



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

有色金属2026年度策略

分析师：许勇其

职业证书编号：S0010522080002

2025年12月16日



核心观点

- **贵金属：**全球地缘政治冲突不断推动避险情绪升级，人民银行持续购入黄金，美联储仍在降息通道，金价具备支撑。建议关注紫金矿业、山东黄金。
- **铜：**原料端紧缺，铜价易涨难跌，建议关注紫金矿业、铜陵有色。
- **铝：**电解铝供给限制，新能源需求贡献增量，供弱需强持续演绎；利润端，2025年氧化铝产能陆续释放，氧化铝价格持续下行，利润有望修复。建议关注神火股份、云铝股份、天山铝业。
- **能源金属：**海外供给端减产信息频现，整个行业减产或停产的信号还会继续出现。从碳酸锂行业的整体发展节奏看，产能深度整合已经开始，锂价触底回升。建议关注赣锋锂业、天齐锂业、华友钴业。
- **钨：**中国收紧钨供应，市场延续缩量上行。相关公司中钨高新、厦门钨业。
- **风险提示：**宏观经济变动；下游需求不及预期；海外经营风险；矿山安全及环保风险等。



观点：

- 黄金：全球局势不确定性加剧，金价表现强劲
- 铜：供需矛盾持续演绎
- 电解铝：宏观和供需共振，成本优化利润走扩
- 能源金属：下游需求高增，26年或进入紧平衡
- 钨：中国收紧，全球军工、新能源、尖端科技抢货



黄金：全球局势不确定性加剧，金价表现强劲



复盘：2024年以来黄金价格屡创新高

- 24Q3：9月美联储降息落地，50个基点抢跑市场预期，黄金价格走高，美国大选不确定性加剧。
- 24Q4：美联储偏鹰、特朗普胜选，美元&美股&美债收益率走高压制黄金价格，中东、俄乌、半岛冲突不断，市场多空博弈。
- 25Q1：美国通胀压力上升，关税政策预期，黄金抗通胀+避险属性提升，金价上涨。
- 25Q2：特朗普宣布对等关税政策远超预期，国际环境推动投资者奔向避险黄金，黄金价格再度飙升历史高位；美国经济数据放缓；特朗普威胁解雇鲍威尔引发政策政治化担忧，市场避险情绪高涨。
- 25Q3：地缘政治不确定性、美元走弱及投资者的“错失恐惧”心理共同推动黄金投资需求激增。
- 后续：地缘政治、关税政策变动、市场风险偏好、降息……

金价持续上行



美债收益率波动（%）





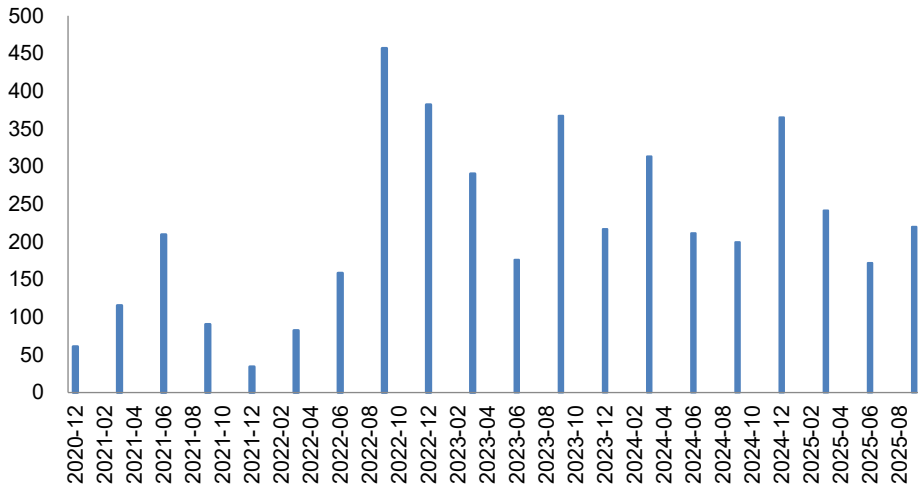
供需：全球央行增持黄金

- 黄金供给稳定。
- 央行买需扩大，25Q3央行购金需求219.85吨，较上年同期+10.2%。
- 中国人民银行24年11月时隔半年再次开启购金通道，连续增持黄金。

