

25H1 表现亮眼，何妨吟啸且徐行

2025 年 09 月 10 日

► **2025 年以来有色板块整体情况。**从二级市场来看，2025 年至今，有色金属上涨 67.57%，其中 2025Q2 上涨 10.16%，位列第 8。2025 年以来有色金属板块整体涨幅为 67.57%，板块排第 2，其中 2025Q2 有色金属上涨 10.16%，板块排名第 8；2025 年 H1，有色金属上涨 27.65%，板块排名第 1。

► **细分板块来看：2025H1 盈利亮眼，贵金属表现最好。**①贵金属：2025H1 黄金价格同比+39.8%，贵金属板块归母净利润同比+64.7%；2025Q2 归母净利润 57.85 亿元，同比、环比分别增长 75.62%和 48.44%。②工业金属：2025H1 铝/铜/锌价分别同比增长 2.27%/4.02%/4.85%，归母净利分别同比变化 +41.0%/-0.4%/+25.7%。③能源金属：2025H1 电池级碳酸锂和氢氧化锂同比下跌 32.0%和 27.7%；硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比增长 26.0%和 26.7%。2025H1 锂板块归母净利同比增长 409%，钴板块归母净利同比上涨 33%。

► **投资建议：看好铜铝+贵金属机会。**(1) **工业金属：供给约束持续，国内需求具备韧性，叠加供应链重构拉动海外需求，金属价格中枢有望上行。**铜：9 月联储降息明确，金融属性向好，供给端矿端紧张依旧，冶炼厂减产在即，需求端供应链重构拉动海外需求，国内政策发力需求韧性强，价格中枢继续上移。铝：产能达到天花板，长期价值可期。**建议重点关注洛阳钼业、紫金矿业、金诚信、西部矿业、中国有色矿业、五矿资源、中国铝业、中国宏桥、神火股份、云铝股份、天山铝业、中孚实业。**(2) **能源金属：锂行业静待行业进一步出清，刚果金出口禁令支撑价格。**锂：目前行业成本压力普遍较大，南美盐湖项目延后，且江西和青海矿证问题可能进一步发酵，带来供应减量风险。锂价确定底部区间，关注具有成本优势+其他主业支撑+产量弹性的标的。**钴：**全球第一大钴矿供应国刚果金延长钴出口禁令，未来大概率演绎成配额制，供给端收缩大势所趋，国内原料进口连续下降，矿端短缺加剧，看好钴价中枢上移。**镍：**高冰镍-纯镍工艺打通，二元结构性矛盾破局，纯镍产量释放明显，镍价成本支撑显现，关注印尼镍矿政策对行业影响。**建议重点关注藏格矿业、中矿资源、永兴材料、华友钴业。**

(3) **贵金属：降息临近，金价乘风破浪。**美国 4-6 月 CPI 整体下行略有反复，7 月非农不及预期且历史数据下修催化降息预期，PCE 数据温和，8 月非农再次不及预期，9 月降息大概率再度重启。此外全球央行大幅扩表，叠加美国 7 月“大而美”法案过会，债务上限再度抬升，美元信用将持续弱化。地缘风险抬升、货币信用下行背景下各国央行购金热度不减，我国央行连续 9 个月购金，全球央行资产黄金配置意愿上升，金价中枢有望持续上移。**建议重点关注西部黄金、山东黄金、中国黄金国际、中金黄金、赤峰黄金、招金矿业、万国黄金集团、兴业银锡和盛达资源等贵金属板块标的，同时也关注港股“小而美”标的。**

► **风险提示：**金属价格大幅下跌，终端需求不及预期，海外经济衰退。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
603993.SH	洛阳钼业	12.90	0.63	0.76	1.08	20	17	12	推荐
601899.SH	紫金矿业	25.27	1.21	1.69	1.86	21	15	14	推荐
601600.SH	中国铝业	7.70	0.72	0.84	0.97	11	9	8	推荐
01378.HK	中国宏桥	22.84	2.36	2.63	2.73	10	9	8	推荐
603799.SH	华友钴业	50.75	2.50	3.55	4.17	20	14	12	推荐
601069.SH	西部黄金	29.82	0.31	0.52	1.81	96	57	16	推荐
600547.SH	山东黄金	37.69	0.57	1.61	1.78	66	23	21	推荐

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 9 月 5 日收盘价)

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@glms.com.cn

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：lting@glms.com.cn

分析师 南雪源

执业证书：S0100525080002

邮箱：nanxueyuan@glms.com.cn

研究助理 袁浩

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@glms.com.cn

研究助理 王作焱

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@glms.com.cn

相关研究

- 1.真“锂”探寻系列 15：澳矿 25Q2 跟踪：降本空间不足，产能释放边际放缓-2025/09/08
- 2.有色金属周报 20250907：降息+旺季助推金属价格上行，黄金右侧布局时机来临-2025/09/07
- 3.有色金属周报 20250830：降息+旺季来临助推工业金属上行，黄金迎右侧布局时机-2025/08/30
- 4.有色金属周报 20250824：降息预期提振+旺季需求回暖，看好商品价格表现-2025/08/24
- 5.有色金属周报 20250817：供给扰动+降息预期，看好商品价格表现-2025/08/17

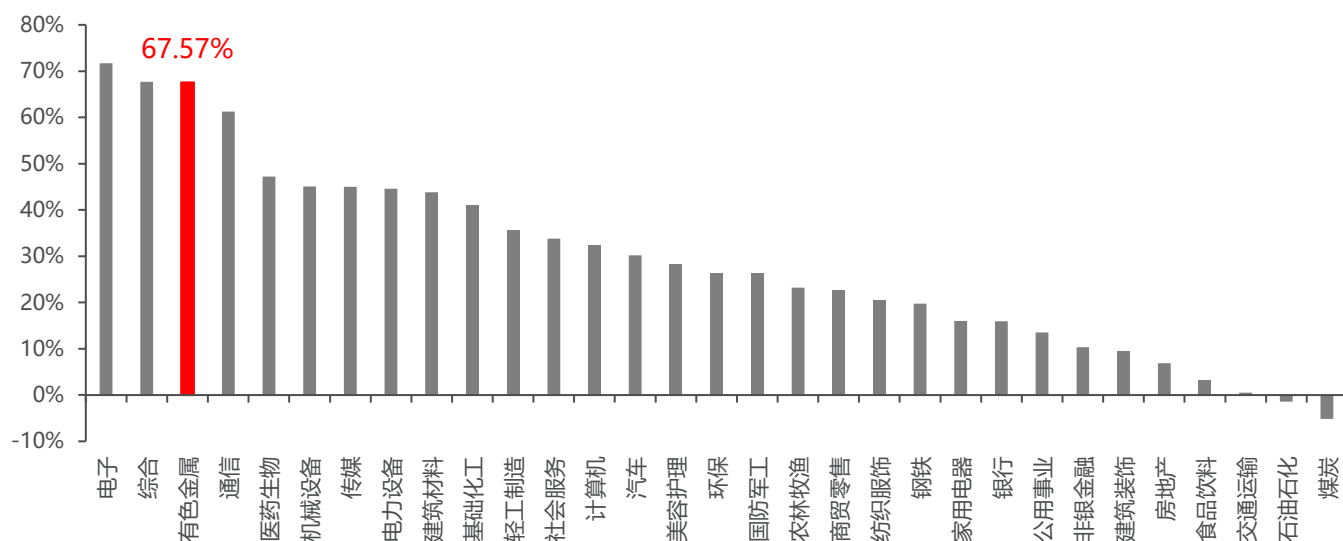
目录

1 有色金属：2025H1 相对收益明显，25Q2 行业利润上涨明显	3
2 细分板块来看：价格上行，业绩整体表现亮眼	10
2.1 基本金属：除锡外，2025Q2 基本金属价格同比均下跌	10
2.2 贵金属：金价历史新高，板块业绩大幅上升	13
2.3 小金属：战略金属价格大幅上涨，锂价持续下跌	15
3 机构持仓：2025Q2 持仓环比继续提升	22
4 2025H2 展望：莫听穿林打叶声，何妨吟啸且徐行	25
4.1 工业金属：美国财政+货币扩张，金属价格上行	25
4.2 贵金属：降息临近，金价乘风破浪前行	34
4.3 能源金属：锂行业静待进一步出清，看好钴价中枢上移	42
5 投资建议：铜铝+黄金依然是最佳组合	50
6 风险提示	52
插图目录	53
表格目录	54

1 有色金属：2025H1 相对收益明显，25Q2 行业利润上涨明显

2025 年至今 (2025 年 9 月 5 日)，有色金属上涨 67.57%，其中 2025Q2 上涨 10.16%，位列第 8。2025 年以来有色金属板块整体涨幅为 67.57%，板块排第 2 (综合不算)，其中 2025Q2 有色金属上涨 10.16%，板块排名第 8；2025 年 H1，有色金属上涨 27.65%，板块排名第 1。

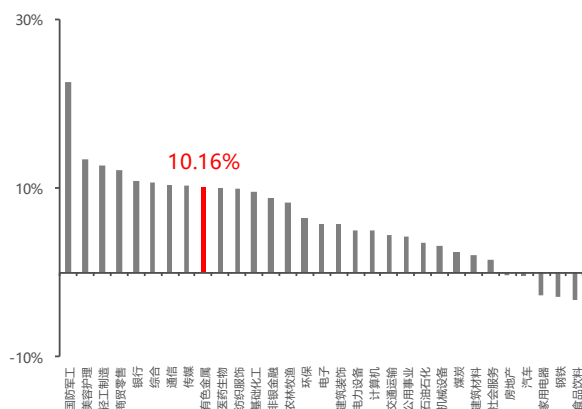
图1：SW 有色板块 2025 年至今 (2025 年 9 月 5 日) 整体涨幅为 67.57% (单位：%)



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

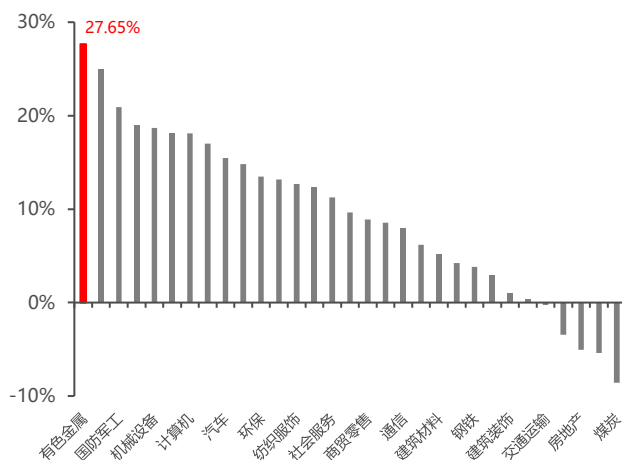
图2：2025 年 Q2，SW 有色上涨 10.61% (单位：%)



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

图3：2025 年 H1，SW 有色上涨 27.65% (单位：%)



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

对比指数而言,有色板块表现突出。2025 年至今有色金属板块涨幅为 67.57%,市场表现优于上证综指 (+13.75%) 与沪深 300 (+13.35%)。分阶段来看,2025 年 Q2 有色金属板块涨幅为 10.16%,优于沪深 300 (+1.25%), 优于上证综指 (+3.26%);2025 年 H1 有色金属板块涨幅为 27.56%,优于沪深 300(+0.03%), 优于上证综指 (+2.76%)。

表1: 有色金属板块表现强于指数 (单位: %)

	沪深 300	上证综指	有色金属
2025 年 Q2	1.25%	3.26%	10.16%
2025 年 H1	0.03%	2.76%	27.56%
2025 年至今 (2025 年 9 月 6 日)	13.35%	13.75%	67.57%

资料来源: ifind, 民生证券研究院整理

注: 有色金属数据来自 ifind 板块数据浏览器

图4: 2025 年至今 (2025 年 9 月 6 日) 有色金属板块表现突出 (SW 申万有色: 右轴, 单位: 点)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 有色金属 (申万) 代码是 801050.SL

从细分板块情况来看,根据申万二级行业指数 2025 年至今的区间涨跌幅,有色金属五个板块涨幅由高到低分别为小金属、金属新材料、贵金属、工业金属、能源金属。而从三级行业指数来看,三级行业全部上涨,其中涨幅最前的为稀土。

表2: 2025 年至今 (2025 年 9 月 6 日) 子板块涨跌幅

行业分类	区间涨跌幅
SW 有色金属	67.57%
SW 金属新材料	87.68%
SW 其他金属新材料	94.40%
SW 磁性材料	82.65%
SW 工业金属	57.29%

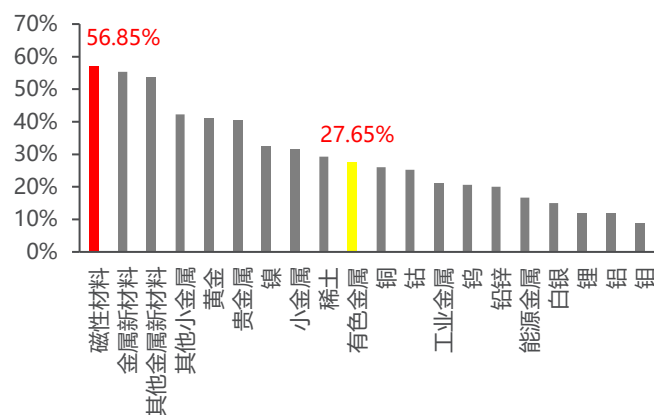
SW 铝	30.87%
SW 铜	68.58%
SW 铅锌	55.46%
SW 贵金属	69.11%
SW 黄金	68.70%
SW 白银	80.24%
SW 小金属	95.93%
SW 稀土	126.80%
SW 钨	88.72%
SW 其他小金属	65.61%
SW 钼	63.58%
SW 能源金属	56.81%
SW 钴	71.40%
SW 镍	68.97%
SW 锂	49.32%

资料来源: ifind, 民生证券研究院整理

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

从申万有色三级行业指数的分阶段数据来看, 2025 年 H1 (2025 年 9 月 6 日) 磁性材料、黄金等板块表现优于有色金属其他板块, Q2 小金属表现最佳。2025 年 H1 有色板块涨幅 27.65%, 所有三级板块均呈现上涨趋势。其中磁性材料、金属新材料、其他金属新材料、其他小金属、黄金、贵金属、镍、小金属以及稀土板块相对较好, 分别上涨 56.85%、55.34%、53.48%、42.28%、41.16%、40.44%、32.40%、31.58%、29.26%。而 2025 年 Q2 有色板块上涨 10.16%, 其中其他小金属、小金属、磁性材料、金属新材料板块表现突出, 分别上涨 33.25%、22.58%、18.95%、18.41%, 只有铝板块呈现下跌趋势, 跌幅仅 1.03%。

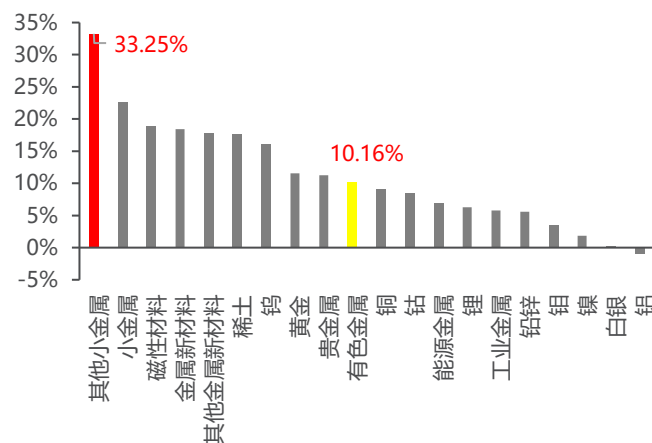
图5: 2025 年 H1, 磁性材料板块涨幅最大为 56.85% (单位: %)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

图6: 2025 年 Q2, 其他小金属板块涨幅居前 (单位: %)

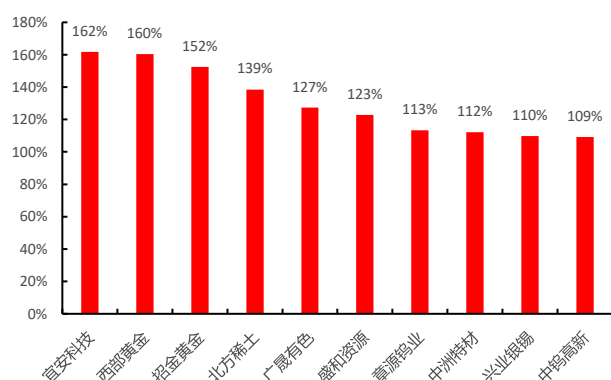


资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 数据来自 ifind 板块数据浏览器-申银万国行业类

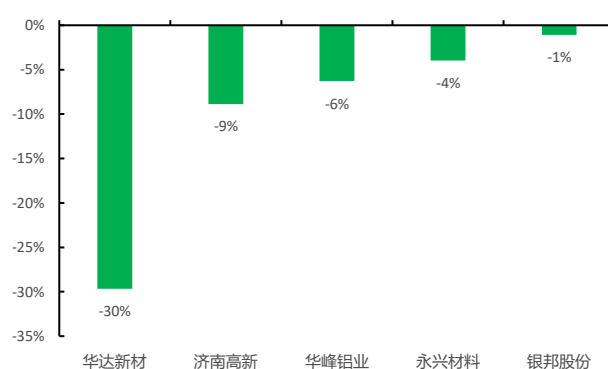
2025 年初以来，稀土与黄金个股表现较为优异。2025 年初至 9 月 06 日，涨幅前五的公司为宜安科技、西部黄金、招金黄金、北方稀土和广晟有色，涨幅分别为 161.68%、160.44%、152.39%、138.50%、127.36%。今年表现较好的个股主要集中在稀土板块和黄金板块；而截至目前有色金属板块个股整体趋势，只有 5 个股呈现下跌趋势，其中华达新材跌幅最大，为-30%。

图7：2025 年初至 9 月 06 日涨幅前十的公司



资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：2025 年初至 9 月 06 日跌幅前五的公司



资料来源：ifind，民生证券研究院

有色金属板块分季度的财务数据来看：2025H1 有色板块业绩整体保持稳定，归母净利润大幅同比增长 36.29%，2025Q2 有色板块业绩提升明显，归母净利润同环比分别上升 17.03%、16.31%。2025Q2 有色金属营业成本同比增加 5.77%，高于营业收入同比增速（5.22%），且环比增速（16.51%）高于营业收入环比增速（16.40%），板块 Q2 毛利润有所下降。

表3：有色金属板块 2024Q2 财务数据同比、环比均呈上升态势

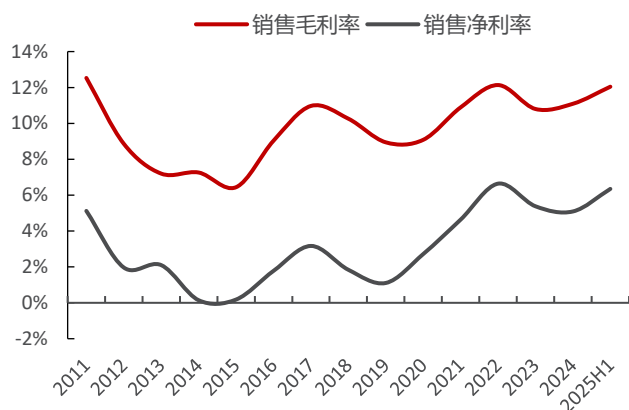
	2024Q2	2024H1	2025Q1	2025H1	2025H1 同比	2025Q2	2025Q2 同比	2025Q2 环比
营业收入 (亿元)	9302	17093	8409	18197	6.46%	9788	5.22%	16.40%
营业成本 (亿元)	8583	15975	7791	16869	5.60%	9077	5.77%	16.51%
毛利率 (%)	7.7%	6.5%	7.3%	7.3%	0.76%	7.3%	-6.14%	-1.16%
归母净利润 (亿元)	438	700	441	954	36.29%	513	17.03%	16.31%

资料来源：ifind，民生证券研究院

销售毛利率、净利率均上升：有色金属板块的销售毛利率、净利率自 2019 年起触底反弹，至 2022 末达到高点，2023 年回落后重新上升，2025H1 回升至高点。分季度来看，毛利率、净利率在 2019Q4 触底，之后震荡上升，2022Q2 触

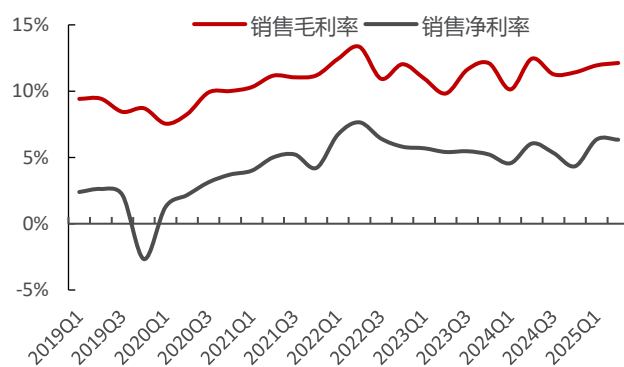
顶后，整体波动小幅下滑，24Q2 则明显上升，毛利率已是自 22Q3 以来的新高，重新回到 12% 以上；24Q3 有小幅下滑后重新上升。25Q1 和 Q2 净利率都维持在 6% 以上，较 24Q3 和 Q4 上升明显。

图9：2011-2025H1 有色金属板块销售毛利率及净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

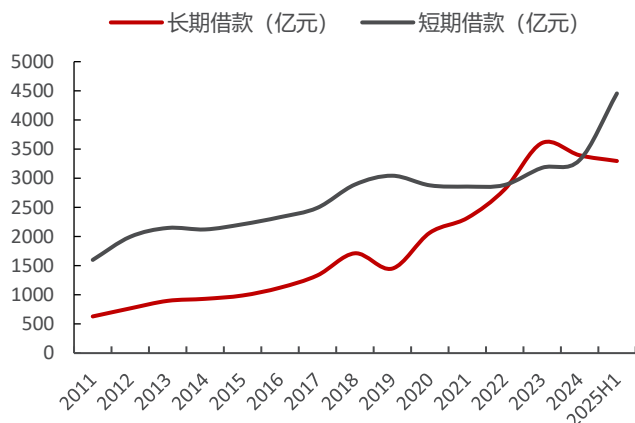
图10：2019Q1-2025Q2 有色金属销售毛利率及净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

