国有色金属板块估值差异时,可从估值方法、会计制度等维度加以理解。

从估值体系上看,全球矿业普遍采用两种主流估值方法:一是绝对估值法,即通过折现公司旗下各矿山的全生命周期自由现金流,再加上净现金、权益投资并扣除总部费用,得出企业的整体价值。该方法在国际矿业并购定价中具有普遍适用性,但对数据完整性要求较高,尤其对于矿山数量众多、披露有限的企业而言,难以逐一建模。相较之下,中国和海外市场在实际估值应用中更常采用相对估值法。当前国内投资者普遍倾向于使用市盈率(PE),而海外市场则更重视企业价值倍数(EV/EBITDA)。从PE指标看,海外有色股估值整体显著高于中国,但若采用EV/EBITDA口径,则差距并不明显,这种分化的根源在于两地制度与会计处理方式的差异。



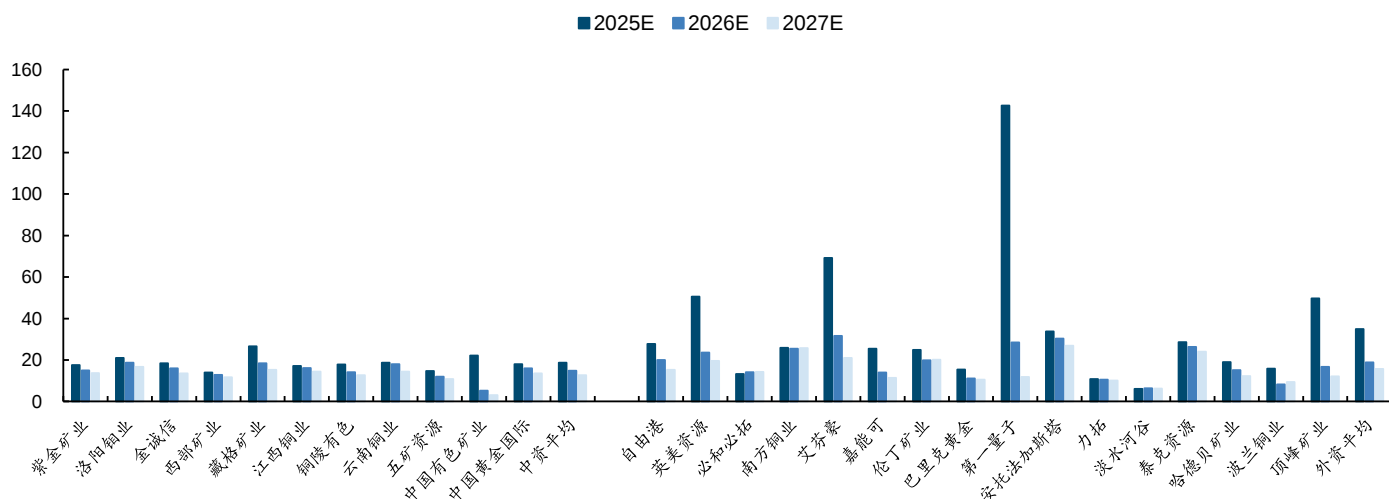
图表14：从 EV/EBITDA 指标看，中国与海外有色股估值差距并不明显



来源：Bloomberg，国金证券研究所；注：盈利预测取 Bloomberg 盈利预测均值，时间截至 2025 年 10 月 13 日

具体而言，海外矿业体系以私有化和市场授权为基础，矿权完全归属企业所有，前期地质勘探、物理测线及资源确认等投入可资本化计入无形资产，并在后期以折旧或摊销的方式逐步抵扣利润。而在中国，矿权更多属于国家特许使用权，企业取得采矿权需经审批并具有使用年限，前期投入多被费用化而非资本化。这一制度差异导致国内矿企的费用化水平普遍较高，利润表反映的净利润更接近现金利润；而海外企业由于资本化程度高，利润被折旧摊销显著摊薄，因此呈现出较高的 PE 估值水平。换言之，中国矿企利润现金化程度较高、盈利质量优于海外，但会计上的利润口径更高，进而导致表现估值偏低。

图表15：从 PE 指标看，海外有色股估值整体显著高于中国



来源：Bloomberg，国金证券研究所；注：盈利预测取 Bloomberg 盈利预测均值，时间截至 2025 年 10 月 13 日

总体来看，中国有色板块的估值修复逻辑正从制度与融资体系的调整中获得支撑，PE 估值有望向国际水平靠拢，同时受益于经营管理效率提升与现金流质量改善，估值抬升并非以盈利能力削弱为代价，而是反映了中国矿企体系性改革与全球化进程带来的结构性重估。