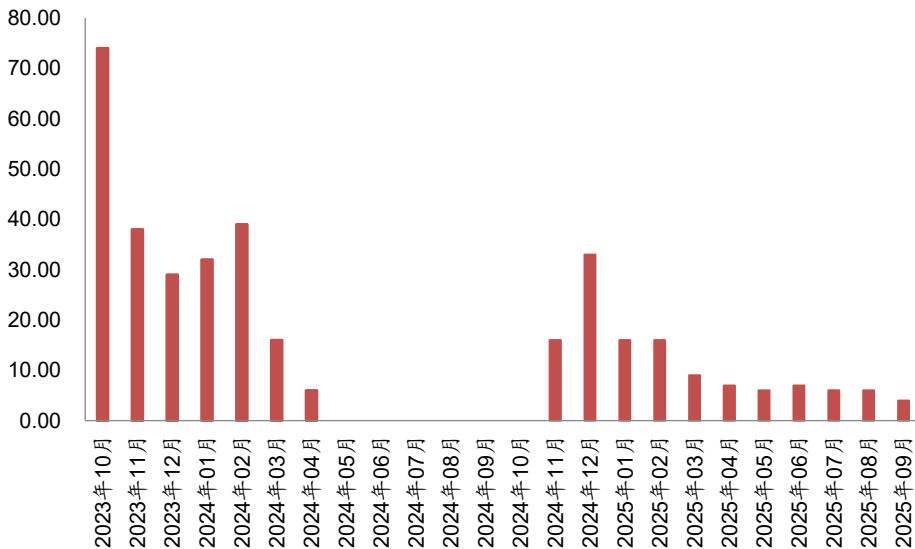
黄金供需结构

指标名称	黄金供应量:合计	黄金需求量:合计
单位	吨	吨
2024	4,957.26	4,623.05
2023	4,944.11	4,515.05
2022	4,774.89	4,728.53
2021	4,709.68	4,046.52
2020	4,739.18	3,701.07
2019	4,887.90	4,382.10
2018	4,778.47	4,462.63
2017	4,667.44	4,307.20
2016	4,786.02	4,369.54
2015	4,442.34	4,360.33

全球央行持续增购黄金（吨）



中国大陆央行黄金净购入量（万盎司）



资料来源：iFinD，华安证券研究所



个股推荐：山东黄金、紫金矿业、赤峰黄金、山金国际

► 我们建议关注具备一定体量并具备业绩弹性的标的：赤峰黄金、山东黄金、山金国际、紫金矿业。

公司	经营情况
山东黄金	2025年上半年，公司矿产金产量24.71吨；自产金销量23.60吨；归属于上市公司股东的净利润28.08亿元，同比+102.98%。公司所辖矿山企业分布于中国山东、福建、内蒙古、甘肃、新疆、吉林、黑龙江、青海、云南等地以及南美洲阿根廷、非洲加纳、纳米比亚等国家。形成了集黄金勘查、采矿、选矿、冶炼、黄金产品深加工和销售、矿山装备制造于一体的完整产业链条。
赤峰黄金	2025年上半年，公司矿产黄金产量6.75吨，2025年计划生产16.0吨。香港上市完成后，募集资金净额约31亿港元（含超额配售股份），公司迅速加快境内外矿山勘探、技改及新项目推进，提升产能潜力，保障生产能力，逐步释放上市融资效益。
山金国际	25年上半年公司实现营业收入92.46亿元，同增42.14%，归母利润15.96亿元，同增48.43%。25年1月，公司与控股子公司与芒市海华开发有限公司签订协议，已取得云南省潞西市大岗坝地区和勐稳地区35.6平方公里和20.38平方公里的金矿勘探探矿权。
紫金矿业	25年上半年公司归母净利润233亿元，同比增长54%，矿产金41吨，同比增长16%，冶炼加工及贸易金97.3吨，同比下降14.5%，新增金资源量 88.8 吨，金储量 34.5 吨。