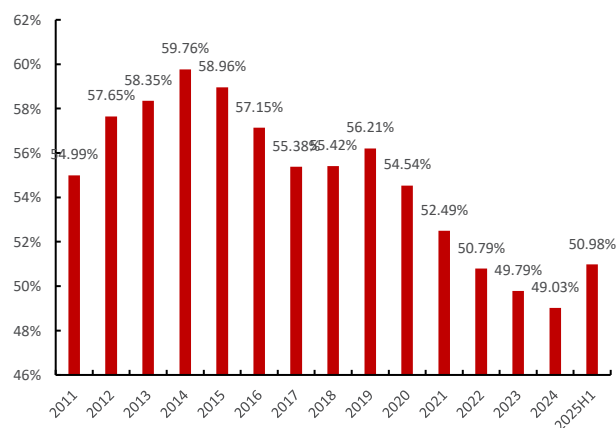
从资产负债率的角度来看：有色金属板块自 2011 年以来的长期借款与短期借款基本保持增长趋势，2019 年长期借款出现下滑后持续上升，2020 年、2021 年短期借款小幅下滑后继续小幅上升，2025H1 长期借款有所下降，而短期借款上升较明显。2025H1 资产负债率小幅上升至 50.98%，较 2024 年底小幅增加。

图11：2011-2025H1 有色金属板块长期借款与短期借款



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2011-2025H1 有色金属板块资产负债率



资料来源：wind，民生证券研究院

细分子板块营业收入方面：2025H1 工业金属、贵金属、小金属、能源金属、金属新材料板块均实现营业收入增长，同比分别增长 1.46%、30.77 %、11.07%、12.23%、4.98%。2025Q2，除锂和磁性材料外，其他板块营收同比环比均上升，其中贵金属板块营收上升最为明显。

表4：2025Q2 有色金属子板块中所有板块营业收入同环比均上升，其中贵金属板块表现最为亮眼（单位：亿元）

	24Q2	2024Q3	2024Q4	2025H1 同比	2025Q1	2025Q2	2025Q2 同 比	2025Q2 环比
SW 有色金属	9302.26	25827.64	8879.70	6.46%	8409.19	9788.25	5.22%	16.40%
SW 工业金属	7174.80	19810.96	6822.40	3.46%	6306.22	7279.86	1.46%	15.44%
SW 铝	1710.57	4868.44	1807.38	7.92%	1638.05	1742.88	1.89%	6.40%
SW 铜	5030.14	13611.28	4571.32	1.23%	4202.87	5033.74	0.07%	19.77%
SW 铅锌	434.09	1331.23	443.69	10.71%	465.30	503.23	15.93%	8.15%
SW 贵金属	798.52	2231.46	678.16	26.40%	838.34	1044.19	30.77%	24.55%
SW 黄金Ⅲ	781.00	2177.60	648.89	26.19%	819.44	1017.81	30.32%	24.21%
白银	17.52	53.86	29.27	35.59%	18.90	26.38	50.63%	39.56%
SW 小金属	668.51	1857.89	704.63	14.63%	634.63	742.50	11.07%	17.00%
SW 稀土	140.12	404.93	194.68	19.76%	145.13	150.84	7.65%	3.94%
SW 钨	141.12	407.24	146.37	13.76%	134.35	169.22	19.91%	25.95%
SW 其他稀 有小金属	350.00	944.75	328.84	13.92%	322.33	385.67	10.19%	19.65%
SW 钼	37.26	100.97	34.73	5.55%	32.82	36.77	-1.33%	12.01%
SW 能源金属	390.98	1147.15	403.53	6.20%	373.61	438.81	12.23%	17.45%
SW 钴	234.77	722.16	269.52	22.18%	264.71	312.30	33.02%	17.98%
SW 锂	153.82	417.72	131.83	18.31%	106.41	123.83	-19.50%	16.37%
SW 金属新材料	269.46	780.18	270.98	-20.15%	256.39	282.89	4.98%	10.34%
SW 非金属 新材料	170.01	499.26	165.11	6.63%	165.98	186.60	9.75%	12.42%
SW 磁性材 料	99.45	280.92	105.87	9.74%	90.41	96.29	-3.17%	6.51%

资料来源：ifind，民生证券研究院

细分子板块归母净利润方面：2025H1 有色金属除能源金属板块外，其他板块

均实现归母净利润增长，工业金属、贵金属、小金属、金属新材料归母净利分别同比上升 24.42%、58.29%、42.74%、52.02%。2025Q2，除金属新材料板块利润同比有所下降，其余二级子板块利润同环比均有不同程度上升，其中铜、黄金和钴利润上涨明显。

表5：2025Q2 有色金属子板块归母净利润中除能源板块外，其余子板块同环比均上升明显（单位：亿元）

	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025H1 同 比	2025Q1	2025Q2	2025Q2 同比	2025Q2 环比
SW 有色金属	438.15	370.57	313.81	36.29%	440.86	512.76	17.03%	16.31%
SW 工业金属	331.71	268.21	254.91	24.42%	329.02	368.35	11.05%	11.95%
SW 铝	130.58	87.77	81.54	-0.43%	99.66	108.55	-16.87%	8.92%
SW 铜	177.03	161.29	162.04	40.97%	201.69	236.43	33.55%	17.23%
SW 铅锌	24.10	19.15	11.33	25.70%	27.67	23.37	-3.03%	-15.54%
SW 贵金属	34.27	32.44	29.24	58.29%	38.97	57.85	68.82%	48.44%
SW 黄金Ⅲ	33.73	31.79	28.78	58.78%	38.69	57.51	70.48%	48.63%
白银	0.53	0.65	0.46	7.02%	0.28	0.34	-35.94%	22.30%
SW 小金属	35.49	31.65	35.52	42.74%	36.41	39.96	12.59%	9.74%
SW 稀土	1.87	5.89	6.06	-371.02%	7.19	8.24	340.18%	14.57%
SW 钨	7.68	4.57	10.27	27.70%	6.63	9.53	24.11%	43.81%
SW 其他稀有 小金属	17.20	14.31	11.31	-1.61%	15.82	15.15	-11.95%	-4.24%
SW 钼	8.74	6.88	7.88	-8.27%	6.78	7.04	-19.39%	3.89%
SW 能源金属	19.46	24.23	-15.02	-1389.33%	22.67	30.38	56.11%	34.00%
SW 钴	22.92	22.28	15.41	33.02%	17.10	26.50	15.63%	55.03%
SW 锂	-3.85	1.65	-30.45	-241.69%	5.09	3.30	-185.60%	-35.29%
SW 金属新材料	17.22	14.03	9.15	52.02%	13.80	16.23	-5.74%	17.64%
SW 非金属新 材料	11.65	8.01	5.31	-94.46%	7.44	9.05	-22.28%	21.64%
SW 磁性材料	5.57	6.01	3.84	-12.99%	6.36	7.18	28.82%	12.95%

资料来源：ifind，民生证券研究院

2 细分板块来看：价格上行，业绩整体表现亮眼

2.1 基本金属：除锡外，2025Q2 基本金属价格同比均下跌

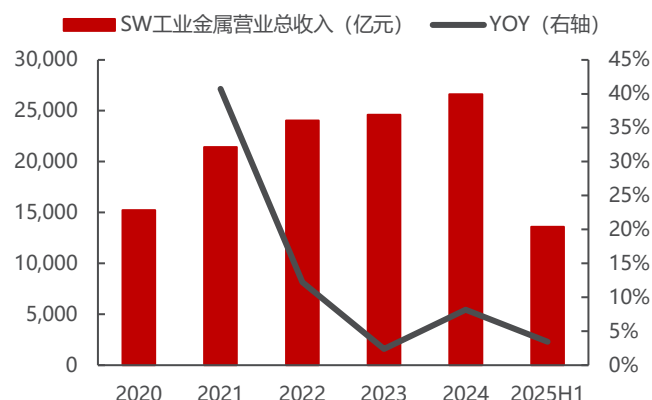
分基本金属板块而言，2025Q2 基本金属均价同比除锡外均下跌。由于去年 Q2 金属价格大多上涨，高基数导致 25Q2 金属价格同比大多下跌。4 月份美国挑起贸易冲突，工业金属价格受到悲观预期影响下跌，但后续 5-6 月悲观预期得到修正，金属价格持续回升。具体来看，2025H1，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化+4.02%、+2.37%、-0.91%、+4.85%、+9.11%、-8.59%；单季度来看，2025Q2，SHFE 铜、铝、铅、锌、锡、镍均价分别同比变化-2.41%、-2.29%、-6.78%、-3.66%、+0.09%、-13.74%，环比变化+0.69%、-1.68%、-1.40%、-6.08%、+1.11%、-3.56%。

表6：2025Q2 基本金属价格同比除锡外均下跌（单位：元/吨）

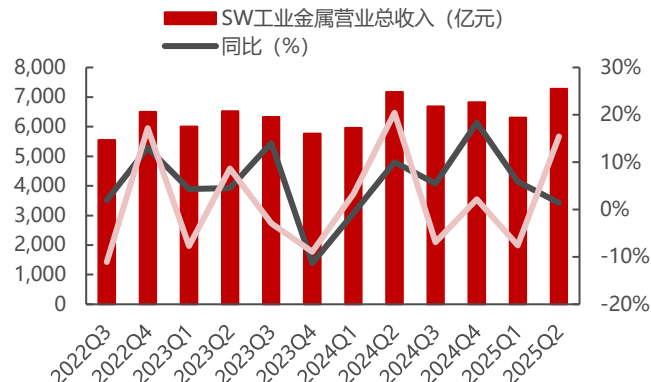
基本金属	2024H1	2025H1	2025H1 同比	2024Q2	2025Q1	2025Q2	2025Q2 同比	2025Q2 环比
铜	74570	77566	4.02%	79758	77299	77833	-2.41%	0.69%
铝	19831	20301	2.37%	20601	20472	20129	-2.29%	-1.68%
铅	17131	16975	-0.91%	18081	17095	16855	-6.78%	-1.40%
锌	22181	23258	4.85%	23384	23987	22529	-3.66%	-6.08%
锡	239874	261737	9.11%	262961	260287	263187	0.09%	1.11%
镍	136399	124688	-8.59%	141924	126948	122429	-13.74%	-3.56%

资料来源：ifind，民生证券研究院

2025H1 工业金属板块营收同比维持小幅上涨态势。上半年基本金属价格除铅和镍外同比均增长，板块整体营收同比增长 3.45%，增速较 2024 年有所收窄。2025Q2 工业金属价格同环比多数回落，但营收仍实现同比增长 1.45%，环比显著增长 15.43%。

图13：2025H1 工业金属板块营收及增速


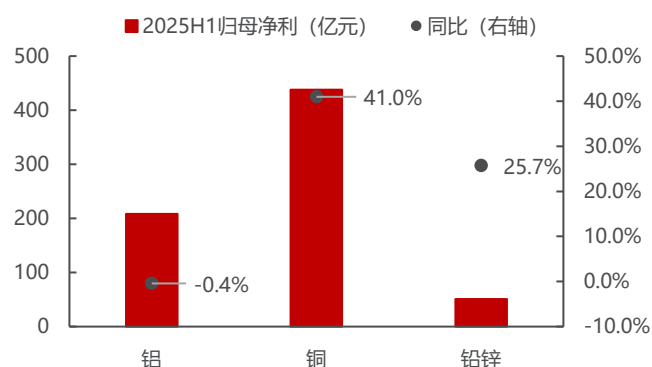
资料来源：ifind，民生证券研究院

图14：2025Q2 工业金属板块营收及增速


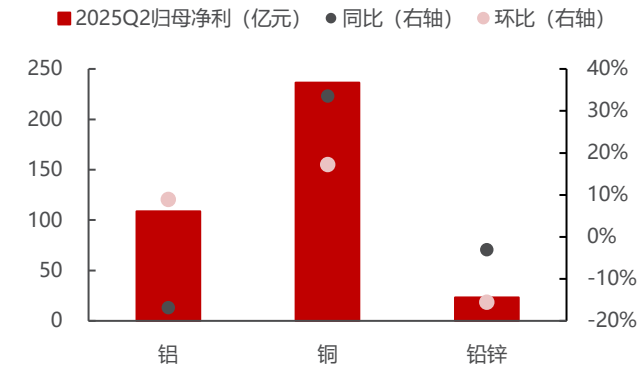
资料来源：ifind，民生证券研究院

2025H1 各细分子行业扣非归母净利润同比均上涨。2025H1，铝板块归母净利润合计 208.21 亿元、同比下滑 0.4%；铜板块归母净利润合计 438.11 亿元，同比增长 41.0%，延续高增长态势；铅锌板块归母净利润合计 51.04 亿元，同比增长 25.7%。从扣非归母净利润来看，子板块扣非归母净利润均同比增长，铜/铅锌/铝扣非归母净利润同比分别增长 28.0%/13.3%/1.4%。

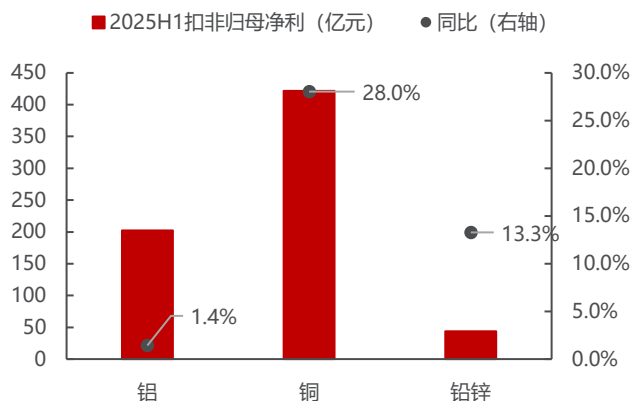
2025Q2 基本金属价格同比除锡外均下跌，但是铜和铅锌板块扣非归母净利润同比均增长。细分来看，2025Q2 铝、铜、铅锌行业的归母净利润分别为 108.55 亿元、236.43 亿元和 23.37 亿元，同比分别变动-17%、+34%和-3%，环比分别变动+9%、+17%和-16%。从扣非归母净利润来看，铜板块 2025Q2 为 222.3 亿元，同比增长 13%，环比增长 12%，在铜价同比下跌的情况下业绩保持增长，主要得益于公司产销量增长，铝和铅锌板块非经常性损益影响相对有限，扣非归母净利润与归母净利润水平基本接近。

图15：2025H1 工业金属细分行业归母净利及增速


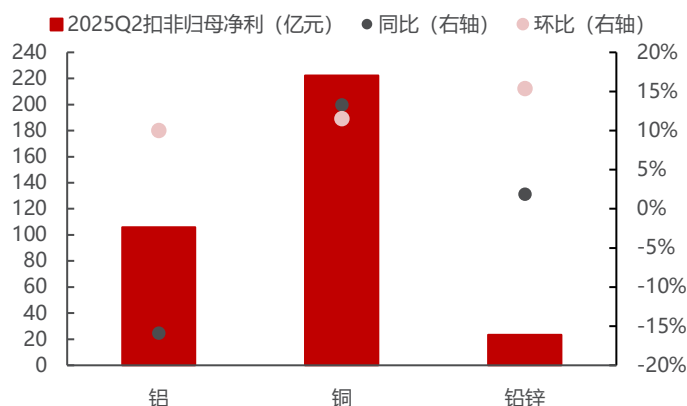
资料来源：ifind，民生证券研究院

图16：2025Q2 工业金属细分行业归母净利及增速


资料来源：ifind，民生证券研究院

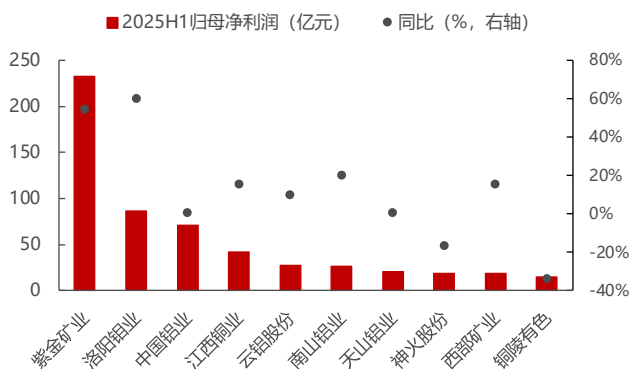
图17：2025H1 工业金属细分行业扣非归母净利及增速


资料来源：ifind，民生证券研究院

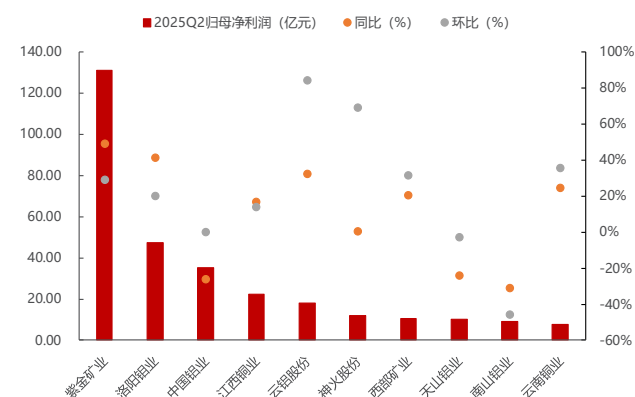
图18：2025Q2 工业金属细分行业扣非归母净利及增速


资料来源：ifind，民生证券研究院

从个股来看：2025H1 工业金属板块中归母净利润最高的公司分别为紫金矿业（232.92 亿元，同比+54%）、洛阳钼业（86.71 亿元，同比+60%）、中国铝业（70.71 亿元，同比+1%）、江西铜业（41.75 亿元，同比+15%）、云铝股份（27.68 亿元，同比+10%）；2025Q2 归母净利润最高的公司分别为紫金矿业（131.25 亿元，同比+49%）、洛阳钼业（47.25 亿元，同比+41%）、中国铝业（35.33 亿元，同比-26%）、江西铜业（22.22 亿元，同比+17%）、云铝股份（17.93 亿元，同比+32%）。

图19：2025H1 工业金属板块各公司归母净利润


资料来源：ifind，民生证券研究院

图20：2025Q2 工业金属板块各公司归母净利润


资料来源：ifind，民生证券研究院

2.2 贵金属：金价历史新高，板块业绩大幅上升

贵金属板块整体而言：2025H1 黄金价格同比+39.8%，环比+19.9%，2025H1 贵金属板块归母净利润同比+64.71%，环比+51.11%。

2025H1，COMEX 黄金均价同比+39.8%，环比+19.9%，黄金价格上升，现货最高值达 3435.35 美元/盎司。年初以来金价受关税预期影响，期限价差走阔同时发生库存搬家事件，跑出加速行情；3 月美股跌出震荡区间，关税博弈持续，市场风险偏好下行，利多黄金；4 月对等关税发酵，黄金经历短期下挫后大幅上涨，加之地缘问题持续，金价一度触及新高，5-6 月美国非农下修前表现尚可，通胀保持粘性，降息预期未见明朗，金价开始横盘。

图21：2025H1 COMEX 黄金最高涨至 2424.60 美元/盎司

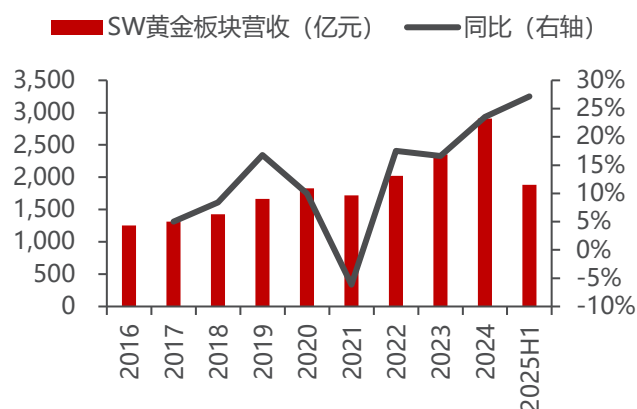


资料来源：wind，民生证券研究院

从板块经营来看，根据 SW 有色金属板块去年同期分类，2025H1 贵金属板块实现营业总收入 1833 亿元，同比+27.15%；2025Q2 贵金属板块营收同比、环比分别变动+31.59%和+24.55%。

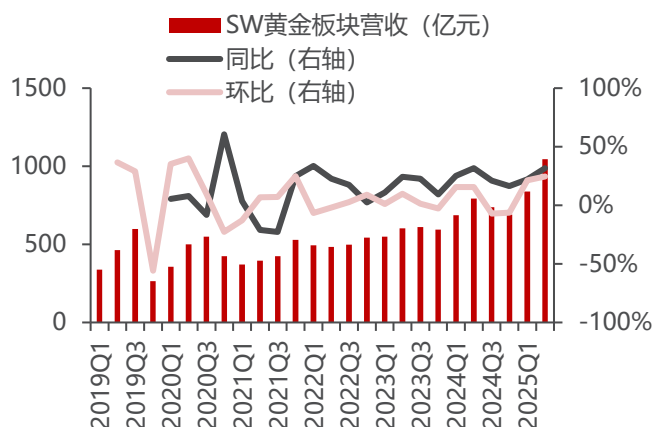
2025H1 贵金属板块实现归属于母公司净利润 96.82 亿元，同比+64.71%，2025Q2 贵金属板块归属于母公司净利润 57.85 亿元，同比、环比分别变动+75.62%和+48.44%。

图22：2025H1 黄金板块营收及增速情况



资料来源：wind，民生证券研究院

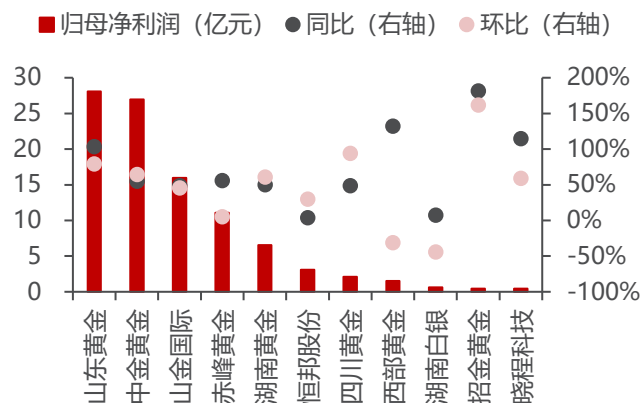
图23：2025Q2 黄金板块营收及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

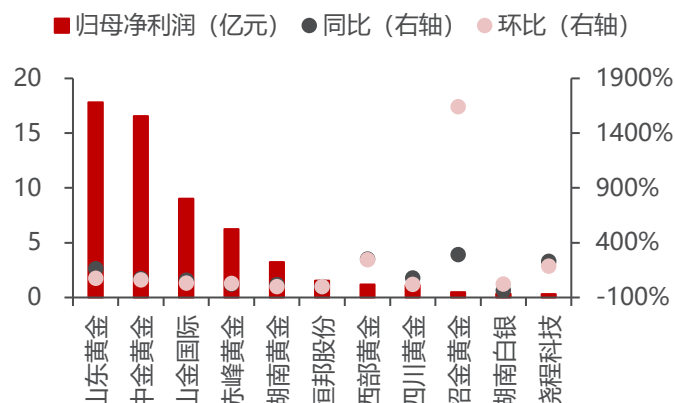
从个股来看，根据 SW 有色金属板块当期分类，2024 H1 贵金属板块中实现归属母公司净利润最高的公司分别为山东黄金（28.08 亿元）、中金黄金（26.95 亿元）和山金国际（15.96 亿元）；2025Q2 归母净利最高的公司也为山东黄金（17.82 亿元）、中金黄金（16.56 亿元）和山金国际（9.02 亿元）