7、行业层面，如何从供需角度展望未来主要品种的走势？股票板块表现如何展望？其中比较看好的公司有哪些？

从供需格局来看，全球有色金属整体处于“供给偏紧、需求温和”的中性偏多状态。供给端结构性约束依然明显。铜的新增产能投放缓慢，主要矿山品位持续下滑，开发周期拉长导致产量增长有限；同时电力基础设施、新能源设备及 AI 数据中心建设共同带来边际需

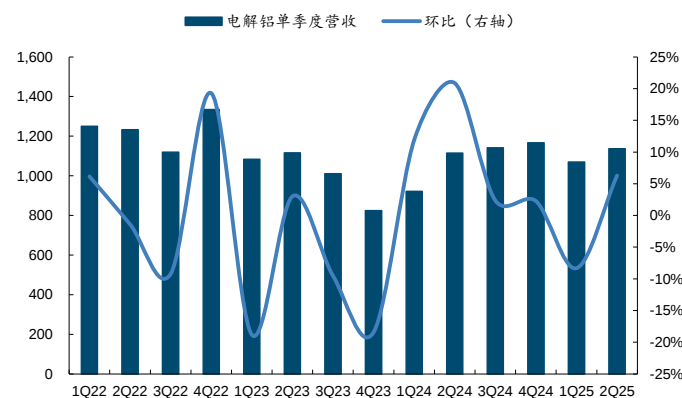
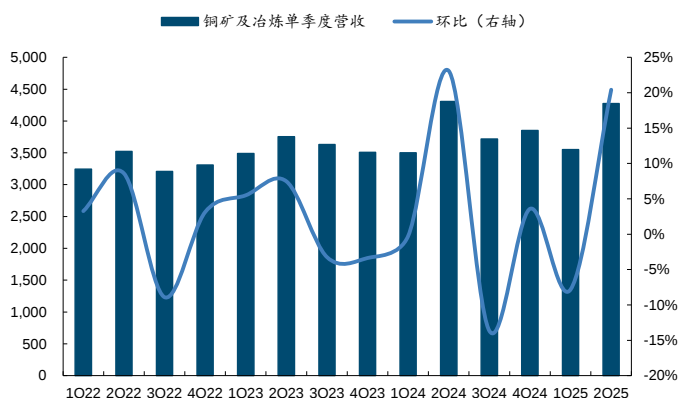


求增长，构成铜价中期上行的坚实基础。铝方面，中国电解铝产能接近 4500 万吨天花板，叠加能耗与碳排放约束，海外新增产能有限。需求端受益于电网投资、轻量化及能源结构调整，铝价维持中枢上移。

稀土板块受国家战略调控影响，供给端配额与冶炼管控趋严，行业集中度持续提升，下游高端装备、新能源驱动与智能制造对稀土磁材的需求稳步扩张。小金属如锡、钴因供应地集中、地缘政治风险高，在政策与供给扰动下价格波动较大，但长期安全边际较高。相对而言，锂、镍受制于上游扩产与下游新能源节奏波动，短期仍在去库周期。

图表16：25Q2 铜矿及冶炼营收环比+20.41%（亿元）

图表17：25Q2 电解铝营收环比+6.29%（亿元）



来源：iFind，国金证券研究所

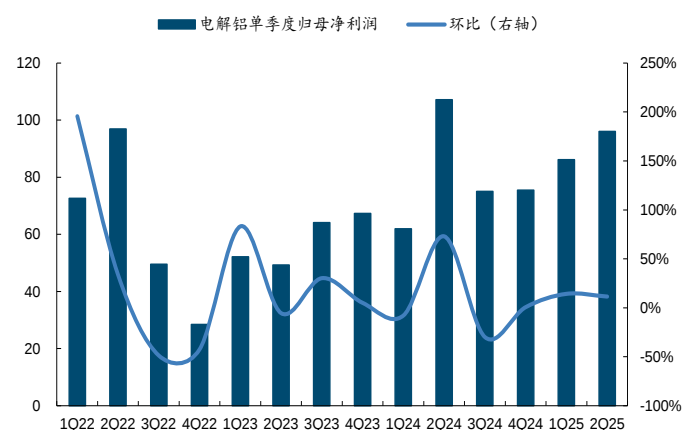
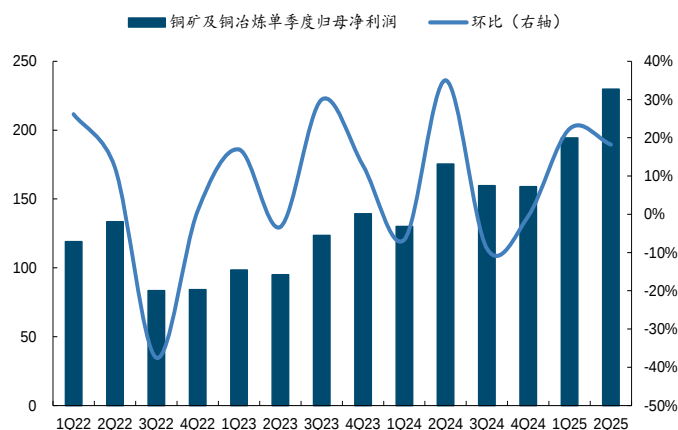
来源：iFind，国金证券研究所