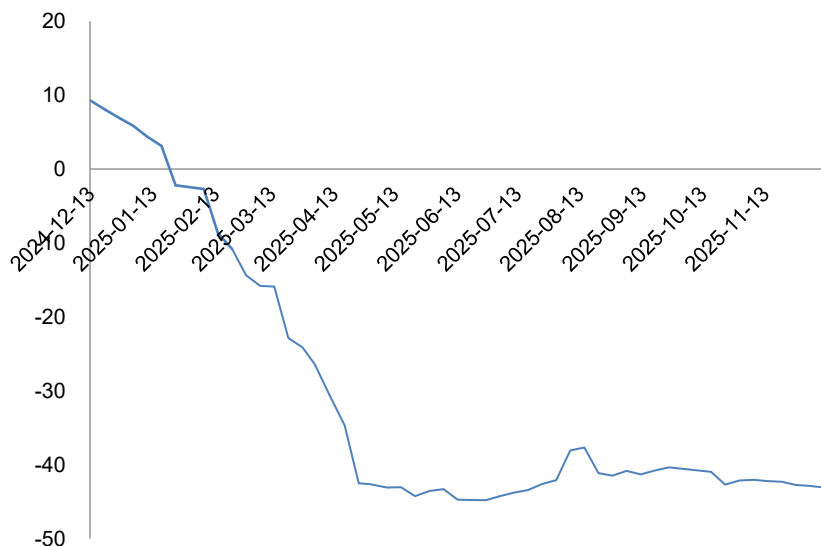
铜：供需矛盾持续演绎



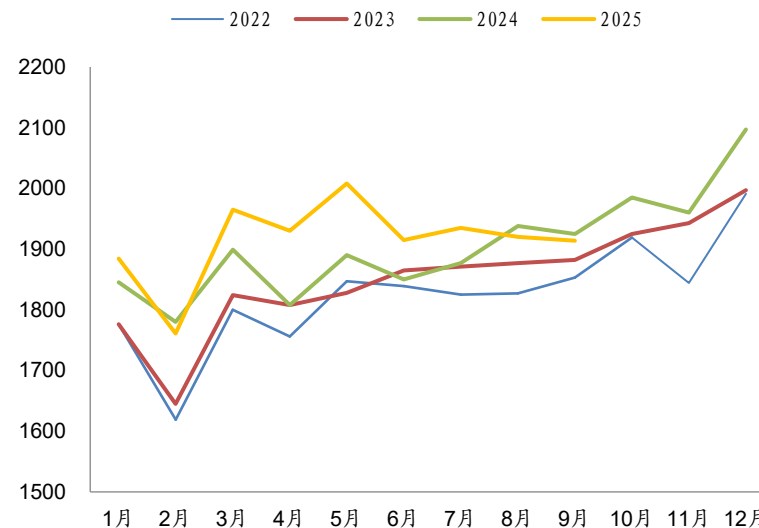
冶炼TC凸显矿端紧张，铜供需矛盾持续演绎。

- 铜矿供应紧张导致铜价上行并压缩冶炼端利润，铜矿TC自2024年以来持续下行，截至2025年12月12日达到-43.08美元/吨。矿山老龄化、海外政策波动、非洲电力供应等问题仍然影响铜矿供应，且自2024年以来供应紧张的局势仍然未见好转。