图24：2025H1 黄金板块各公司盈利情况（亿元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：2025Q2 黄金板块各公司盈利情况（亿元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 小金属：战略金属价格大幅上涨，锂价持续下跌

供给过剩，锂价继续下跌但跌幅放缓，钴价受刚果金政策影响 Q2 上涨明显。

25H1 电池级碳酸锂价格同比下降 32.0%，电池级氢氧化锂价格同比下降 27.7%，金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比变化-1.2%、+26.0%、26.7%；单季度看，25Q2 电池级碳酸锂价格同比下降 37.7%，环比下降 13.0%，电池级氢氧化锂价格同比下降 33.1%，环比下降 7.3%，金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比变动+14.5%、+50.0%、+51.2%，环比变动+31.9%、+44.2%、+49.2%，钴价环比上涨主要由于刚果金出口禁令影响。战略小金属方面，价格普遍上涨，25H1 镁锭、镱锭、氧化锆、钼精矿、金属钽、海绵钛、钨精矿价格分别同比变动-14.0%、+82.9%、+63.1%、+1.8%、+3.2%、-6.0%、+12.7%，单季度看，25Q2 镁锭、镱锭、氧化锆、钼精矿、金属钽、海绵钛、钨精矿价格分别环比变动+4.7%、29.9%、-4.2%、+1.9%、+4.3%、+6.8%、+12.0%。

表7：各主要小金属品种价格涨跌幅

类别	25H1	25H1 同比	2025Q2	25Q2 同比	25Q2 环比
钴精矿(6-8%CIF 中国 美元/磅)	5.5	-1.4%	6.1	10.0%	21.5%
金属钴(99.8%中国 元/公斤)	199.2	-1.2%	226.6	14.5%	31.9%
硫酸钴(20% 元/吨)	39,002	26.0%	46,067	50.0%	44.2%
四氧化三钴(73.5% 元/公斤)	163.0	26.7%	195.2	51.2%	49.2%
金属锂(99.9% 元/吨)	609,327	-28.4%	567,315	-35.3%	-12.9%
碳酸锂(99.5% 元/吨)	70,269	-32.0%	65,393	-37.7%	-13.0%
氢氧化锂(96%中国 元/吨)	67,526	-27.7%	64,963	-33.1%	-7.3%
碳酸锂（工业级）99.0%	68,200	-30.6%	63,880	-37.8%	-11.9%
氢氧化锂(工业级，96%中国 元/吨)	61,487	-27.4%	59,461	-32.1%	-6.4%
镁锭(99.9% 元/吨)	16,317	-14.0%	16,688	-9.7%	4.7%
镱锭(99.65% 元/吨)	188,825	82.9%	213,400	79.4%	29.9%
金属铬(99% 元/吨)	64,863	0.6%	69,350	7.5%	14.9%
氧化锆(99.99% 元/公斤)	10,496	63.1%	10,272	54.2%	-4.2%
钼精矿(45% 元/吨度)	3,545	1.8%	3,578	-1.8%	1.9%
金属钽(99.95% 元/公斤)	2,519	3.2%	2,572	5.0%	4.3%
海绵钛(99.7%中国 元/吨)	48,622	-6.0%	50,225	-3.8%	6.8%
钨精矿(WO3 65%中国 元/吨)	151,016	12.7%	159,550	10.7%	12.0%

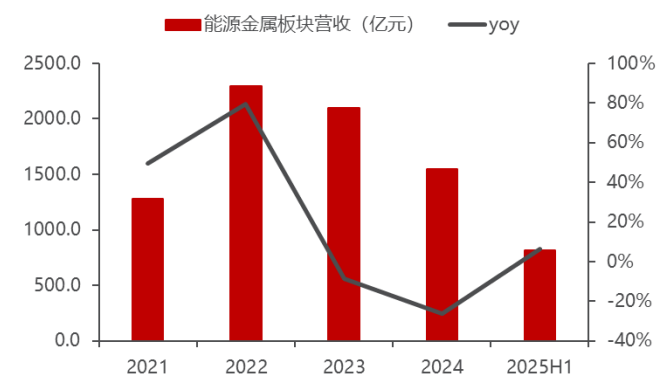
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

分板块来看，能源金属 2025H1 营业收入同比+6.2%至 812.4 亿元，归母净利润同比+1389.3%至 53.0 亿元，主要由于锂板块业绩同比改善及钴板块业绩增加。

分板块业绩来看：锂板块 25H1 归母净利同比+409.1%至 47.51 亿元，25Q2 归母净利润 22.05 亿元，环比-13.4%；钴板块 2025H1 营业收入同比+22.0%至 577.0 亿元，归母净利同比+33.0%至 43.6 亿元；25Q2 营业收入 312.3 亿元，环

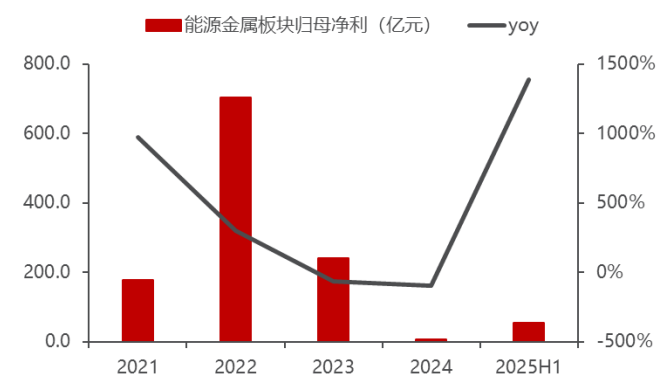
比+18.0%，归母净利润 26.5 亿元，环比+55.0%，主要由于钴价上涨及非钴业务贡献增加。

图26：SW 能源金属板块营收及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

图27：SW 能源金属板块归母净利及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

2.3.1 锂板块：锂价快速回落，业绩大幅下滑

供需过剩格局维持，锂价继续跌势。2025H1 供给端新增产能持续释放，产业链下游正极材料企业和电池企业维持刚需补库，供需压力导致碳酸锂过剩格局加剧，锂价中枢继续大幅下移。2025H1 年电池级碳酸锂价格同比-32.0%，电池级氢氧化锂价格同比-27.7%。分季度来看，2025Q2 锂盐价格继续下跌，电池级碳酸锂价格同比-37.7%，环比-13.0%，电池级氢氧化锂价格同比-33.1%，环比-7.3%。

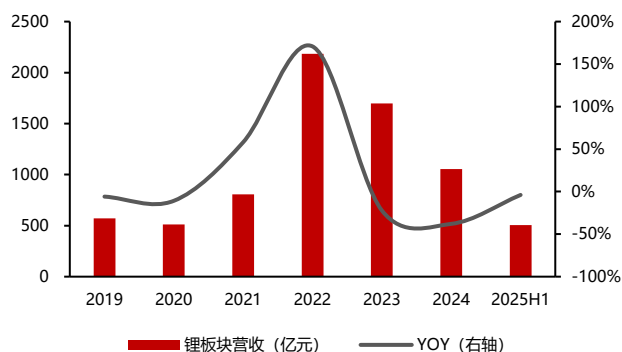
表8：锂金属及锂盐价格涨跌幅

类别	单位	25H1	25H1 同比	2025Q2	25Q2 同比	25Q2 环比
金属锂(99.9%)	元/吨	609,327	-28.4%	567,315	-35.3%	-12.9%
碳酸锂(电池级, 99.5%)	元/吨	70,269	-32.0%	65,393	-37.7%	-13.0%
氢氧化锂(电池级, 中国)	元/吨	67,526	-27.7%	64,963	-33.1%	-7.3%
碳酸锂(工业级, 99.0%)	元/吨	68,200	-30.6%	63,880	-37.8%	-11.9%
氢氧化锂(工业级, 96%中国)	元/吨	61,487	-27.4%	59,461	-32.1%	-6.4%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

板块业绩到达底部，25Q2 龙头企业亏损继续减小。锂板块 25H1 营业收入同比-3.9%至 525.2 亿元，归母净利润同比+409.1%至 47.51 亿元；锂板块 25Q2 营业收入 268.7 亿元，环比+13.6%，归母净利润 22.05 亿元，环比-13.4%。从板块个股来看，25H1 天齐锂业归母净利润 0.8 亿元，同比扭亏为盈，赣锋锂业归母净利-5.3 亿元，同比减亏 30.1%，盐湖股份归母净利 25.2 亿元，同比+13.7%；**单季度看**，2025Q2 天齐锂业归母净利润-0.2 亿元，环比转亏，赣锋锂业归母净利-1.8 亿元，环比减亏 50.7%，盐湖股份归母净利 13.7 亿元，环比+19.8%。

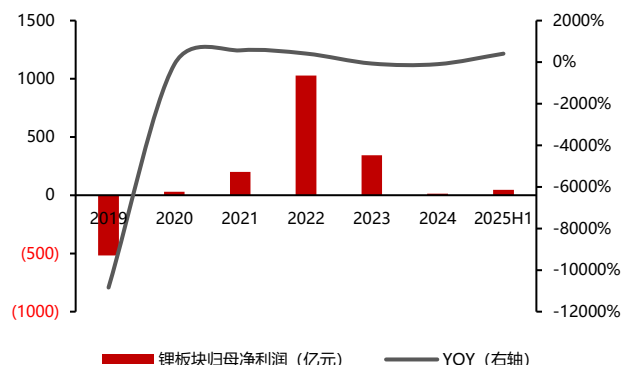
图28：锂板块营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

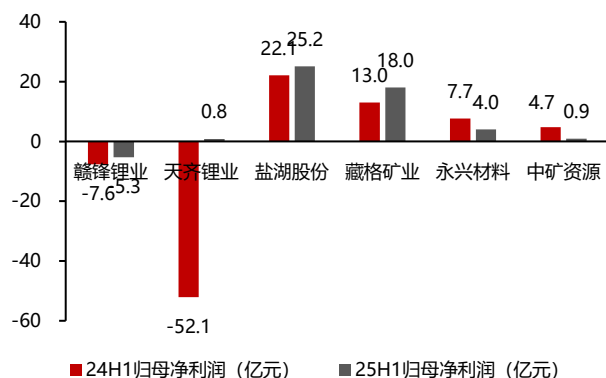
注：锂板块公司包括天齐锂业、赣锋锂业、雅化集团、融捷股份、藏格矿业、盐湖股份、盛新锂能、江特电机、中矿资源、天华超净、永兴材料等样本企业

图29：锂板块归母净利润



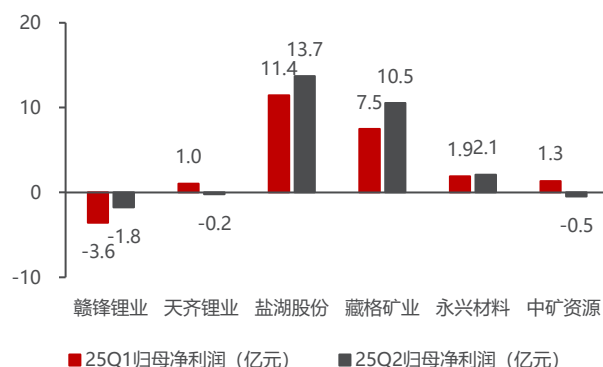
资料来源：wind，民生证券研究院

图30：25H1 锂板块主要公司归母净利润



资料来源：ifind，民生证券研究院

图31：25Q2 锂板块主要公司归母净利润



资料来源：ifind，民生证券研究院

2.3.2 钴板块：钴价上涨叠加非钴业务支撑，业绩增长明显

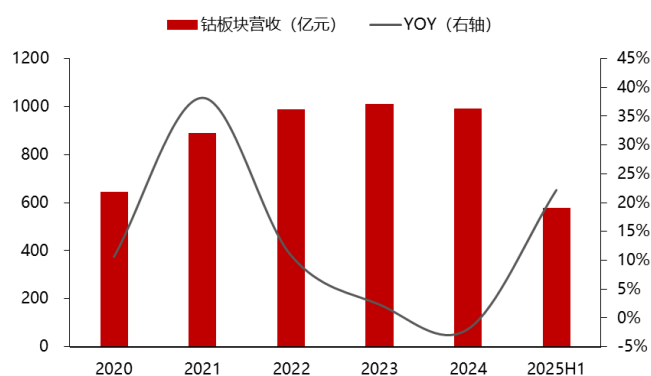
刚果金发布出口禁令，钴价反弹明显。2025年2月刚果金政府暂停钴出口，6月继续延长出口禁令，钴价触底反弹。2025H1 金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比变动-1.2%、+26.0%、+26.7%，25Q2 金属钴、硫酸钴和四氧化三钴价格分别同比变动+14.5%、+50.0%、+51.2%，环比变动+31.9%、+44.2%、+49.2%。

表9：钴价涨跌幅

类别	25H1	25H1 同比	2025Q2	25Q2 同比	25Q2 环比
钴精矿(6-8%CIF 中国 美元/磅)	5.5	-1.4%	6.1	10.0%	21.5%
金属钴(99.8%中国 元/公斤)	199.2	-1.2%	226.6	14.5%	31.9%
硫酸钴(20% 元/吨)	39,002	26.0%	46,067	50.0%	44.2%
四氧化三钴(73.5% 元/公斤)	163.0	26.7%	195.2	51.2%	49.2%

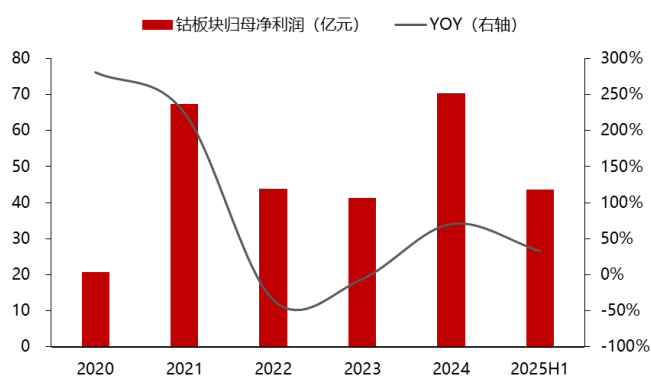
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

钴价上涨叠加非钴业务贡献增加，业绩表现亮眼。钴板块 2025H1 营业收入同比+22.0%至 577.0 亿元，归母净利同比+33.0%至 43.6 亿元；25Q2 营业收入 312.3 亿元，环比+18.0%，归母净利润 26.5 亿元，环比+55.0%。**分个股来看**，2025H1 华友钴业归母净利 27.1 亿元，同比+62.3%，主要由于钴价上涨及镍业绩贡献增加，盛屯矿业归母净利 10.5 亿元，同比-5.8%，腾远钴业归母净利 4.7 亿元，同比+9.9%，寒锐钴业归母净利 1.3 亿元，同比+102.9%；**单季度看**，华友钴业归母净利润 14.6 亿元，环比+16.5%，盛屯矿业归母净利 7.6 亿元，环比+161.5%，腾远钴业归母净利 3.5 亿元，环比+179.9%，寒锐钴业归母净利 0.8 亿元，环比+96.9%。

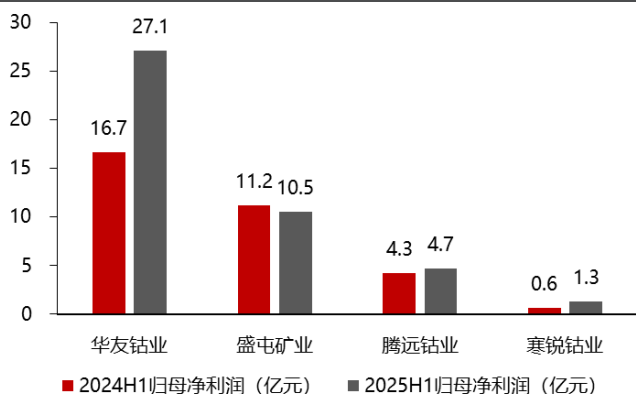
图32：钴板块营业收入


资料来源：ifind，民生证券研究院

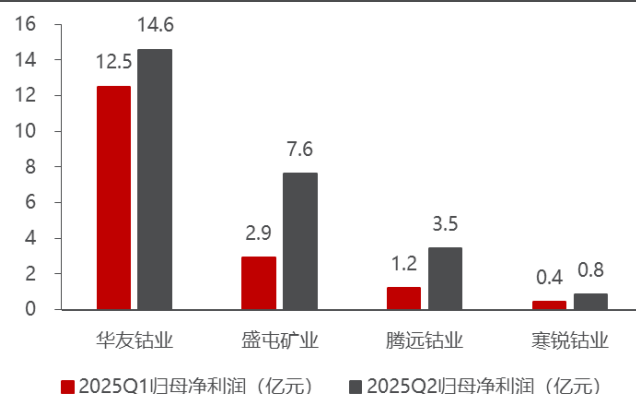
注：板块包括盛屯矿业、华友钴业、寒锐钴业、腾远钴业四家公司，下同。

图33：钴板块归母净利


资料来源：ifind，民生证券研究院

图34：2025H1 钴板块主要公司归母净利润


资料来源：ifind，民生证券研究院

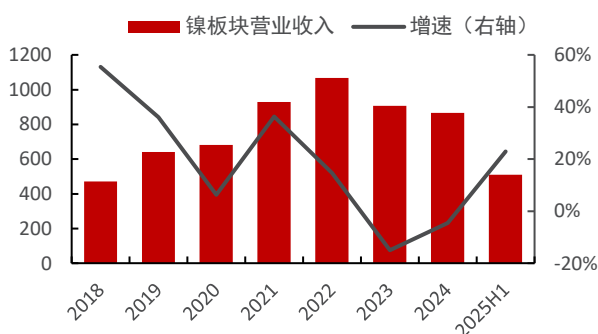
图35：2025Q2 钴板块主要公司归母净利润


资料来源：ifind，民生证券研究院

2.3.3 镍板块：镍价底部企稳，镍板块盈利同比显著提升

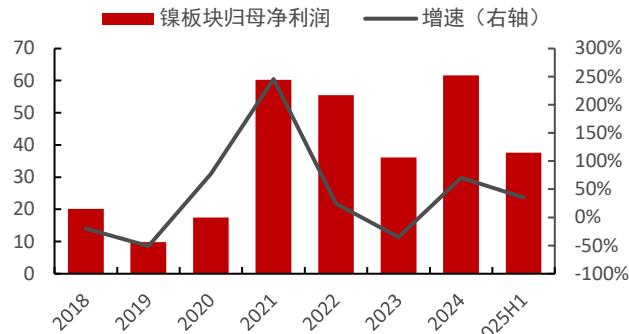
2025H1 镍价底部震荡，但板块业绩同比持续提升。具体来看，2025Q2 电解镍价格 126044 元/吨，同比-8.50%，环比-1.61%；硫酸镍价格 29341 元/吨，同比-9.26%，环比+0.19%。2025H1 镍板块整体实现营收 510.10 亿元（不包含力勤资源），同比+23%，实现归母净利润 37.64 亿元（不包含力勤资源），同比+35%。

图36：镍板块营业收入（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图37：镍板块归母净利润（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

表10：镍主要产品涨跌幅

类别	2025Q2	2025Q1	25Q2 同比	25Q2 环比
电解镍价格（元/吨）	126,044	128,110	-8.50%	-1.61%
镍铁价格（折算成金属吨，元/吨）	96,897	97,652	1.38%	-0.77%
硫酸镍价格（元/吨）	29,341	29,285	-9.26%	0.19%

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

注：选取盛屯矿业、华友钴业为样本。

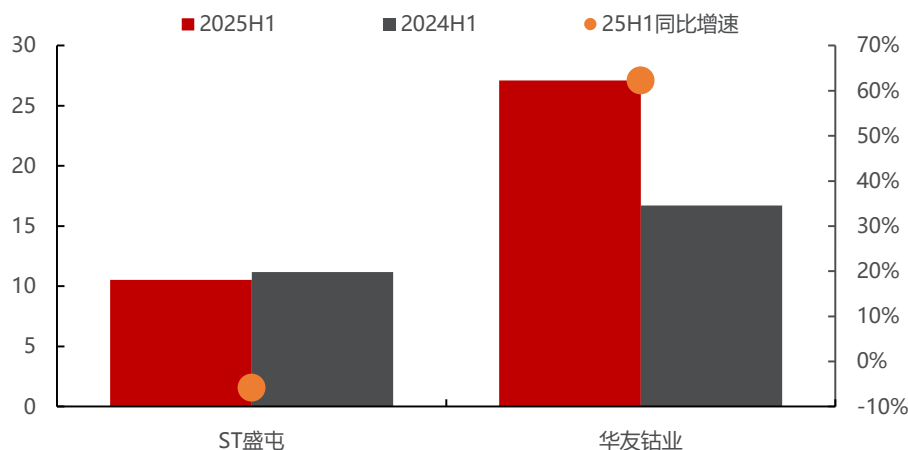
图38：我国主要镍产品对电解镍升贴水（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

分公司来看，华友钴业业绩表现相对较好，主要系公司华飞项目达产，镍产量同比大幅提升。2025H1 华友钴业实现归母净利润 27.11 亿元，同比+62.26%；盛屯矿业实现归母净利润 10.53 亿元，同比-5.79%。

图39：2025 Q1 镍板块主要公司归母净利润情况（单位：亿元）

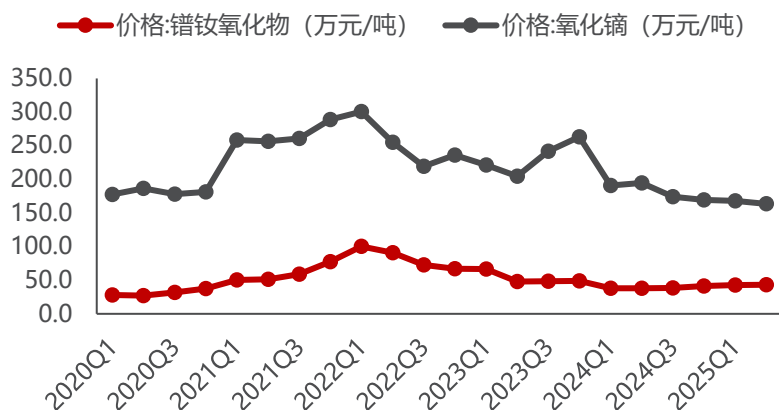


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3.4 稀土板块：2025H1 稀土价格大幅上行，业绩改善