在股票层面，本轮行情的传导顺序是“商品价格上涨→盈利兑现→估值修复”。短期内铜、铝、稀土等子板块的盈利修复速度较快，资金面与分红政策的改善推动估值进一步上行。中期来看，供给收缩与 AI 建设共振将支撑板块利润的持续性，铜与铝相关龙头有望受益于分红提升与现金流改善。

公司方面，铜企凭借早期出海优势，并购获取优质资产，率先兑现了利润；电解铝板块中具成本优势且分红政策明确的企业值得关注；稀土与小金属方向，拥有上游资源控制力与深加工能力的企业长期具备竞争力。整体判断，板块表现将以中期盈利改善为主线，分红兑现和现金流质量将成为估值重估的核心逻辑。

图表18：25Q2 铜矿及冶炼归母净利环比+18.19%（亿元）

图表19：25Q2 电解铝归母净利环比+11.40%（亿元）



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

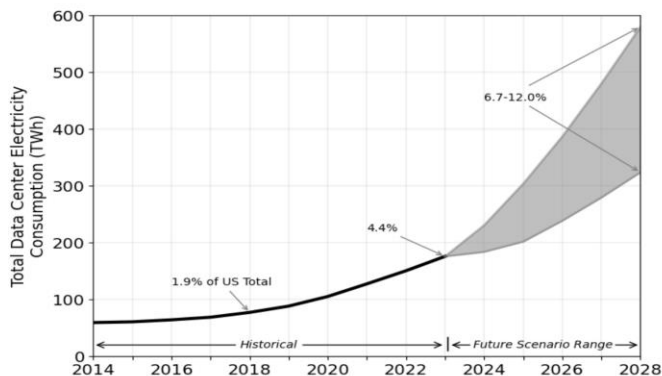
8、有色金属今年以来有了更多 AI 建设相关的逻辑，其中主要涉及的金属品类有哪些？AI 对金属的需求如何？

今年以来，人工智能建设快速推进，已成为有色金属需求的重要新增驱动力。当前 AI 基础设施的建设主要涉及数据中心、电力系统及散热环节，其中受益最为显著的金属品类是

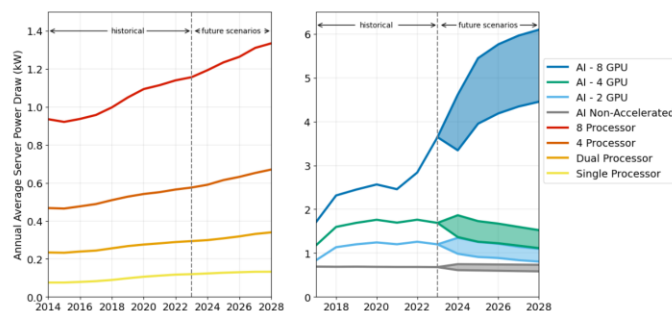


铜，其次包括锡与部分用于散热系统的铝。铜在 AI 产业链中应用广泛，涵盖数据中心供电、电缆、变压器以及散热设备等多个环节，是 AI 基础设施中最核心的基础金属。锡则主要用于 PCB 焊料及电子互联材料，尽管其绝对用量较小，但由于单位价值较高，相关加工环节将显著受益。

图表20：2014 年至 2028 年美国数据中心总电力使用量



图表21：Berkeley Lab 报告测算的基准假设



来源：Berkeley Lab，国金证券研究所

来源：Berkeley Lab，国金证券研究所

根据 Berkeley Lab 《2024 年美国数据中心能源使用报告》，预计 2028 年全球数据中心电力消耗将处于 325 - 580TWh 区间，对应的电力需求约为 150GW。考虑到 GPU 出货量和单机柜能耗均明显上修，电力需求的增长将直接带动电网扩容及电力基础设施投资，从而推升铜材消费，因此以高边界作为测算依据更为合理。基于 580TWh 的电耗水平，未来五年 AI 建设预计将拉动约 142 万吨新增铜需求，年均贡献 24 万吨增量。总体来看，AI 基础设施的持续扩张将成为未来十年有色金属，尤其是铜需求增长的核心驱动力之一。

9、风险提示

- 1) 国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。
- 2) 海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。
- 3) 金属供给超预期风险：全球有色金属供需格局总体属于“供给偏紧状态”，若矿山产量超预期或相关管控政策放松，存在对金属价格造成不利影响的风险。
- 4) AI 行业发展不及预期风险：AI 基础设施的持续扩张将成为未来十年有色金属，尤其是铜需求增长的核心驱动力，若 AI 行业发展不及预期，存在对金属需求拉动不及预期的风险。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究