稀土板块中，稀土价格自 2024 年起持续回落，2025H1 价格逐步好转，进入 Q3 稀土价格连续上涨。季度来看，2025Q1-Q2 氧化镨钕价格环比持续回升，Q2 稀土均价已经回到 43.2 万元，同比/环比分别增长 13.3%和 0.6%，主要因供给有收缩预期以及需求出现边际改善。

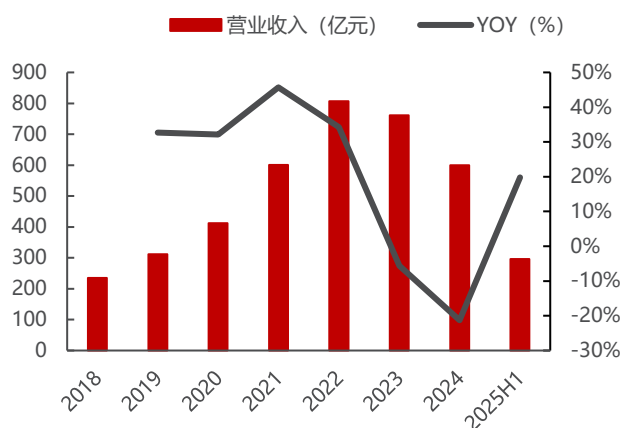
图40：2025H1 国内稀土价格延续回落趋势



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

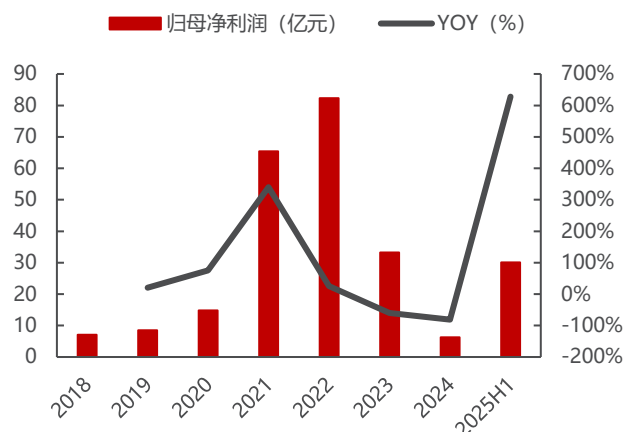
稀土价格企稳回升，2025 年上半年板块业绩同比大幅好转。上半年稀土板块实现营业收入 295.97 亿元，同比增长 19.8%；归母净利润 30.03 亿元，同比扭亏为盈，增长 627.8%。营收和盈利的增长主要得益于稀土价格明显回升。

图41：2018-2025H1 稀土板块营业收入（亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

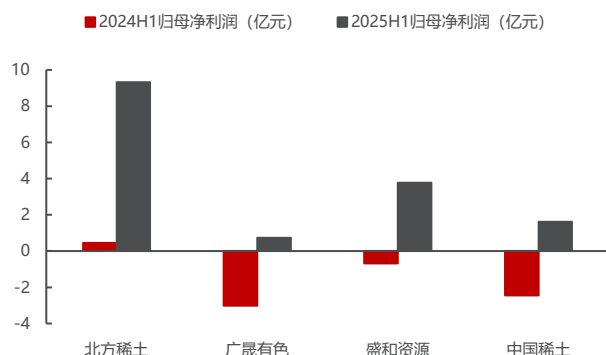
图42：2018-2025H1 稀土板块归母净利润（亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

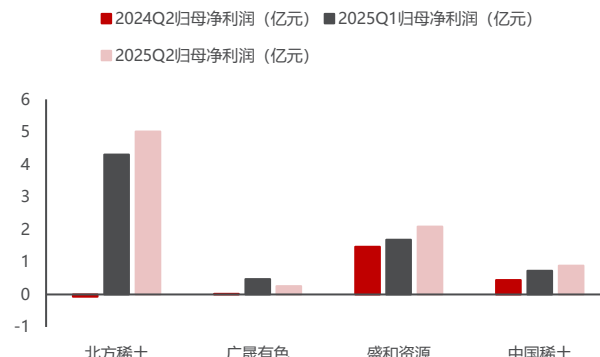
从个股来看，2025H1 稀土板块公司实现归属于母公司净利润由高到低依次为北方稀土（9.31 亿元，同比+8.86 亿元）、盛和资源（3.77 亿元，同比扭亏为盈+4.45 亿元）、中国稀土（1.62 亿元，同比扭亏为盈+4.06 亿元）、广晟有色（0.73 亿元，同比扭亏为盈+3.74 亿元）；2025Q2，稀土板块公司实现归母净利润由高到低依次为北方稀土（5.01 亿元，同比扭亏为盈）、盛和资源（2.09 亿元，同比+41.8%）、中国稀土（0.89 亿元，同比+100.9%）、广晟有色（0.25 亿元，同比+965%）。

图43：2025H1 稀土板块主要公司归母净利润（亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图44：2025Q2 稀土板块主要公司归母净利润（亿元）

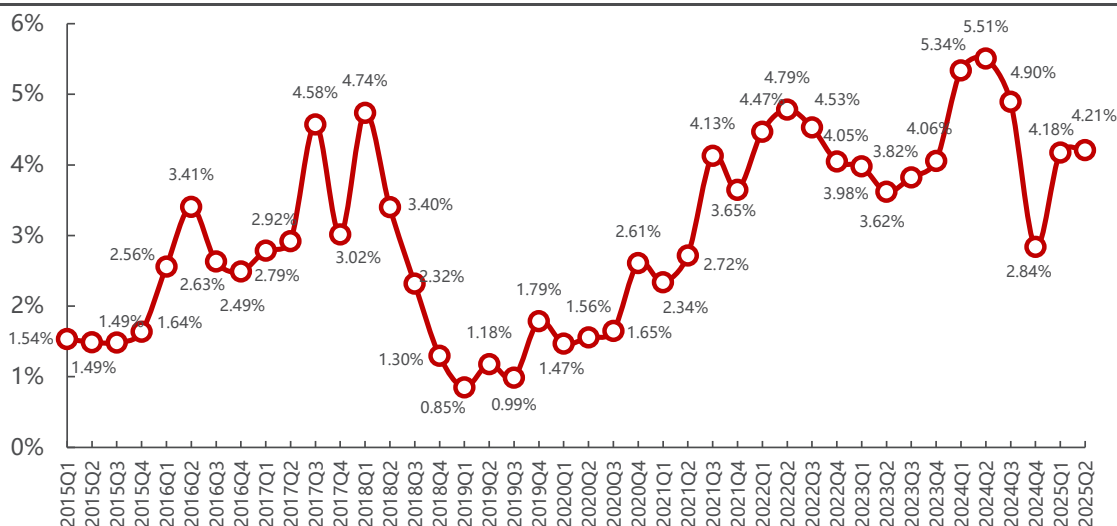


资料来源：ifind，民生证券研究院

3 机构持仓：2025Q2 持仓环比继续提升

从机构持仓市值角度来看：SW 有色 2025Q2 基金持仓比例环比提升 0.04pct 至 4.21%。工业金属方面，2025Q2 供给曲线依旧陡峭，需求端国内需求受政策刺激预期较强，工业金属价格整体高位震荡。能源金属方面，受出口管制政策叠加供给侧扰动干扰，稀土磁材、锂、钴等新能源产业链相关金属价格有所抬升。贵金属方面，美国降息落地，美国关税不确定性叠加地缘冲突不断带来的黄金避险需求提升，金价高位震荡。25Q2 贵金属板块表现较好，紫金矿业和贵金属板块个股增持仓位较大。

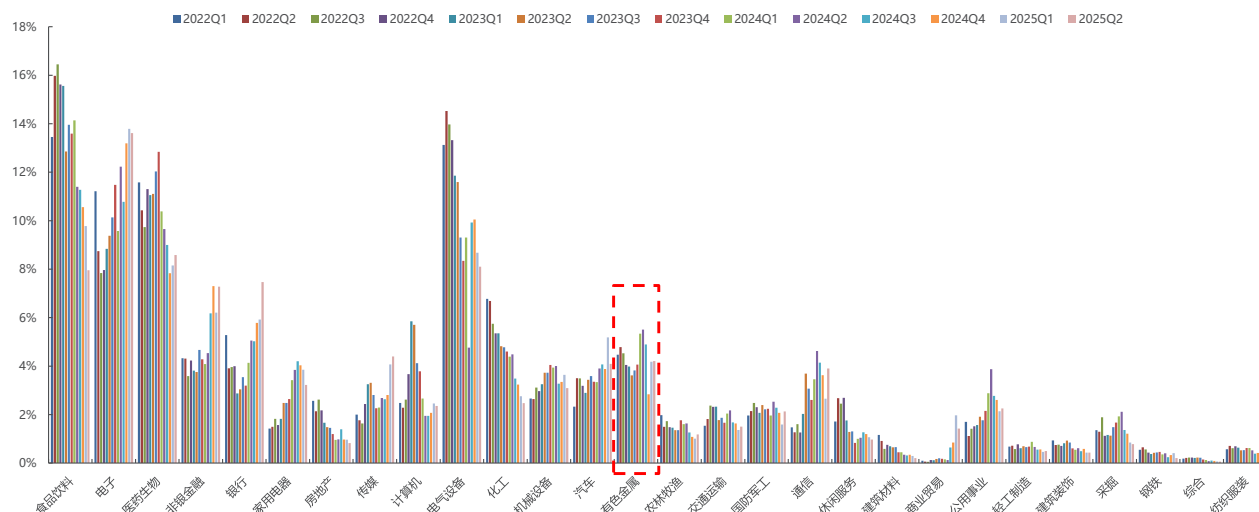
图45：有色基金持仓市值比例环比提升 0.04pct 至 4.21%



资料来源：wind，民生证券研究院

注：25Q1 统计口径略有调整，结合申万一级分类（2021）新纳入部分港股及近期上市个股。

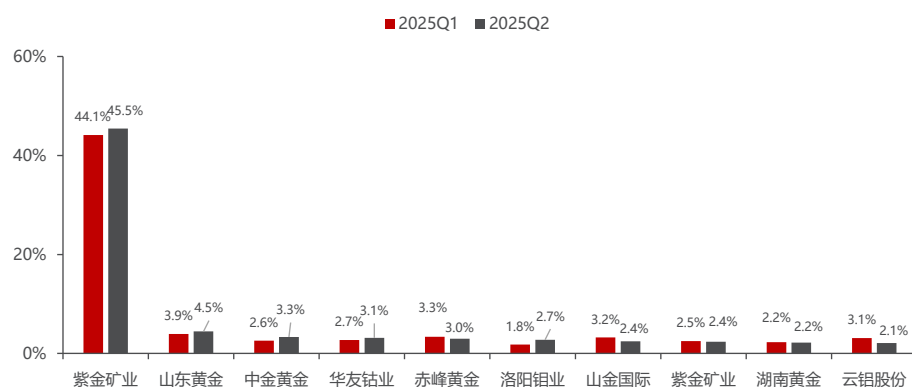
图46：2025Q2 有色行业公募持仓比例为 4.21%，环比 2025Q1 提升 0.04pct



资料来源：wind，民生证券研究院

细分个股而言：有色金属板块公募基金持仓前 10 家企业的持仓占比从 2025Q1 的 69.49% 提升至 2025Q2 的 71.15%，紫金矿业持仓占比从 44.1% 提升至 45.5%，居行业第一。2025Q2 公募基金持仓前 10 家公司合计 923.24 亿元，占全部有色板块的持仓由 2025Q1 的 69.49% 提升到 2025Q2 的 71.15%，分别为 A 股紫金矿业 589.74 亿元（45.5%）、山东黄金 57.75 亿元（4.5%）、中金黄金 42.95 亿元（3.3%）、华友钴业 40.73 亿元（3.1%）、赤峰黄金 38.76 亿元（3.0%）、洛阳钼业 35.54 亿元（2.7%）、山金国际 31.57 亿元（2.4%）、H 股紫金矿业 30.79 亿元（2.4%）、湖南黄金 28.33 亿元（2.2%）、云铝股份 27.09 亿元（2.1%）。

图47：2025Q2 公募基金大量配置紫金矿业，占比为 45.5%



资料来源：wind，民生证券研究院

表11：有色板块 2025Q2 基金持股市值前 10 大公司

代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)	2025Q2 基金有色板块持仓占比
601899.SH	紫金矿业	1,221	133	302,431	-5,484	14.69%	589.74	45.45%
600547.SH	山东黄金	234	66	18,086	-396	5.00%	57.75	4.45%
600489.SH	中金黄金	141	47	29,354	6,369	6.06%	42.95	3.31%
603799.SH	华友钴业	153	52	11,001	1,034	6.52%	40.73	3.14%
600988.SH	赤峰黄金	184	72	15,579	-2,862	9.36%	38.76	2.99%
603993.SH	洛阳钼业	211	60	42,210	12,383	2.40%	35.54	2.74%
000975.SZ	山金国际	179	57	16,668	-4,513	6.59%	31.57	2.43%
2899.HK	紫金矿业	108	37	16,839	-2,272	0.63%	30.79	2.37%
002155.SZ	湖南黄金	65	29	15,870	3,438	10.16%	28.33	2.18%
000807.SZ	云铝股份	129	45	16,952	-5,737	4.89%	27.09	2.09%

资料来源：wind，民生证券研究院

从个股增持方面来看：紫金矿业、兴业银锡、广晟有色等个股增持仓位较大。2025Q2 公募基金增持有色板块的前 5 大股票分别为紫金矿业（A 股）被减仓 5483.55 万股（但由于股价上涨，市值占比从 44.14% 提升至 45.45%）、兴业银锡被增仓 7926.00 万股（市值占比 0.39%→1.42%）、广晟有色被增仓 2268.31

万股（市值占比 0.12%→1.12%）、洛阳钼业被增仓 12382.76 万股（市值占比 1.79%→2.74%）、中金黄金被增仓 6369.15 万股（市值占比 2.56%→3.31%）。紫金矿业（A 股）25Q2 的基金持仓市值占比从 44.14% 上升至 45.45%，25Q2 基金持股增仓市值位居行业增仓第一。

表12：2025Q2 基金增仓市值 top10

代码	名称	2025Q1 基金持仓占比	2025Q2 基金持仓占比	2025Q1 基金持股总市值（亿元）	2025Q2 基金持股总市值（亿元）	2025Q2 基金增仓（亿元）
601899.SH	紫金矿业	44.14%	45.45%	558.00	589.74	31.74
000426.SZ	兴业银锡	0.39%	1.42%	4.99	18.37	13.37
600259.SH	广晟有色	0.12%	1.12%	1.55	14.52	12.97
603993.SH	洛阳钼业	1.79%	2.74%	22.67	35.54	12.87
600489.SH	中金黄金	2.56%	3.31%	32.34	42.95	10.61
000408.SZ	藏格矿业	0.50%	1.26%	6.33	16.38	10.05
600547.SH	山东黄金	3.93%	4.45%	49.68	57.75	8.07
603799.SH	华友钴业	2.69%	3.14%	33.96	40.73	6.77
688122.SH	西部超导	1.20%	1.56%	15.21	20.18	4.97
603979.SH	金诚信	0.78%	1.14%	9.92	14.84	4.92

资料来源：Wind，民生证券研究院

从个股减持方面来看：电解铝板块 25Q2 减仓较多。25Q2 公募基金减持有色板块的前 5 大股票分别为：神火股份被减仓 10381.43 万股（市值占比 2.76%→1.05%）、云铝股份被减仓 5737.35 万股（市值占比 3.11%→2.09%）、横店东磁被减仓 6045.46 万股（市值占比 0.96%→0.20%）、山金国际被减仓 4513.13 万股（市值占比 3.22%→2.43%）、中国铝业被减仓 8979.93 万股（市值占比 1.97%→1.33%），电解铝板块相关股票成为 25Q2 主要减仓对象。

表13：2025Q2 基金减仓市值 top10

代码	名称	2025Q1 基金持仓占比	2025Q2 基金持仓占比	2025Q1 基金持股总市值（亿元）	2025Q2 基金持股总市值（亿元）	2025Q2 基金增仓（亿元）
000933.SZ	神火股份	2.76%	1.05%	34.89	13.68	-21.22
000807.SZ	云铝股份	3.11%	2.09%	39.34	27.09	-12.25
002056.SZ	横店东磁	0.96%	0.20%	12.12	2.64	-9.48
000975.SZ	山金国际	3.22%	2.43%	40.67	31.57	-9.10
601600.SH	中国铝业	1.97%	1.33%	24.94	17.21	-7.73
601702.SH	华峰铝业	0.76%	0.15%	9.66	1.95	-7.71
002149.SZ	西部材料	1.32%	0.70%	16.72	9.06	-7.65
601168.SH	西部矿业	0.90%	0.37%	11.38	4.77	-6.61
002171.SZ	楚江新材	0.87%	0.49%	10.95	6.38	-4.57
600595.SH	中孚实业	0.75%	0.43%	9.49	5.58	-3.91

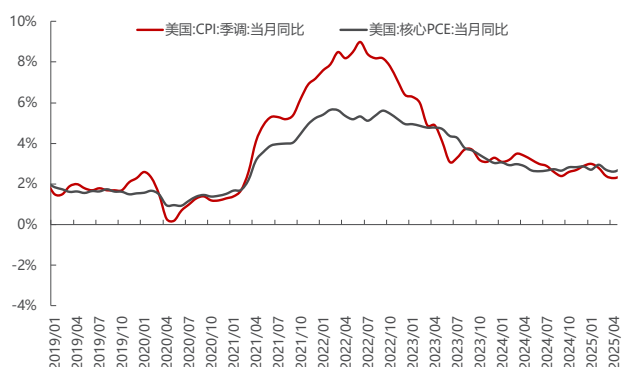
资料来源：Wind，民生证券研究院

4 2025H2 展望：莫听穿林打叶声，何妨吟啸且徐行

4.1 工业金属：美国财政+货币扩张，金属价格上行

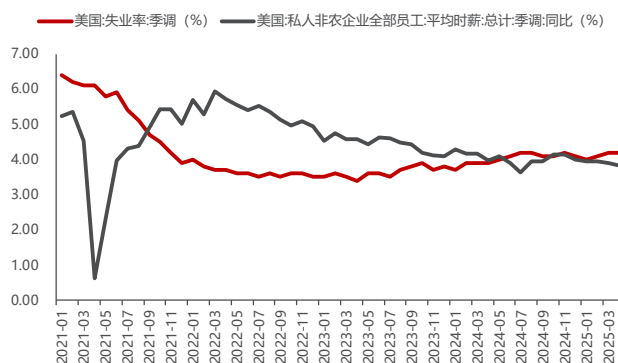
9月降息基本明牌，金融属性利好渐行渐近。美联储的降息政策可以对市场情绪和资金流动产生影响，其背后的原因简单来讲可以理解为市场预期美联储的宽松货币政策，导致美元贬值，美元指数回落，以美元计价的大宗商品价格上涨。近期降息预期增强的原因来自于两方面：第一是通胀增速持续下降后保持稳定，通胀（PCE）同比增速从高点的 5.57% 下降到了 2025 年 4 月的 2.61%，随后由于关税影响出现小幅抬升至 2.88%，整体保持较低水平；第二是美国劳动力市场出现转弱迹象，美国失业率从低点的 3.4% 抬升至 2025 年 7 月的 4.2%。8 月底鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上发表讲话，认为当前的形势意味着，就业面临的下行风险上升，这种风险平衡的转变可能意味着需要降息。随着后续通胀数据符合预期，非农就业数据进一步走弱，降息预期逐步提升。7 月“大而美”法案过会，美国政策财政扩张重启，下半年宏观宏观进入到了财政+货币双宽松格局，有利于工业金属价格上行。

图48：美国通胀保持稳定



资料来源：wind，民生证券研究院

图49：美国失业率底部抬升



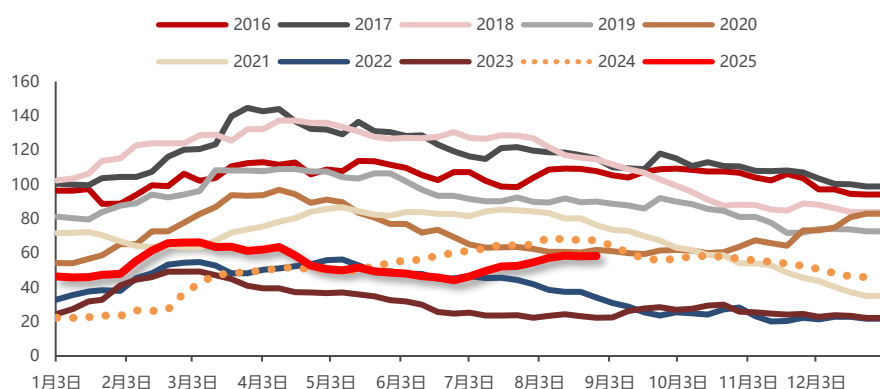
资料来源：wind，民生证券研究院

对铜而言：就 2025H2 来看，矿端维持紧张格局，再生铜供应受到挑战，冶炼厂原料不足的问题进一步凸显，上半年海外冶炼厂陆续减产，但部分影响被国内增产抵消，下半年产量或将面临较大压力，而需求端传统领域需求韧性十足，新兴领域需求占比接近 20%，新能源车和风电光伏的新兴领域需求快速拉动铜整体需求上行，海外供应链重构拉动铜出海需求，宏观降息周期下供需紧平衡，铜价中枢有望上行。

从库存来看，从全球显性库存来看，交易所及保税区库存年初季节性累库后出现了持续的去库，但随着淡季来临，7 月又重新开始累库，后续国内即将迎来“金

九银十”旺季，有望开始去库。截至 2025 年 8 月 30 日，三大期货交易所+上海保税区铜库存合计为 58.31 万吨，高于 2022-2023 年同期，低于去年同期。

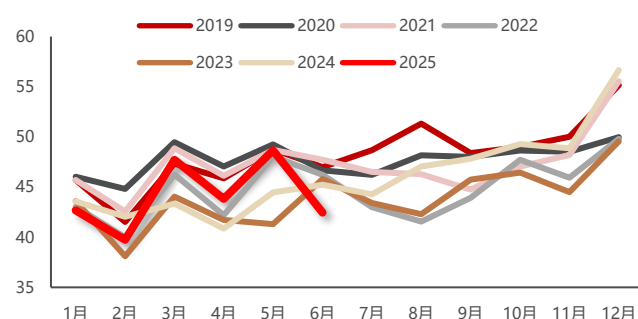
图50：2025 年 8 月 30 日，三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为 58.31 万吨 (单位：万吨)



资料来源：wind，民生证券研究院

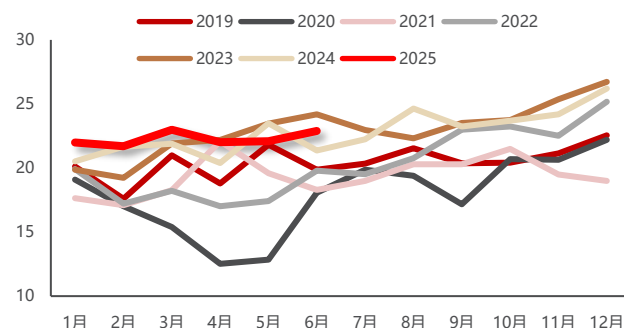
矿端供给仍然较为紧张：根据 ICSG 最新统计数据，2025H1 全球矿山铜产量为 1144 万吨，同比增长 3.3%。全球第一大铜矿生产国智利面临着矿石品位下滑等不确定性风险，矿产铜产量恢复缓慢。2025H1 智利的矿产铜产量为 265.1 万吨，同比上涨 2.16%，但单 6 月产量同比出现明显下滑，主要是由于智利埃斯康迪达铜矿 6 月份铜产量同比下降 33%，至 7.64 万吨；科亚瓦西铜矿同期产量同比下降 29.1%，至 3.43 万吨。第二大铜矿生产国秘鲁 2025H1 铜产量为 133.7 万吨，同比增长 3.4%。2025 年 1-5 月中国矿产铜产量为 71.4 万吨，同比增长 4.13%。

图51：2025H1，智利矿产铜产量同比上涨 2.16% (单位：万吨)

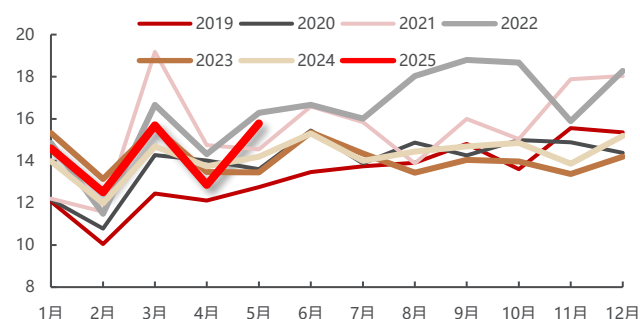


资料来源：智利国家统计局，民生证券研究院

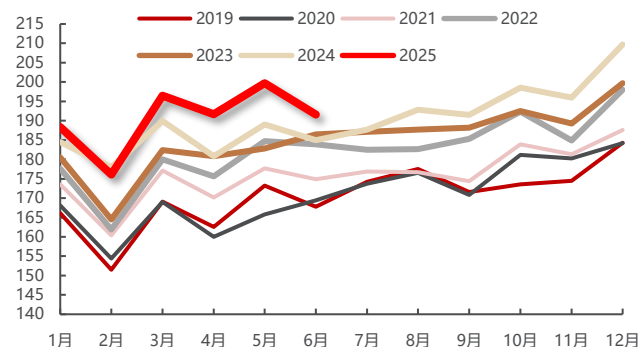
图52：2025H1，秘鲁矿产铜产量同比增长 3.4% (单位：万吨)



资料来源：秘鲁能源和矿业部，民生证券研究院

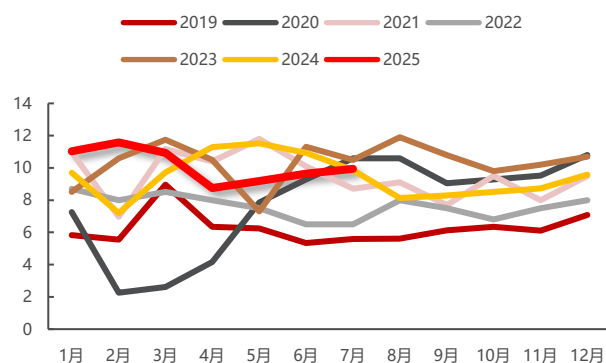
图53：2025 年 1-5 月，中国矿产铜产量同比增长 4.13% (单位：万吨)


资料来源：中国统计局，民生证券研究院

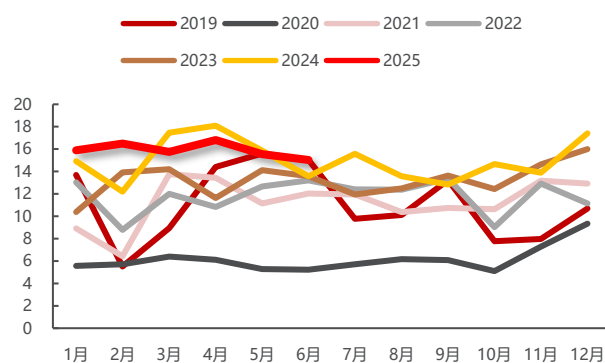
图54：2025H1，全球矿产铜产量同比增长 3.3% (单位：万吨)


资料来源：ICSG，民生证券研究院

2024 年废铜供应呈现国内收缩，进口增长的态势，我们预计 2025 年废铜供应难以维持 24 年同期增速。2025H1 废铜供应同比增长 2.8%至 156.7 万吨，其中 2025 年 1-7 月国内废铜产量同比增长 1.2%，2025H1，进口废铜同比增长 3.7%。近期 770 号文出台，再生铜企业受到补贴退坡影响开工率下降，后续再生铜供应或将更加紧张。

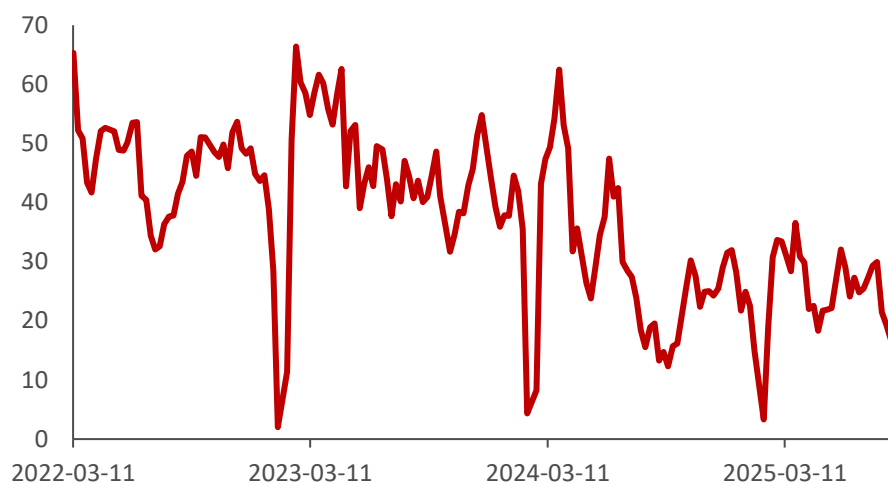
图55：2025 年 1-7 月，国内废铜产量同比增长 1.2% (单位：万吨)


资料来源：SMM，民生证券研究院

图56：2025H1，进口废铜同比增长 3.7% (单位：万吨)


资料来源：SMM，民生证券研究院

图57：2025 年再生铜制杆周度开工率下降至 16.83%



资料来源：wind，民生证券研究院

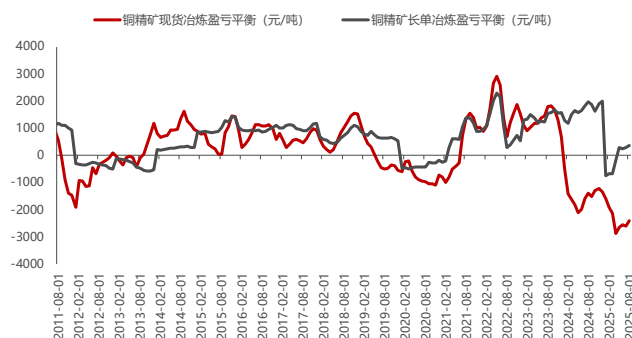
2025 年年初以来，国内铜冶炼厂现货冶炼加工费进一步下跌，减产势在必行。
截至 2025 年 8 月 29 日，SMM 进口铜精矿指数（周）报-41.25 美元/吨。由于现货冶炼加工费长期维持低位，2025 年长单价格下降至 21.25 美元/吨，铜精矿现货保持紧张的格局，因此现货盈利维持亏损状态，后续随着新一年的长单谈判渐行渐近，长单冶炼加工费或将承担较大压力，加上废铜的补充难以持续，冶炼厂减产势在必行。

图58：现货冶炼加工费维持低位



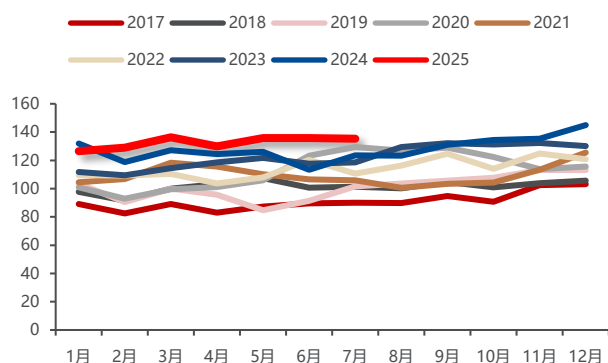
资料来源：SMM，民生证券研究院

图59：长单和现货冶炼盈利均出现明显下跌

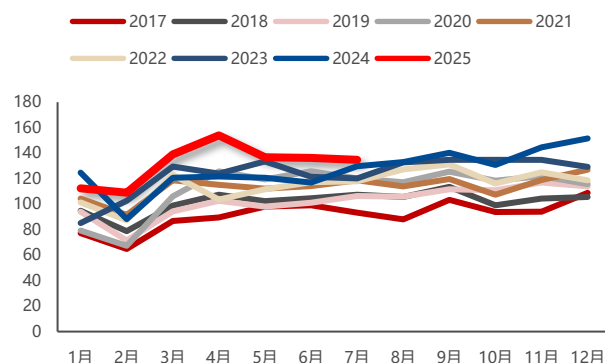


资料来源：SMM，民生证券研究院

下游需求受新兴领域需求拉动：传统领域需求韧性十足，新兴领域如新能源车和风电光伏等带来的需求占比已经接近 20%，后续新兴领域需求的持续增长将拉动铜整体需求上行。

图60：2025 年 1-7 月铜表观消费同比增长 7.3%


资料来源：SMM，民生证券研究院

图61：2025 年 1-7 月铜实际消费（考虑库存变化）同比增长 12.1%


资料来源：SMM，民生证券研究院

电解铝板块：供给新周期已至，盈利端持续。

供给端：国内产能天花板约束，2025 年净增产能 65 万吨。国内电解铝在建项目较少，并且大部分是置换产能，净增产能较少，根据我们对项目的梳理，2024 年国内新投产电解铝产能 72 万吨，但大部分产能是指标转移及置换，2024 年净增产能仅有 37 万吨，2025 年新投产产能 140 万吨，净增产能 65 万吨。置换产能并不能形成有效供应，有效新增产能寥寥。

表14：国内电解铝产能变动（万吨）

省份	项目	远期新建及 拟建产能	产能 净增	预计投产 时间	2024 投 产产能	2025 投 产产能	2026 及 远期投产 产能	备注
新疆	农六师铝业	55	20	2025 年	20	35	0	合规指标共计 190 万吨，目前运行 170 万吨，通过搬迁扩建将部分产能转移到准东，达到 190 万吨。该项目 24 年 10 月份通电投产，达产仍需一段时间。
新疆	天山铝业	20	20	2025 年	0	20	0	合规指标 140 万吨，剩余 20 万吨指标计划 25 年下半年投产
青海	中铝青海	50	10	2025 年	0	50	0	规划建设 50 万吨 600KA 电解铝厂区，建成之后停掉现有的 40 万吨，另外从云南厂转移 10 万吨指标
青海	海源绿能	11	11	-	0	0	11	电解铝指标共 35 万吨，前期 24 万吨复产完毕，剩余 11 万吨待建设待投产
四川	广元弘昌晟	13	13	-	0	0	13	2021 年拍卖成交，后期要扩建至总产能 25 万吨，目前暂未建设
内蒙	扎铝二期	35	35	2025 年	0	35	0	有指标 35 万吨，计划 2024 年开始建设，2025 年投产
内蒙	华云三期	42	17	2024 年	42	0	0	24 年 5 月 18 日通电启槽
贵州	双元铝业	10	0	2024 年	10	0	0	产能转移项目（购得山东某铝厂指标 10 万吨），于 2024 年 11 月份投产

新投产产能合计	177	126	72	140	24
产能净增			37	65	24

资料来源：阿拉丁，SMM，民生证券研究院

海外印尼电解铝投产进度较慢。目前印尼在产电解铝项目只有两个，其中印尼国家铝业运行产能 25 万吨，华青铝业运行产能 50 万吨。产能规划方面，目前有明确时间表的五家企业规划总产能 490 万吨，其中印尼国家铝业总规划达到 40 万吨，华青铝业总规划 100 万吨，阿德罗能源总规划 150 万吨，南山铝业总规划 100 万吨，信发总规划 100 万吨，此外东方希望集团、五矿二十三冶、博赛集团等宣称计划在印尼建设电解铝项目，目前印尼电解铝总规划产能超过 1200 万吨，但部分项目处于早期阶段，投产不确定性较大。

表15：印尼电解铝项目及产能规划（单位：万吨）

公司/项目	运行产能	规划总产能	项目位置	股权情况	电力来源	氧化铝	阳极	投产进度
印尼 Inalum	25	40	北苏门答腊省	Inalum100%	水电	外购	自备	2024 年 1 月宣布在 2026 年通过技术改造将产能扩大至 30 万吨。2025 年 2 月 EGA 宣布将与 Inalum 合作将产能扩建至 40 万吨。
华青铝业	50	100	苏拉威西省	华峰集团和青山集团合资	自备火电	外购	自备	2023 年投产 25 万吨，2024 年投产 25 万吨，剩余 50 万吨产能筹备建设中。
阿德罗能源（Adaro&力勤项目）	0	150	北加里曼丹省	Adaro 65%; Aumay（力勤）22.5%;CITA12.5%	自备火电+水电	外购	外购	分三期建设，每期 50 万吨产能，一期项目 21 年底动工建设，规划 25Q4 投产
PT BAI（南山铝业项目）	0	100	廖内群岛省	南山铝业 100%	自备火电	自供	自备	一期 25 万吨规划 2027 年投产
PT KAI（信发&青山项目）	0	100	马鲁古省	信发集团和青山集团合资	-	-	-	一期 50 万吨产能 2026 年投产
山东魏桥项目	0	100	西加里曼丹省	魏桥与印尼哈利达集团合资	-	-	-	规划阶段
五矿二十三冶项目	0	100	北加里曼丹省	五矿二十三冶	-	-	-	规划前期，不确定性大
CITA 项目	0	50	-	Cita Mineral Investindo Tbk	-	-	-	规划前期，不确定性大
PT WAI 项目	0	240	-	东方希望集团	-	-	-	规划前期，不确定性大

栾川铝业项目	0	200	-	栾川铝业	-	-	-	规划前期，不确定性大
博赛集团项目	0	100	-	博赛集团	-	-	-	规划前期，不确定性大
合计	75	1280						

资料来源：铝途有你公众号，SMM，民生证券研究院

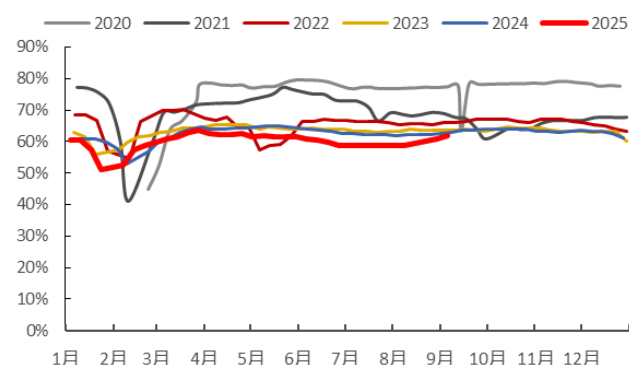
2025-2026 年印尼新增电解铝产能较少。根据已经有明确规划的项目时间表，从释放节奏上看，2024 年印尼电解铝新增产能 25 万吨，2025 年新增产能 50 万吨，来自阿德罗能源，2026 年新增产能 55 万吨，印尼国家铝业贡献 5 万吨，PT KAI 项目贡献 50 万吨。短期来看，印尼电解铝新增产能较少，对行业供给冲击不大。

表16：印尼电解铝产能预测（单位：万吨）

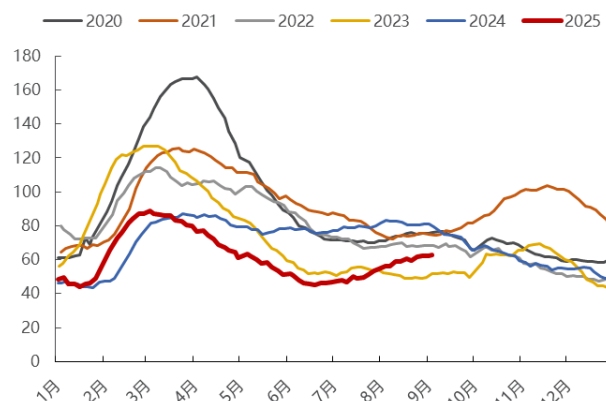
公司	2022	2023	2024	2025E	2026E
印尼 Inalum	25	25	25	25	30
华青铝业		25	50	50	50
阿达罗能源（Adaro&力勤项目）				50	50
PT BEA（南山铝业项目）					
PT KAI（信发&青山项目）					50
山东魏桥					
新增产能		25	25	50	55
总产能	25	50	75	125	180

资料来源：铝途有你公众号，SMM，民生证券研究院预测

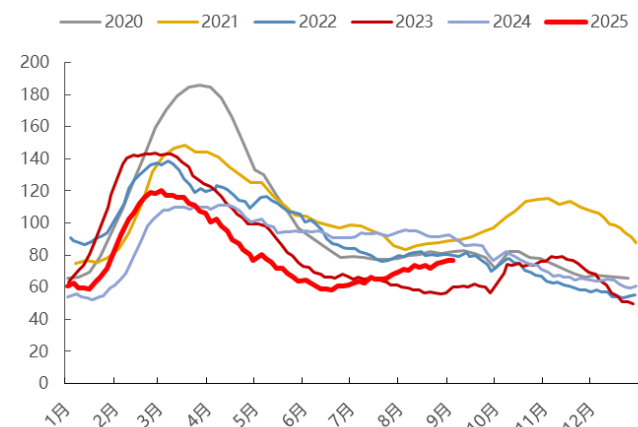
需求端：新兴领域成为新的增长引擎，传统领域韧性仍在。电解铝下游以建筑、交通、电力为主。光伏受电价高企、硅料下跌等因素影响，国内装机上升，配套的电线电缆需求也比较旺盛，此外新能源汽车产销维持高增长，汽车轻量化对铝消费带动明显。由于下游加工产能持续扩张，以及行业订单向大企业转移，导致铝加工企业开工率同比有所下降。由于需求表现良好，国内库存保持低位。我们测算了不同地产竣工及新兴领域消费增速情形下，国内铝消费的弹性变化。假定 2025 年新兴增长领域（新能源汽车+光伏）增速 10%，即使国内地产竣工下滑 7%，新兴增长领域仍能够弥补地产竣工下滑对铝消费的拖累。

图62：铝加工企业平均开工率(%)


资料来源：SMM，民生证券研究院

图63：国内电解铝社会库存(单位：万吨)


资料来源：SMM，民生证券研究院

图64：国内铝锭+铝棒库存(万吨)


资料来源：wind，SMM，民生证券研究院

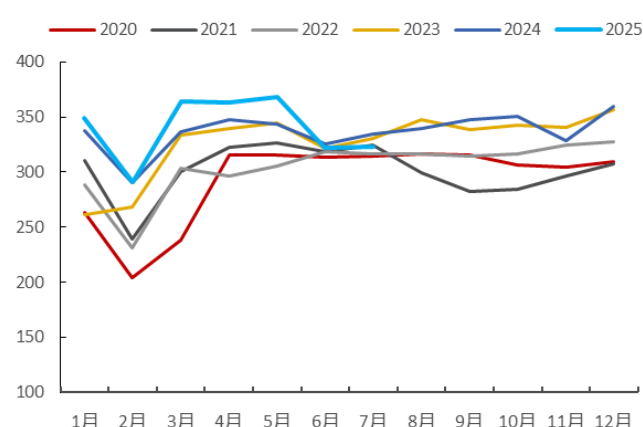
图65：国内电解铝月度消费量(万吨)

资料来源：wind，民生证券研究院测算
消费量=产量-净出口-库存净增加

表17：不同新兴领域&地产消费电解铝增速情形下，铝消费影响测算（单位：万吨）

新兴领域增速(%)		0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%
房地产领域增速 (%)	0%	0	27	55	82	110	137	165	220
	-4%	-34	-7	21	48	75	103	130	185
	-6%	-52	-24	3	31	58	86	113	168
	-8%	-69	-41	-14	14	41	69	96	151
	-12%	-103	-76	-48	-21	7	34	62	117
	-16%	-138	-110	-83	-55	-28	-0	27	82
	-20%	-172	-145	-117	-90	-62	-35	-7	48

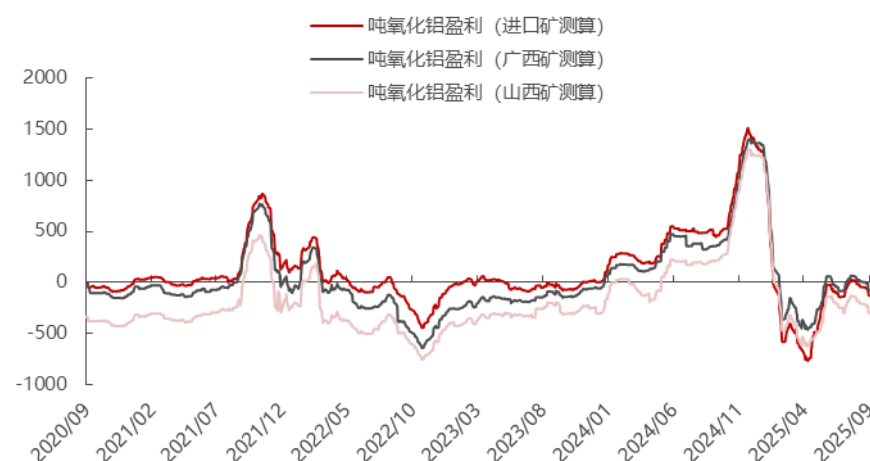
资料来源：wind，SMM，民生证券研究院测算

表18：不同新兴领域&地产竣工增速情形下，铝供需平衡测算（单位：万吨）

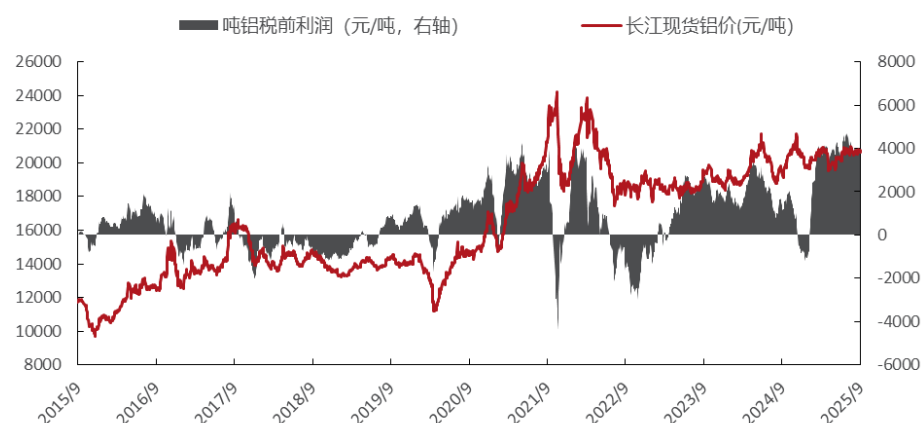
新兴领域增速 (%)	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%
房地产领域增速 (%)								
0%	-39	-66	-94	-121	-149	-176	-204	-259
-4%	-5	-32	-60	-87	-114	-142	-169	-224
-6%	13	-15	-42	-70	-97	-125	-152	-207
-8%	30	2	-25	-53	-80	-108	-135	-190
-12%	64	37	9	-18	-46	-73	-101	-156
-16%	99	71	44	16	-11	-39	-66	-121
-20%	133	106	78	51	23	-4	-32	-87

资料来源：wind，SMM，民生证券研究院测算

氧化铝价格走弱，电解铝利润扩张：随着国内外新产能投产，氧化铝产量逐步释放，叠加需求端电解铝产能天花板迫近，氧化铝需求增长空间有限，行业逐步走入过剩局面，氧化铝价格明显回落，让利电解铝。根据我们测算，目前采用国内矿和进口矿的氧化铝产能，基本处于盈亏边缘，电解铝盈利修复明显，截至 2025 年 9 月 4 日，国内电解铝单吨税前利润 4058 元。

图66：氧化铝利润走势（元/吨）


资料来源：wind，民生证券研究院测算

图67：电解铝价格及利润走势


资料来源：wind，民生证券研究院测算

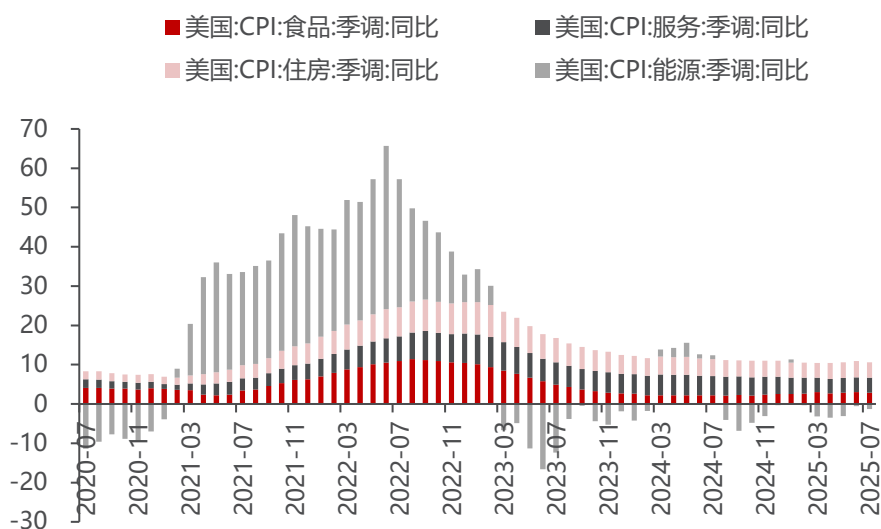
4.2 贵金属：降息临近，金价乘风破浪前行

通胀下行顺利，降息周期即将重启。年初以来美国整体同比CPI从1月份的3.0%下降至5月份的2.4%，6月CPI同比上涨2.7%略超预期，环比0.3%符合预期，涨幅扩大主要受能源价格上涨影响。与此同时，6月核心CPI同比上涨2.9%符合预期，高于前值2.8%；环比涨幅从前月的0.1%小幅回升至0.2%，但低于预期0.3%，为连续第五个月低于预期，7月CPI同比上涨2.7%，与6月持平，低于市场预期2.8%，通胀满足降息前提。

图68：美国整体CPI情况（单位：%）


资料来源：wind，民生证券研究院

图69：美国分项 CPI（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

非农不及预期，9月大概率降息。美国7月非农增加7.3万人，大幅不及预期，5月和6月的修正幅度大幅高于往常。8月非农就业人口增加2.2万人，增幅低于预期值7.5万人，前值由7.3万人修正为7.9万人。美国8月失业率升至4.3%，创2021年以来最高水平。通胀下行顺利加之劳动力市场疲软，美国9月降息概率已接近100%，全年降息节奏大概率三次。

图70：美联储降息概率表（截至2025年9月5日）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
9/17/2025						0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	98.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
10/29/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	78.0%	20.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
12/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	69.7%	26.7%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1/28/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	35.4%	48.3%	14.5%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3/18/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	21.8%	43.2%	27.8%	6.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
4/29/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	8.1%	29.6%	37.6%	20.0%	4.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
6/17/2026	0.0%	0.0%	0.1%	5.4%	22.2%	34.9%	26.1%	9.6%	1.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
7/29/2026	0.0%	0.0%	2.0%	11.3%	26.7%	31.8%	20.3%	6.8%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
9/16/2026	0.0%	0.8%	5.7%	17.5%	28.7%	27.1%	14.8%	4.5%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
10/28/2026	0.2%	1.7%	7.8%	19.5%	28.4%	25.0%	13.0%	3.8%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
12/9/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	1.7%	7.8%	19.5%	28.4%	25.0%	13.0%	3.8%	0.6%

资料来源：CME，民生证券研究院

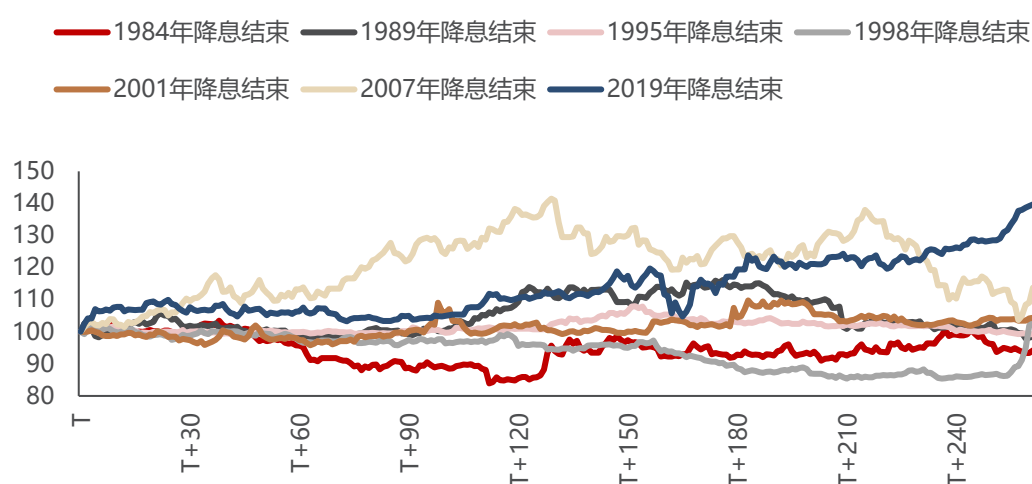
复盘历史，降息后金价大概率上涨。根据复盘历次美联储利率周期，加息结束与首次降息时间间隔平均为 6.1 个月，金价平均涨幅为 5.95%，其中最大涨幅达到了 22.05%。首次降息落地后，美联储释放的流动性带来流动性实质改善，金价大概率延续上一阶段的上涨趋势，历史数据来看降息后 1 个月金价平均涨幅 3.38%，降息 6 个月内平均涨幅达到 10.43%，最大涨幅达到了 40.85%，降息 12 个月平均涨幅为 9.41%，最大涨幅高达 39.22%。

表19：历史降息周期金价涨跌幅

末次加息 ①	首次降息 ②	末次降息 ③	降息次数	降息持续 月数	降息幅度 (%)	①-②金价表 现	①-③金价表 现	②-③金价 表现
1971-08	1971-09	1971-12	7	4	2.25	-1.65%	1.75%	3.46%
1974-05	1974-07	1976-01	14	19	8.25	-12.43%	-19.46%	-8.04%
1981-05	1981-06	1982-12	12	19	11.50	-4.79%	-8.03%	-3.40%
1984-08	1984-10	1986-08	13	23	5.87	-2.53%	8.06%	10.86%
1989-02	1989-06	1992-09	21	40	6.75	-4.97%	-11.16%	-6.51%
1995-02	1995-07	1998-11	6	42	1.25	2.55%	-21.86%	-23.80%
2000-05	2001-01	2003-06	13	31	5.50	-3.76%	29.28%	34.33%
2006-06	2007-09	2008-12	10	16	5.00	20.13%	38.22%	15.06%
2018-12	2019-07	2020-03	5	8	2.25	12.74%	27.09%	12.72%

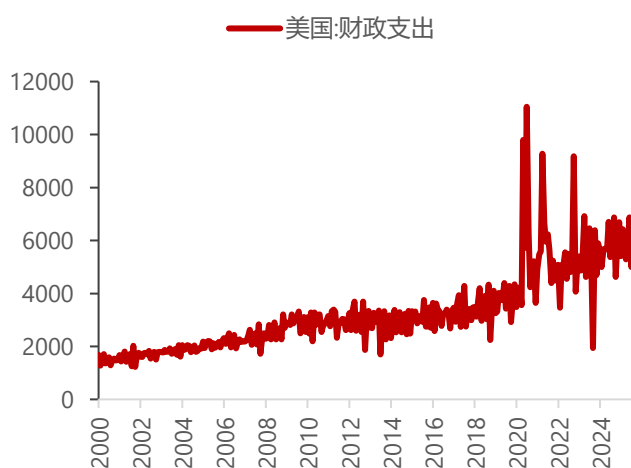
资料来源：ifind，民生证券研究院

图71：历史降息周期金价表现（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

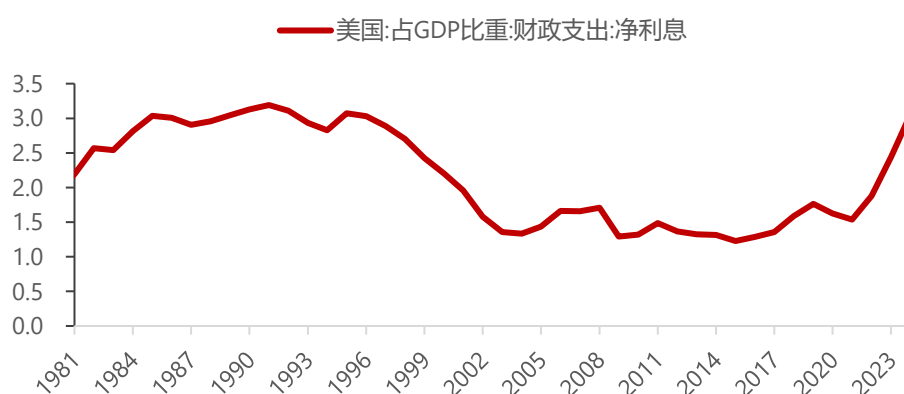
美国利息支出压力增加，财政收支问题严峻。2020 年公共卫生事件以来，美国政府通过发行国债大幅提高政府杠杆率，增加财政支出，以刺激美国经济增长。但随着通胀走高，美联储被迫提高利率，以控制通胀。但随着基准利率的大幅抬升，联邦政府的利息费用也不断攀升。2025 财年第一季度（2024 年 10 月至 12 月）美国联邦政府预算赤字达到 7110 亿美元，同比增长 40%，利息支出达到 3080 亿美元，同比增加 200 亿美元，成为仅次于社会保障、国防和医疗保健的第四大支出项目。

图72：美国联邦政府财政支出（单位：亿美元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图73：美国政府部门杠杆率（单位：%）

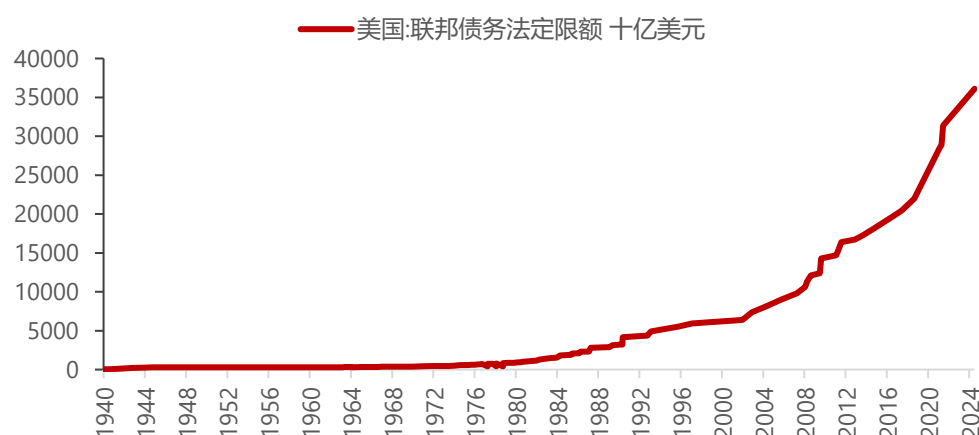

资料来源：wind，民生证券研究院

图74：美国利息支出占财政支出比例(单位:%)


资料来源：wind，民生证券研究院

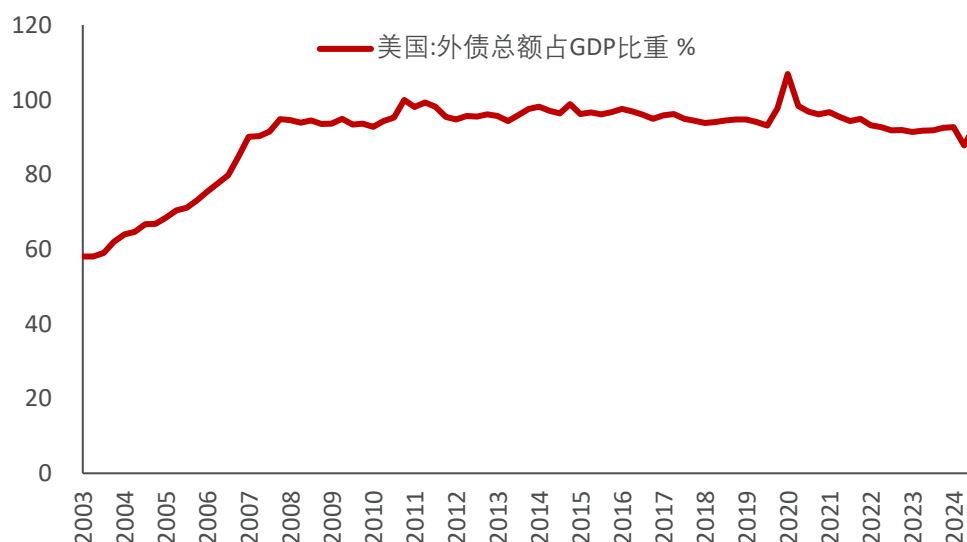
新支出法案通过，未来债务规模将继续增加。7月4日，特朗普正式签署大规模税收与支出改革法案（“大而美”法案），该法案计划将削减税收，将更多的资金用于军事和边境安全，同时通过削减医疗补助、食品援助、教育和清洁能源项目来支付其中的部分费用。另外法案将把债务上限提高4万亿美元，允许联邦政府能继续借款为其债务融资。这将使美国国债在未来10年内增加逾3.3万亿美元，联邦政府债务占GDP的比例预计将增至创纪录的125%。

图75：美国债务上限持续走高



资料来源：wind，民生证券研究院

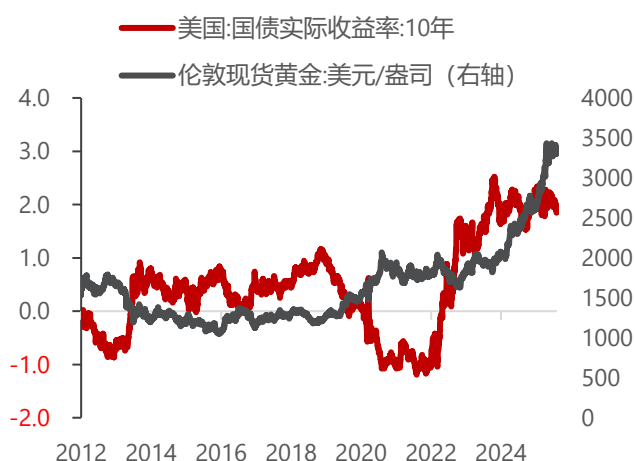
图76：美国外债总额占GDP比重



资料来源：wind，民生证券研究院

美债收益率和美元指数或难以为继，利好金价。当前美国经济下行压力增加，降息周期开启，随着美国经济衰退预期发酵以及美国逆全球化政治主张长期持续，美元指数持续受到压制。而债务方面当前美债总额达 36.2 万亿美元，25 年全年将陆续到期 9.2 万亿美元。美债实际收益率作为持有黄金的机会成本，通常与金价呈现负相关关系，此外美元与黄金同时作为投资性金融资产具有替代性，走势通常也呈现负相关关系。美债与美元问题发酵利好金价上行。

图77：美债实际收益率和金价（左：% ，右：美元/盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

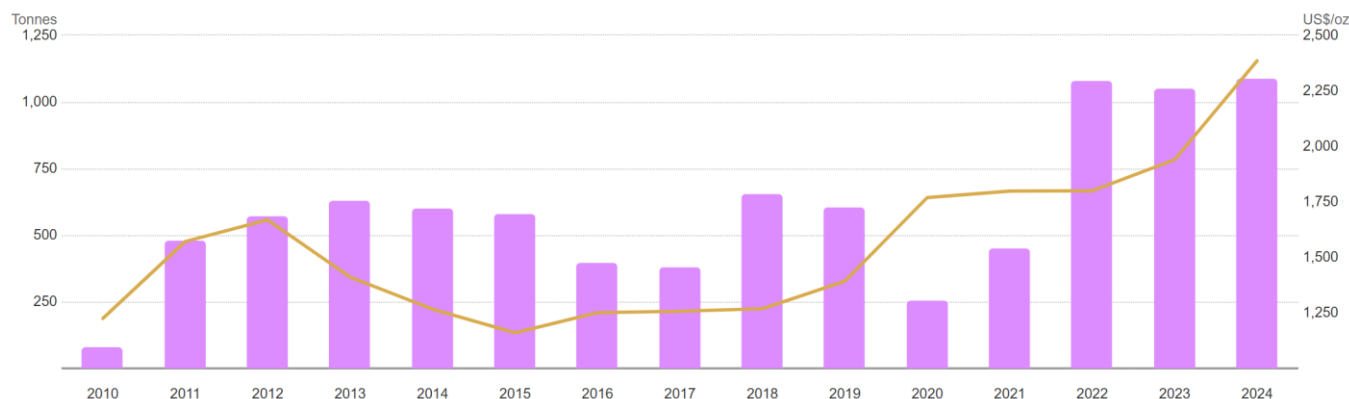
图78：美元指数与金价（右：美元/盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

央行购金方面，全球央行已连续三年购金超千吨。根据世界黄金协会数据，2024 年全球央行年度购金量为 1045 吨，连续三年购金超千吨。2025 年一季度，全球央行净购入黄金 244 吨，购金力度虽较上一季度有所减弱，但仍符合近三年季度购金量的常态水平。从需求体量来看，25Q1 黄金总需求为 1206 吨，央行购金已占黄金需求总规模的 20.2%。

图79：全球央行黄金交易需求



资料来源：WGC，民生证券研究院

我国央行继续购金，增补货币信用。考虑到全球货币信用的冲击，全球央行转而购入黄金以维持保障资产的安全和维持本国货币信用体系的稳定。自 2000 年以来，中国央行进行过五次黄金储备增加的操作，其中前三次发生在 2001 年 12 月、2002 年 12 月和 2009 年 4 月，主要是为了扩张储备规模和提高财富安全性，后两次发生在 2015 年 7 月至 2016 年 10 月，以及 2018 年 12 月至 2019 年第三季度，主要是为了多元化储备结构和提高国际影响力。

2022 年第四季度，中国央行继 2019 年第三季度之后再次增加黄金储备，2024 年 11 月，我国央行时隔半年重启购金。**2025 年 7 月中国黄金储备 7396 万盎司，环比增加 6 万盎司，为连续第 9 个月增持黄金。截至 2025 年 7 月，我国黄金储备占外汇储备比重仅 7%，远低于全球 15% 的平均水平，我国央行有望持续购金。**复盘中国央行购金和金价走势，中国央行大幅购金时点均对应金价阶段性低点，央行增持黄金增强市场信心。

图80：中国央行黄金储备

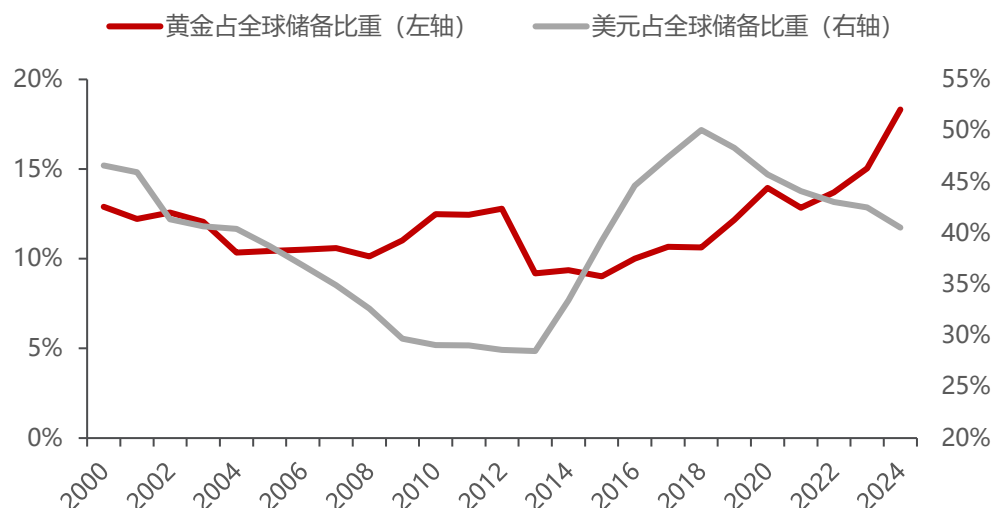


资料来源：wind，民生证券研究院

自全球货币超发，美元信用下滑开始，黄金替代美元占全球储备比重逐步上升，2021-2024 年黄金占全球储备比重从 12.85% 增长至 18.32%，美元则由 44.09% 下滑至 40.55%。**假设未来全球总储备从 16.35 万亿增长至 17 万亿，黄金占全球储备比重占比增长至 25%，按照 3500 美元/盎司换算，对应全球额外黄金储备需**

求 1518 吨，未来需求前景可观。

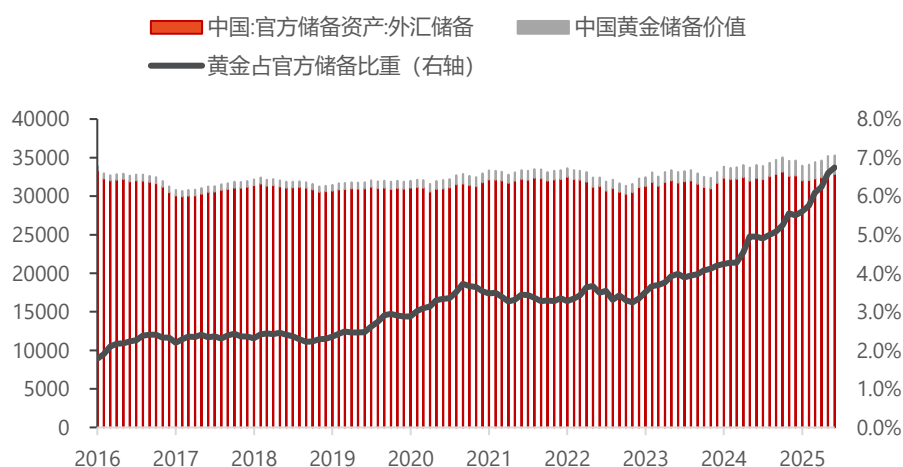
图81：黄金与美元占全球官方储备比重



资料来源：wind，民生证券研究院

从我国角度出发，截至 2025 年 5 月我国央行外汇储备 3.29 万亿美元，黄金储备 7383 万盎司，按照 5 月 COMEX 金均价换算，黄金储备仅占总储备的 6.7%，远低于全球 15% 的平均水平。假设未来我国央行将 5%/10% 外汇储备置换为黄金，按照 3500 美元/盎司假设，对应黄金需求 1460/2920 吨。

图82：黄金与外汇占我国官方储备比重（左轴单位：亿美元）



资料来源：wind，民生证券研究院

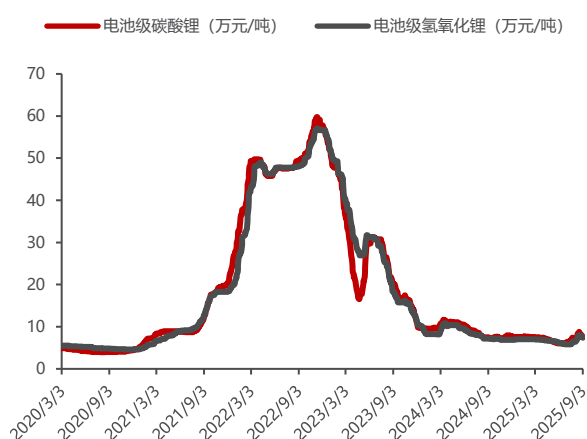
注：价格假设按照月度 COMEX 金价均价

4.3 能源金属：锂行业静待进一步出清，看好钴价中枢上移

头部企业复产冲击，25H1 锂价击穿成本支撑后流畅下跌。2024 年年后国内新能源车需求超预期，中游材料厂经历 2023 年去库存后主动补库，叠加 3 月份江西环保事件带来的减产预期，2024 上半年锂价止跌并小幅反弹，走势略超预期。但随后在需求持续弱势的预期下，碳酸锂进入磨底阶段，虽然金九银十带来的旺季备货及头部企业停产风波支撑碳酸锂价格小幅反弹，但在长期供给过剩的趋势下，碳酸锂价格反弹后继续流畅下行。2025 年初开始，头部企业复产消息冲击下，成本支撑进一步被击穿，碳酸锂价格继续创下新低，持续底部震荡。

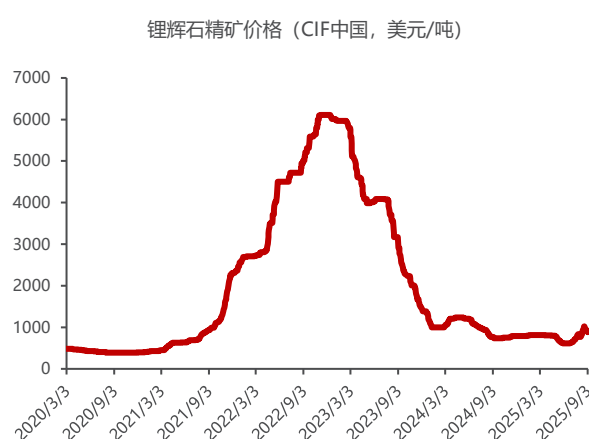
6 月末开始，“反内卷”背景下，供应端江西青海矿权不合规问题发酵叠加需求超预期，碳酸锂价格持续反弹。6 月末起，头部企业接货预期逐渐兑现，现货升水结构下，仓单问题持续扰动。同时矿石价格跟随锂盐价格的抬涨而迅速上涨，矿端底部支撑非常明确。7 月中旬开始，需求端超预期兑现，供给端江西宜春视下窝陶瓷土（含锂）矿、水南矿段瓷土（含锂）矿等 8 处矿权被通告存在规避上级部门审批权限，越权办理出让、变更或延续登记手续问题，宜春市自然资源局要求相关矿企 9 月 30 号之前提交矿种变更储量核实报告，合理确定主矿种。被点名的矿山基本包含江西目前在产的所有锂项目，矿权不合规问题导致江西锂供给存在大幅下修风险。7 月 17 日，藏格矿业收到海西州自然资源局、海西州盐湖管理局下发的立即停止锂资源开发的通知，要求立即停止违规开采行为，完善锂资源开发手续。矿权不合规问题从江西扩散至青海，国内锂供给减停产风险进一步加大，碳酸锂价格底部反弹。

图83：2025H1 国内锂盐价格继续下跌，6 月末反弹



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图84：2025H1 锂精矿价格继续下跌，6 月末反弹

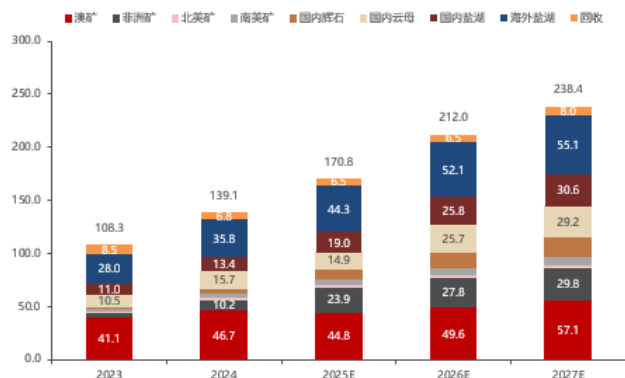


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

成本压力加剧，供给增速放缓。随着锂价快速回落，部分澳矿、非洲矿、南美盐湖扩产项目出于成本压力考虑，投产进度不及预期，或者主动降低产能利用率，

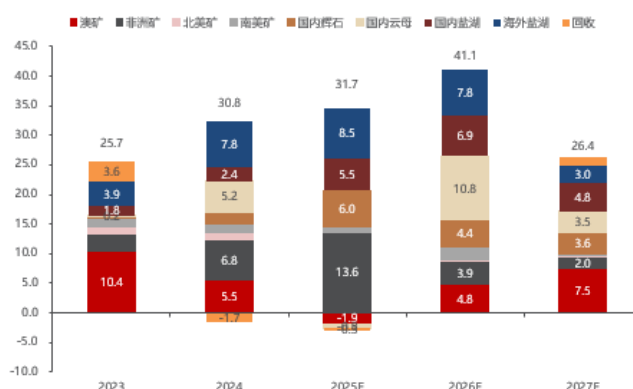
我们预计 2025 年全球锂供给将增加 31.7 万吨 LCE 至 170.8 万吨 LCE，增幅达 23%，澳矿、非洲矿、南美盐湖新增产能释放构成主要增量。2025-2027 年仍有新增产能按规划建设中，站在当下静态的时点，我们预计 2025-2027 年全球总供给为 170.8/212.0/238.4 万吨，增幅为 23%/22%/13%，2026-2027 年行业供给增速明显放缓。

图85：全球锂供给预测（万吨 LCE）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

图86：全球锂供给增量预测（万吨 LCE）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

国内云母：一体化低成本企业产能继续释放，等待高成本部分减停产。国内云母供应中，江西占比最大，后续主要是一体化低成本企业的扩产，高成本的小矿山逐渐进入减停产阶段。出于供应链稳定考虑，部分企业成本高位的低品位云母目前维持生产中，但是锂价击穿现金成本后，企业的成本压力加剧，减产风险增加。且伴随江西地区矿证审查日益严格，加之宁德时代视下窝已停产，未来江西云母供应端风险加剧，我们预计 2025/2026/2027 年国内云母产量将达 14.9/25.7/29.2 万吨 LCE，增幅为-5.0%/72.4%/13.6%。

表20：国内云母矿产量预测

			产量 (万吨LCE)					
地区	公司	矿山	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
江西	宜春钽铌矿	414	1.5	1.7	1.2	1.2	1.2	1.2
	江特	(新坊矿区、宜丰西坑矿区)	1.0	0.5	0.5	-	0.4	0.6
	永兴材料	化山瓷石矿	1.5	2.5	2.5	2.5	5.0	5.0
	飞宇	大港	1.2	1.2	1.2	3.2	4.4	5.2
	宁德时代	柘下窝	-	0.5	3.0	5.8	10.0	10.0
	国轩高科	白水洞、水南段	0.2	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8
	科力远	鼎盛新材	-	-	0.2	0.4	0.8	2.0
	其他	根据SMM数据倒推	4.9	3.3	6.6	-	-	-
	江西合计		10.3	10.2	15.7	13.9	22.5	24.7
湖南	紫金矿业	湖南道县湘源锂多金属矿	-	0.3	-	0.7	2.1	2.5
	大中矿业	临武鸡脚山	-	-	-	-	0.6	1.0
	湖南合计		-	0.3	-	0.7	2.7	3.5
内蒙	赣锋锂业	内蒙蒙金锂矿	-	-	-	0.3	0.5	0.5
	内蒙古维拉斯托矿业	赤峰市克什克腾旗维拉斯托锂多金属矿	-	-	-	-	-	0.5
	内蒙合计		-	-	-	0.3	0.5	1.0
国内云母合计			10.3	10.5	15.7	14.9	25.7	29.2
yoy				1.9%	49.5%	-5.0%	72.4%	13.6%
合计新增				0.2	5.2	-0.8	10.8	3.5

资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

青海盐湖：依托优势资源及低位成本实现产能扩张。青海盐湖提锂长期位于成本曲线的最左端，提锂成本具有优势，但是采矿证续期和环保整改是企业生存关键，藏格锂业停产案例也侧面警示合规红线不可逾越。此外，需要攻克高镁锂比技术瓶颈，并推动“钾锂硼”综合开发以降本增效。我们预计 2025/2026/2027 年国内青海盐湖产量将达 16.0/20.9/22.7 万吨 LCE，增幅为 27.5%/30.5%/8.6%。

表21：青海盐湖产量预测

公司	矿山	产能 (万吨LCE)						产量 (万吨LCE)					
		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
盐湖股份	察尔汗	3.0	4.0	4.0	8.0	8.0	8.0	3.1	3.6	4.0	4.4	6.8	8.0
青海汇信	察尔汗	-	-	-	2.0	2.0	2.0	-	-	-	0.3	1.4	2.0
东台吉乃尔锂资源/西部矿业	东台吉乃尔	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	3.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
中信国安	西台吉乃尔	3.0	3.5	4.5	4.5	4.5	4.5	0.8	2.3	3.4	6.0	7.0	7.0
恒信融	西台吉乃尔	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
大华化工/亿纬锂能	大柴旦	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
锦泰锂业	巴伦马海	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
藏格矿业	察尔汗	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.0	1.2	1.2
五矿盐湖/赣锋	一里坪	1.0	1.4	1.4	1.9	1.9	1.9	1.0	1.0	1.4	1.7	1.9	1.9
青海盐湖合计		13.8	15.7	16.7	23.2	23.2	24.2	8.7	10.5	12.6	16.0	20.9	22.7
yoy			13.7%	6.4%	38.8%	0.0%	4.3%		21.1%	19.3%	27.5%	30.5%	8.6%
合计新增			1.9	1.0	6.5	-	1.0		1.8	2.0	3.5	4.9	1.8

资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

底部信号明显，行业拐点来临，静待行业进一步出清。矿山的减停产动作是行业见底的重要信号，随着澳矿陆续减停产，需求端国内新能源车、储能有望继续保持快速增长，在不考虑江西青海矿证不合规问题可能导致其他矿山继续减停产情形下，我们预计 2025-2027 年锂供给分别为 170.8/212.0/238.4 万吨 LCE，过剩量分别为 15.8/23.6/16.0 万吨 LCE。

考虑江西和青海矿证影响，行业供需平衡将偏紧。国内锂供给主要来自江西云母提锂和青海盐湖提锂，不考虑矿证导致的其他矿山继续减停产风险，我们预计 2025-2027 年江西锂供给 13.9/22.5/24.7 万吨，青海锂供给 16.0/20.9/22.7 万吨，江西青海若因矿证不合规问题或变更矿种的整改过程中发生其他矿山继续减停产事件，供给端将面临大幅下修可能，直接导致供需过剩程度缩窄，行业平衡偏紧，刺激远期均衡价格中枢位上移及行业反转信号来临。

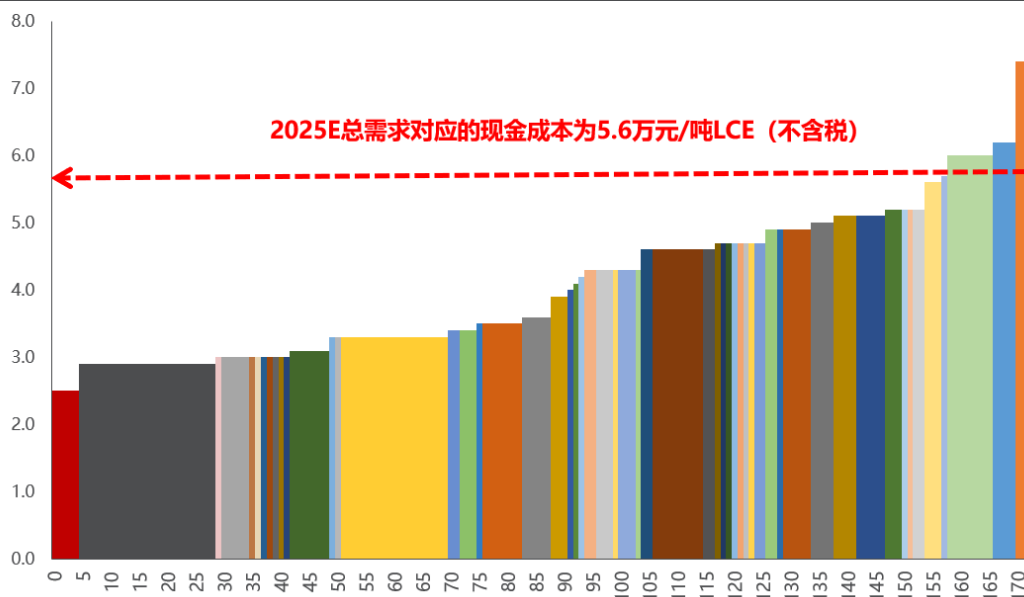
表22：全球锂供需预测（不考虑江西和青海矿证后续影响）

指标	单位	2024	2025E	2026E	2027E
全球总供给	万吨 LCE	139.1	170.8	212.0	238.4
yoy	%	28.4%	22.8%	24.1%	12.5%
全球总需求	万吨 LCE	126.5	155.1	188.4	222.4
yoy	%	24.1%	22.6%	21.5%	18.1%
供需平衡	万吨 LCE	12.6	15.8	23.6	16.0

资料来源：中汽协，各公司公告，储能与电力市场，民生证券研究院预测

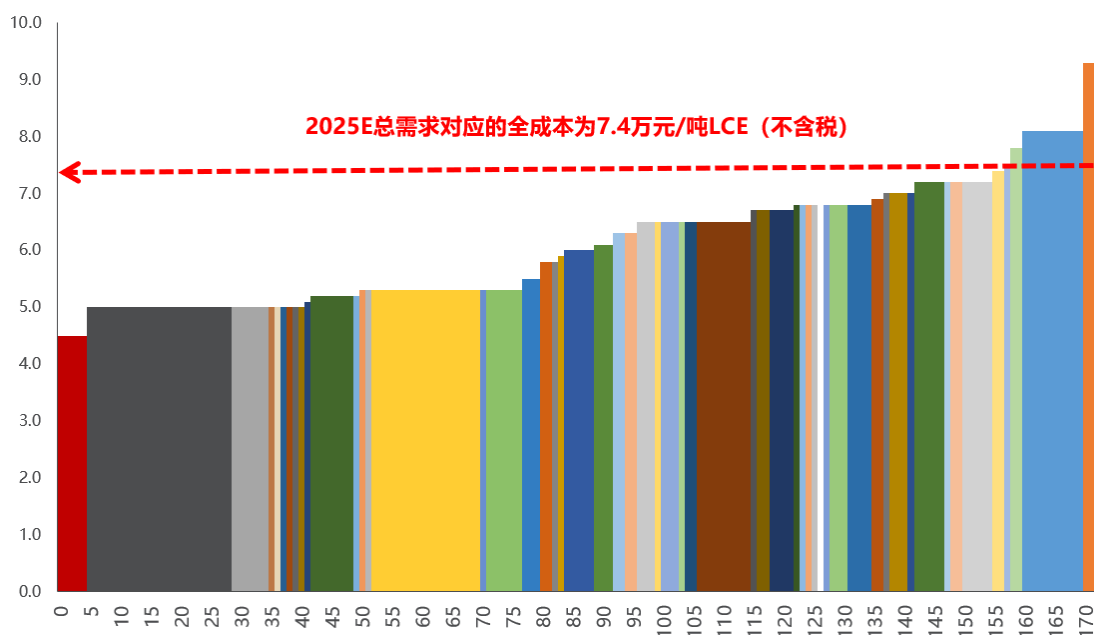
锂价位于底部区间，向上弹性显现。2024H2 锂价跌至 7-8 万元左右时，澳矿陆续出现减停产动作，锂价很难继续下跌，显示出行业的成本支撑位。根据我们绘制的 2025 年全球锂行业成本曲线，2025 年锂行业总需求对应的现金成本为 5.6 万元/吨 LCE，完全成本为 7.4 万元/吨。2026 年锂行业总需求对应的现金成本分别为 5.2 万元/吨 LCE，我们认为目前锂价已处于底部区间，锂价向上弹性出现。

图87：2025 年全球锂行业现金成本曲线（一体化，万元/吨 LCE，横轴为 2025 年累计锂供给）



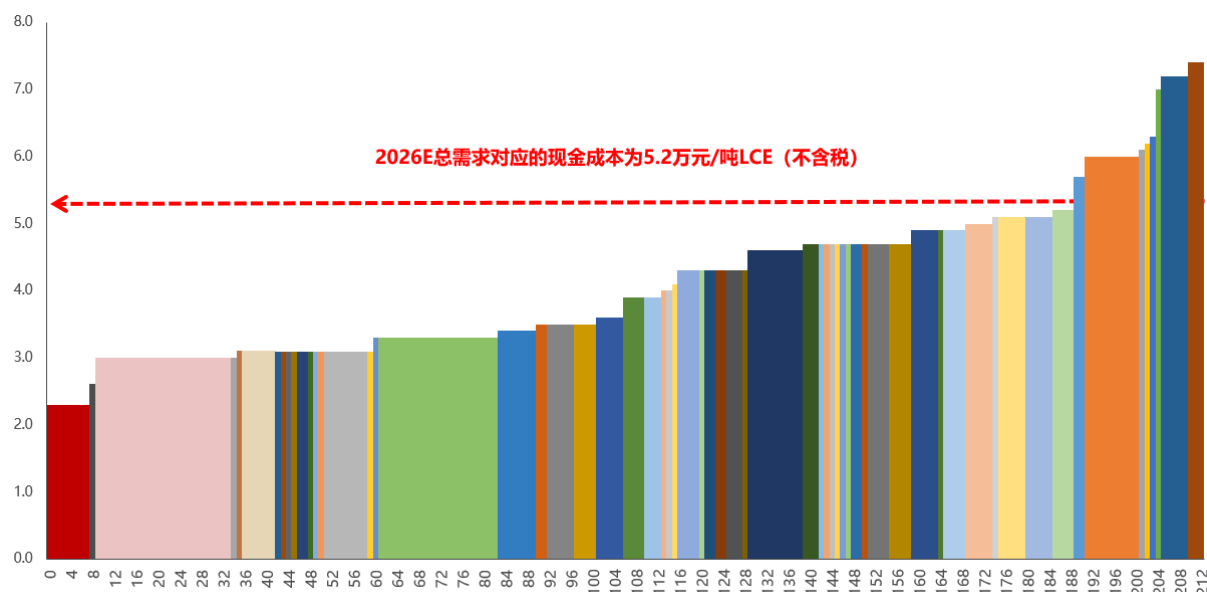
资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

图88：2025 年全球锂行业全成本曲线（一体化，万元/吨 LCE，横轴为 2025 年累计锂供给）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

图89：2026 年全球锂行业现金成本曲线（一体化，万元/吨 LCE，横轴为 2026 年累计锂供给）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

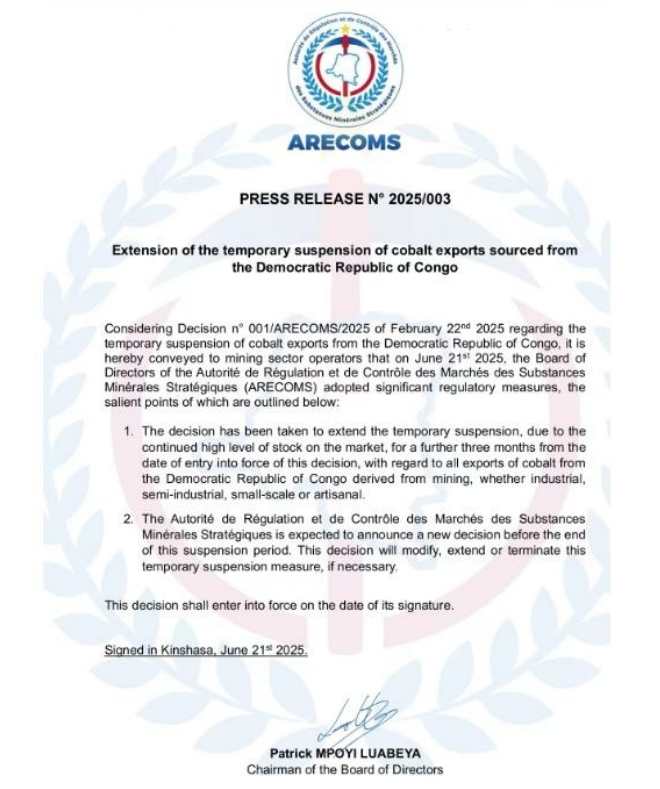
刚果金延长钴出口禁令三个月，挺价态度坚决。2025 年 2 月 22 日，刚果金战略矿物市场监管和控制管理局 (ARECOMS) 发布公告称采取临时暂停出口措施，以应对全球钴市场供应过剩的局面。**公告主要包括：**1) 决定立即生效，暂停钴出口四个月，禁止从刚果金出口任何钴矿产品，无论是工业的、半工业化的、小规模或小型矿山、或手工的；2) 在三个月内对此项措施进行评估，之后可做出新的决定，在适当情况下，修改或终止该临时措施；6 月 21 日，刚果金政府认为市场库存仍然较高，继续延长出口禁令 3 个月。**从刚果金政府的诉求看，**钴价持续下跌影响了钴矿对国家税收等经济贡献，计划通过限制原料供应掌握定价权，政府挺价态度强烈，我们预计未来刚果金的政策大概率演绎成配额制，钴价中枢有望明显上移。

图90：2月22日刚果金发布暂停钴出口公告



资料来源：刚果金政府，民生证券研究院

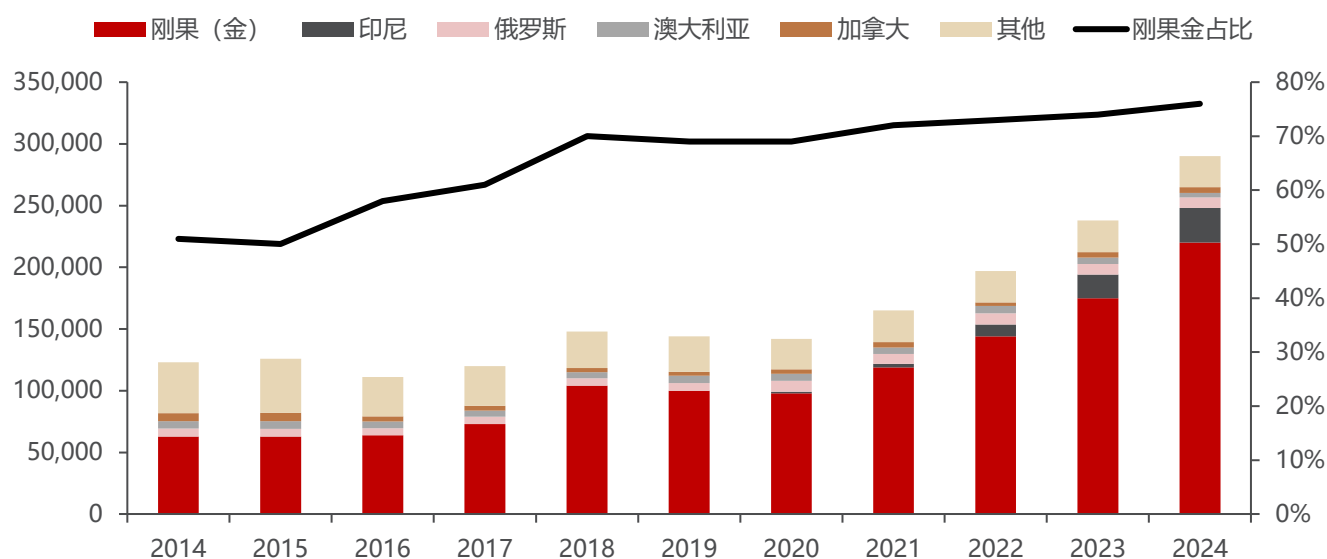
图91：6月21日刚果金延长钴出口禁令三个月



资料来源：刚果金政府，民生证券研究院

刚果（金）铜钴矿+印尼红土镍矿构成主要增量，刚果（金）钴矿产量全球占比76%左右，印尼钴矿占比约10%，刚果（金）暂停7个月钴原料出口或导致全球钴供应减量约13万吨。全球钴矿供应高度集中，根据USGS数据，2024年全球钴矿产量29.0万吨，同比增加21.8%，其中刚果（金）产量22.0万吨，同比增长25.7%，全球占比76%，同时印尼由于湿法镍项目逐步投产，钴原料供应快速增长，2024年产量2.8万吨，同比增加47.4%，全球占比约10%。考虑刚果（金）暂停7个月钴原料出口，或对全球25年钴供应造成约13万吨的减量影响，占全球钴供应约45%。

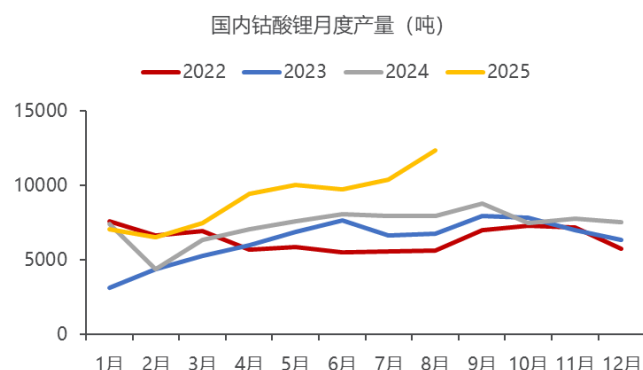
图92：全球钴矿产量结构（吨）



资料来源：ifind，民生证券研究院

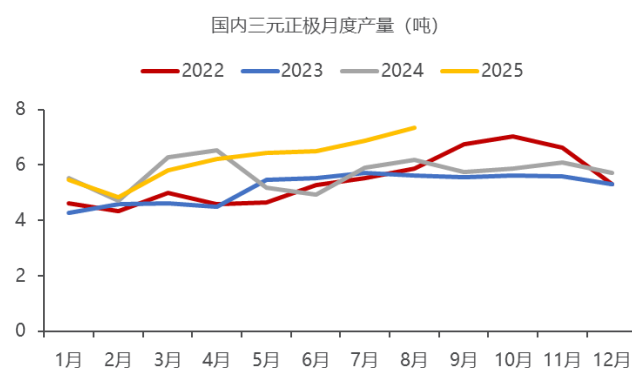
消费电子表现亮眼+三元装机份额企稳，钴需求稳步增长。2024 年开始，由于 AI 人工智能技术在手机以及平板电脑方面的切入促进了消费者的换机意愿，消费电子市场表现亮眼，2025M1-M8 国内钴酸锂正极产量 7.3 万吨，同比增加 28.5%，显示出下游需求旺盛；新能源车需求方面，2024 年国内三元电池装机占比整体下滑，但三元电池具有能量密度优势，装机占比份额下降空间有限，2025 年三元装机份额已出现企稳迹象，2025M1-M8 国内三元正极产量 49.4 万吨，同比增加 9.3%，新能源车有望贡献稳定钴需求。

图93：国内钴酸锂正极月度产量



资料来源：SMM，民生证券研究院

图94：国内三元正极材料月度产量



资料来源：SMM，民生证券研究院

刚果金出口限制将导致矿端紧缺，看好钴价中枢上移。刚果金目前禁止钴出口

主要为了提振钴价，长期来看刚果金政策大概率演绎成配额制，刚果金收缩钴供应大势所趋。在不考虑刚果金暂停钴出口及未来可能的配额制政策下，2025-2026年我们预计全球钴行业过剩量分别为 6.3/4.9 万吨。25 年来看，刚果金禁止钴出口 7 个月，减少钴供应约 13 万吨，长期来看，刚果金挺价态度坚决，我们预计未来配额制下钴供应将大幅下降，行业格局将由过剩逆转为紧平衡甚至短缺，看好钴价中枢上移。

表23：钴供需平衡表（未考虑刚果金暂停出口及未来可能的配额制政策）

	2022	2023	2024	2025E	2026E
钴供给 (万吨)	20.7	24.4	30.2	31.7	32.9
YOY	25%	18%	24%	5%	4%
刚果（金）铜矿伴生钴	14.4	17.4	21.0	21.4	22.0
印尼湿法镍项目伴生钴	0.8	1.6	3.8	4.9	5.5
其他国家伴生钴	4.5	3.9	3.9	3.9	3.9
回收	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5
钴需求 (万吨)	18.7	21.3	24.9	25.5	28.0
YOY	7%	14%	17%	2%	10%
电动汽车	7.4	9.2	10.1	11.6	13.7
消费电子	5.5	5.8	6.5	6.8	7.0
超级合金	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0
硬质合金	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
催化剂	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
陶瓷颜料	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
储能	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
其他（包括收储）	1.6	2.0	3.8	2.5	2.5
供需平衡 (万吨)	2.0	3.1	5.3	6.3	4.9

资料来源：SMM，国际钴协会，民生证券研究院测算

5 投资建议：铜铝+黄金依然是最佳组合

工业金属：对铜而言，金融属性向好，供给端矿端紧张依旧，冶炼厂减产在即，需求端供应链重构拉动海外需求，国内政策发力需求韧性强，价格中枢继续上移。

金融属性：供给端，成熟矿山减产持续，新建矿山进度减缓。长期来看，铜矿企业长期资本开支不足，叠加矿石品位下滑带来的资源禀赋的削弱，头部矿企只是维持当前的产量就需要大量的资本投入，尽管价格处在高位，但供应难以放量，长单冶炼加工费谈判在即，矿端紧张即将向冶炼端传导。**需求端，**全球供应链重构+海外基建拉动铜需求。2025H2 国内政策力度逐步加强，新兴领域需求依然保持快速增长，同时得益于欧洲电网改造、以及海外新兴国家（印度、土耳其、墨西哥等）的需求增长，铜价中枢或将持续上移。**对铝而言：国内产能到达天花板，长期价值可期。**供给端，国内产能达到天花板，有效产能增量有限，未来电解铝产量维持低增长，印尼电解铝产能投产进程缓慢；需求端，新能源汽车及光伏成为新的增长引擎，随着基数扩大，对铝消费拉动越发重要。随着需求占比下滑，地产领域对铝消费的拖累无须过度担忧。原料端，动力煤、预焙阳极价格弱势运行，25 年年初以来氧化铝价格大幅下跌，让利电解铝环节，电解铝企业随着铝价上涨的业绩弹性仍然较高，投资价值明显。**投资建议：建议重点关注洛阳钼业、紫金矿业、金诚信、西部矿业、中国有色矿业、五矿资源、中国铝业、中国宏桥、神火股份、云铝股份、天山铝业、中孚实业。**

贵金属：降息临近，金价破浪高。美国4-6月CPI整体下行略有反复，7月非农不及预期且历史数据下修催化降息预期，PCE数据温和，8月非农再次不及预期，9月降息大概率再度重启。另外，全球央行在公共卫生事件后大幅扩表，叠加美国7月“大而美”法案过会，债务上限再度抬升，美元美债信用将持续弱化。在当前地缘风险抬升、货币信用下行背景下各国央行购金热度不减，已连续三年购金超千吨，我国央行于2025年7月再度增持，连续9个月购金，全球央行资产黄金配置意愿上升，金价中枢有望持续上移。我们认为当前黄金牛市的核心基石并未发生变化：逆全球化的宏观政治格局，美元美债的信用弱化以及降息周期的持续催化。5-8月金价横盘期市场风险偏好大幅上行，黄金板块估值普遍承压。伴随金价正式步入右侧区间，黄金板块估值及利润中枢迎来大幅上移，黄金股迎来右侧进攻机会。**建议重点关注西部黄金、山东黄金、中国黄金国际、中金黄金、赤峰黄金、招金矿业、万国黄金集团、兴业银锡和盛达资源等贵金属板块标的，同时也关注港股“小而美”标的。**

能源金属：锂行业静待进一步出清，看好钴价中枢上移。（1）锂：国内新能源需求增速放缓，储能增速维持高位，全球供需过剩格局未变。目前行业成本压力普遍较大，南美盐湖项目延后，且江西和青海矿证问题可能进一步发酵，带来供应减量风险。锂价确定底部区间，关注具有成本优势+其他主业支撑+产量弹性的标的；（2）钴：全球第一大钴矿供应国刚果金延长钴出口禁令，未来大概率演绎成

配额制，供给端收缩大势所趋，国内原料进口连续下降，矿端短缺加剧，看好钴价中枢上移；（3）镍：高冰镍-纯镍工艺打通，二元结构性矛盾破局，纯镍产量释放明显，镍价成本支撑显现，关注印尼镍矿政策对行业影响。**投资建议：锂板块：建议重点关注藏格矿业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份、雅化集团；镍钴板块，建议重点关注华友钴业。**

6 风险提示

1) 金属价格大幅下跌。金属价格影响公司盈利情况，若产品价格大幅下跌，公司盈利将受到负面影响。

2) 终端需求不及预期。需求若低于预期，则一方面影响终端产品需求，从而影响产业链产品销量下降；另一方面，产品价格受供需影响，需求较弱时，产品价格或有所下降，进一步对公司盈利造成负面影响。

3) 海外经济衰退。海外经济衰退下需求大幅下降，金属价格大幅下跌，相关公司利润将出现大幅下降。

插图目录

图 1: SW 有色板块 2025 年至今 (2025 年 9 月 5 日) 整体涨幅为 67.57% (单位: %)	3
图 2: 2025 年 Q2, SW 有色上涨 10.61% (单位: %)	3
图 3: 2025 年 H1, SW 有色上涨 27.65% (单位: %)	3
图 4: 2025 年至今 (2025 年 9 月 6 日) 有色金属板块表现突出 (SW 申万有色: 右轴, 单位: 点)	4
图 5: 2025 年 H1, 磁性材料板块涨幅最大为 56.85% (单位: %)	5
图 6: 2025 年 Q2, 其他小金属板块涨幅居前 (单位: %)	5
图 7: 2025 年初至 9 月 06 日涨幅前十的公司	6
图 8: 2025 年初至 9 月 06 日跌幅前五的公司	6
图 9: 2011-2025H1 有色金属板块销售毛利率及净利率	7
图 10: 2019Q1-2025Q2 有色金属销售毛利率及净利率	7
图 11: 2011-2025H1 有色金属板块长期借款与短期借款	7
图 12: 2011-2025H1 有色金属板块资产负债率	7
图 13: 2025H1 工业金属板块营收及增速	11
图 14: 2025Q2 工业金属板块营收及增速	11
图 15: 2025H1 工业金属细分行业归母净利及增速	11
图 16: 2025Q2 工业金属细分行业归母净利及增速	11
图 17: 2025H1 工业金属细分行业扣非归母净利及增速	12
图 18: 2025Q2 工业金属细分行业扣非归母净利及增速	12
图 19: 2025H1 工业金属板块各公司归母净利润	12
图 20: 2025Q2 工业金属板块各公司归母净利润	12
图 21: 2025H1 COMEX 黄金最高涨至 2424.60 美元/盎司	13
图 22: 2025H1 黄金板块营收及增速情况	14
图 23: 2025Q2 黄金板块营收及增速	14
图 24: 2025H1 黄金板块各公司盈利情况 (亿元, %)	14
图 25: 2025Q2 黄金板块各公司盈利情况 (亿元, %)	14
图 26: SW 能源金属板块营收及增速	16
图 27: SW 能源金属板块归母净利及增速	16
图 28: 锂板块营业收入	17
图 29: 锂板块归母净利	17
图 30: 25H1 锂板块主要公司归母净利润	17
图 31: 25Q2 锂板块主要公司归母净利润	17
图 32: 钴板块营业收入	18
图 33: 钴板块归母净利	18
图 34: 2025H1 钴板块主要公司归母净利润	18
图 35: 2025Q2 钴板块主要公司归母净利润	18
图 36: 镍板块营业收入 (单位: 亿元)	19
图 37: 镍板块归母净利 (单位: 亿元)	19
图 38: 我国主要镍产品对电解镍升贴水 (单位: 元/吨)	19
图 39: 2025 Q1 镍板块主要公司归母净利润情况 (单位: 亿元)	20
图 40: 2025H1 国内稀土价格延续回落趋势	20
图 41: 2018-2025H1 稀土板块营业收入 (亿元)	21
图 42: 2018-2025H1 稀土板块归母净利润 (亿元)	21
图 43: 2025H1 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元)	21
图 44: 2025Q2 稀土板块主要公司归母净利润 (亿元)	21
图 45: 有色基金持仓市值比例环比提升 0.04pct 至 4.21%	22
图 46: 2025Q2 有色行业公募持仓比例为 4.21%, 环比 2025Q1 提升 0.04pct	22
图 47: 2025Q2 公募基金大量配置紫金矿业, 占比为 45.5%	23
图 48: 美国通胀保持稳定	25
图 49: 美国失业率底部抬升	25
图 50: 2025 年 8 月 30 日, 三大期货交易所显性库存+上海保税区库存合计为 58.31 万吨 (单位: 万吨)	26
图 51: 2025H1, 智利矿产铜产量同比上涨 2.16% (单位: 万吨)	26
图 52: 2025H1, 秘鲁矿产铜产量同比增长 3.4% (单位: 万吨)	26
图 53: 2025 年 1-5 月, 中国矿产铜产量同比增长 4.13% (单位: 万吨)	27
图 54: 2025H1, 全球矿产铜产量同比增长 3.3% (单位: 万吨)	27

图 55:	2025 年 1-7 月, 国内废铜产量同比增长 1.2% (单位: 万吨)	27
图 56:	2025H1, 进口废铜同比增长 3.7% (单位: 万吨)	27
图 57:	2025 年再生铜制杆周度开工率下降至 16.83%	28
图 58:	现货冶炼加工费维持低位	28
图 59:	长单和现货冶炼盈利均出现明显下跌	28
图 60:	2025 年 1-7 月铜表观消费同比增长 7.3%	29
图 61:	2025 年 1-7 月铜实际消费 (考虑库存变化) 同比增长 12.1%	29
图 62:	铝加工企业平均开工率(%)	32
图 63:	国内电解铝社会库存(单位: 万吨)	32
图 64:	国内铝锭+铝棒库存 (万吨)	32
图 65:	国内电解铝月度消费量 (万吨)	32
图 66:	氧化铝利润走势 (元/吨)	33
图 67:	电解铝价格及利润走势	34
图 68:	美国整体 CPI 情况 (单位: %)	34
图 69:	美国分项 CPI (单位: %)	35
图 70:	美联储降息概率表 (截至 2025 年 9 月 5 日)	35
图 71:	历史降息周期金价表现 (单位: %)	36
图 72:	美国联邦政府财政支出 (单位: 亿美元)	37
图 73:	美国政府部门杠杆率 (单位: %)	37
图 74:	美国利息支出占财政支出比例(单位:%)	37
图 75:	美国债务上限持续走高	38
图 76:	美国外债总额占 GDP 比重	38
图 77:	美债实际收益率和金价 (左: %, 右: 美元/盎司)	39
图 78:	美元指数与金价 (右: 美元/盎司)	39
图 79:	全球央行黄金交易需求	39
图 80:	中国央行黄金储备	40
图 81:	黄金与美元占全球官方储备比重	41
图 82:	黄金与外汇占我国官方储备比重 (左轴单位: 亿美元)	41
图 83:	2025H1 国内锂盐价格继续下跌, 6 月末反弹	42
图 84:	2025H1 锂精矿价格继续下跌, 6 月末反弹	42
图 85:	全球锂供给预测 (万吨 LCE)	43
图 86:	全球锂供给增量预测 (万吨 LCE)	43
图 87:	2025 年全球锂行业现金成本曲线 (一体化, 万元/吨 LCE, 横轴为 2025 年累计锂供给)	45
图 88:	2025 年全球锂行业全成本曲线 (一体化, 万元/吨 LCE, 横轴为 2025 年累计锂供给)	45
图 89:	2026 年全球锂行业现金成本曲线 (一体化, 万元/吨 LCE, 横轴为 2026 年累计锂供给)	46
图 90:	2 月 22 日刚果金发布暂停钴出口公告	47
图 91:	6 月 21 日刚果金延长钴出口禁令三个月	47
图 92:	全球钴矿产量结构 (吨)	48
图 93:	国内钴酸锂正极月度产量	48
图 94:	国内三元正极材料月度产量	48

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 有色金属板块表现强于指数 (单位: %)	4
表 2: 2025 年至今 (2025 年 9 月 6 日) 子板块涨跌幅	4
表 3: 有色金属板块 2024Q2 财务数据同比、环比均呈上升态势	6
表 4: 2025Q2 有色金属子板块中所有板块营业收入同环比均上升, 其中贵金属板块表现最为亮眼 (单位: 亿元)	8
表 5: 2025Q2 有色金属子板块归母净利润中除能源板块外, 其余子板块同环比均上升明显 (单位: 亿元)	9
表 6: 2025Q2 基本金属价格同比除锡外均下跌 (单位: 元/吨)	10
表 7: 各主要小金属品种价格涨跌幅	15
表 8: 锂金属及锂盐价格涨跌幅	16
表 9: 钴价涨跌幅	17

表 10:	镍主要产品涨跌幅	19
表 11:	有色板块 2025Q2 基金持股市值前 10 大公司	23
表 12:	2025Q2 基金增仓市值 top10	24
表 13:	2025Q2 基金减仓市值 top10	24
表 14:	国内电解铝产能变动 (万吨)	29
表 15:	印尼电解铝项目及产能规划 (单位: 万吨)	30
表 16:	印尼电解铝产能预测 (单位: 万吨)	31
表 17:	不同新兴领域&地产消费电解铝增速情形下, 铝消费影响测算 (单位: 万吨)	32
表 18:	不同新兴领域&地产竣工增速情形下, 铝供需平衡测算 (单位: 万吨)	33
表 19:	历史降息周期金价涨跌幅	36
表 20:	国内云母矿产量预测	43
表 21:	青海盐湖产量预测	44
表 22:	全球锂供需预测 (不考虑江西和青海矿证后续影响)	44
表 23:	钴供需平衡表 (未考虑刚果金暂停出口及未来可能的配额制政策)	49

分析师承诺

本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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048