铜矿TC（美元/吨）



铜精矿产量（千吨）

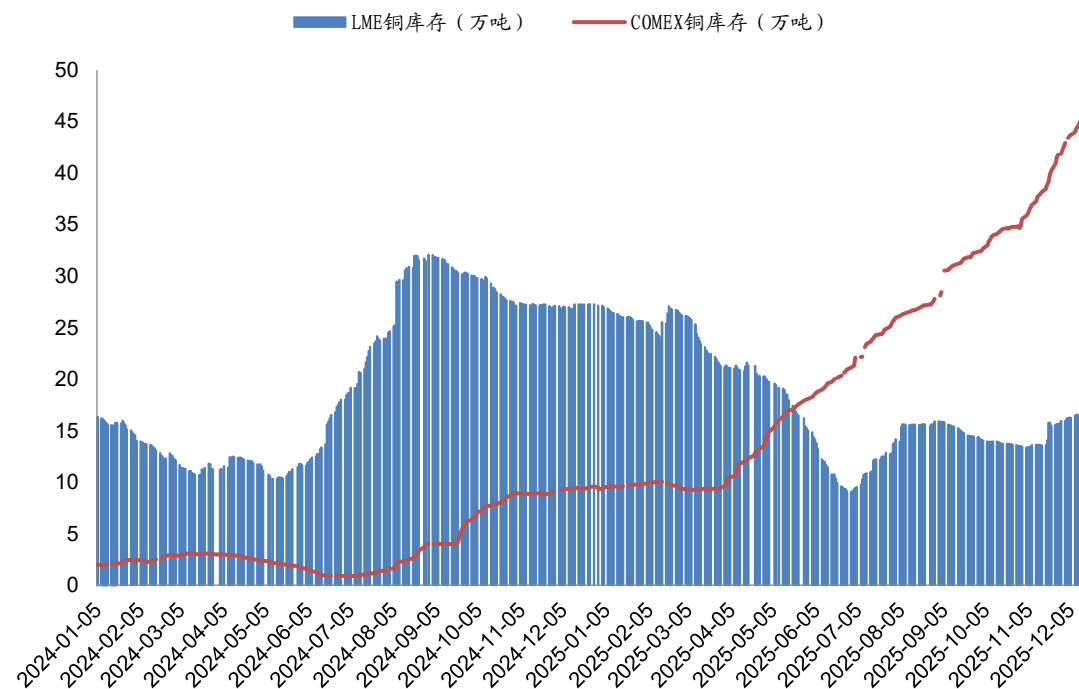




伦纽库存差扩大，海外供给短期错配

- 前期关税预期下纽铜库存上行，导致海外非美区域铜供给紧张，铜供给形成区域性错配。

海外铜库存情况





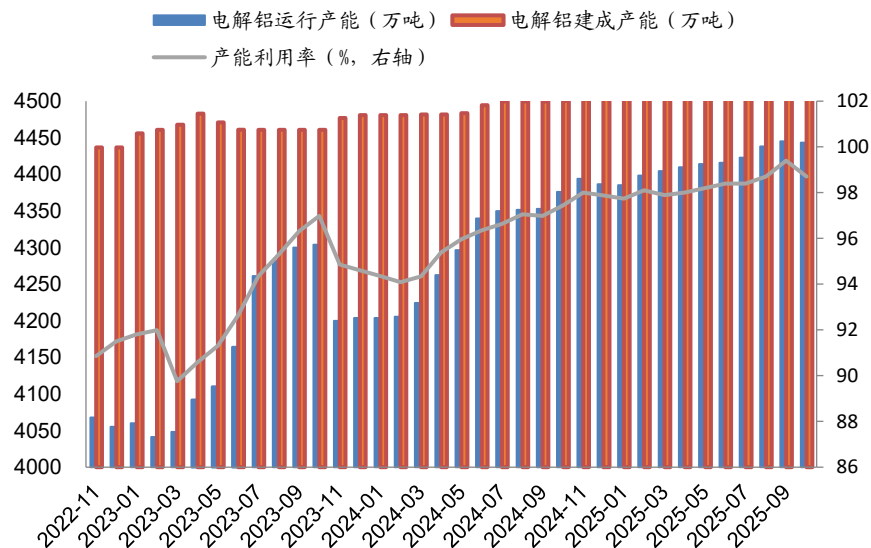
电解铝：宏观和供需共振，成本优化利润走扩



供给端硬性约束

- 国内电解铝产能接近天花板，产量增速受限电政策影响。自2017年供给侧改革以来，国内电解铝违规产能陆续关停、目前中长期产能上限控制在4550万吨，新建产能均需置换原有产能指标。
- 海外电力供应紧张，停产事件频出。力拓澳大利亚铝厂因电力问题停产，海外产能投产的不确定性扩大，供应紧张。

国内电解铝产能



国内电解铝现货价（元/吨）

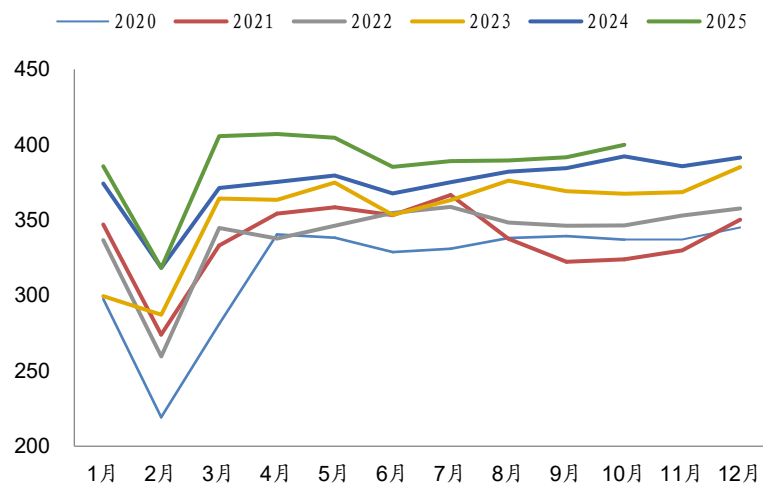




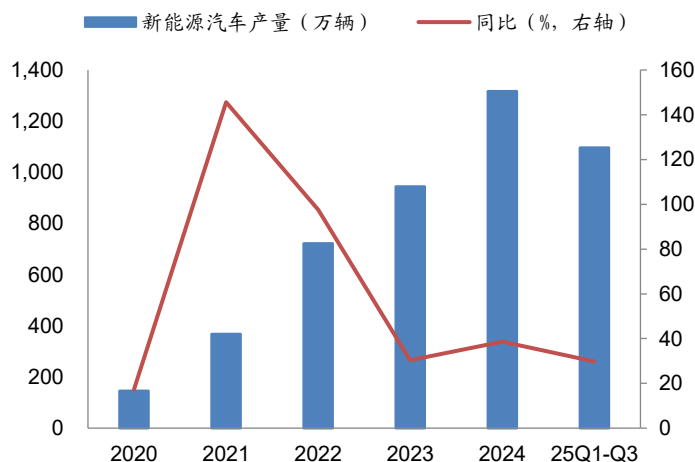
国内铝需求稳步增加

- 2025年1-10月国内电解铝需求量3876.97万吨，同比+5.72%。
- **汽车：**铝车身的新能源汽车可以通过减重增加续航能力，并降低电池成本，因此随着轻量化要求越来越高，对铝需求量也随之增大。
- **光伏：**政策支持下，光伏行业景气度大幅提升，国内光伏装机规模持续增长，2023年新增光伏装机量216GW，同比+147%。25年前三季度亦有49%的增长。

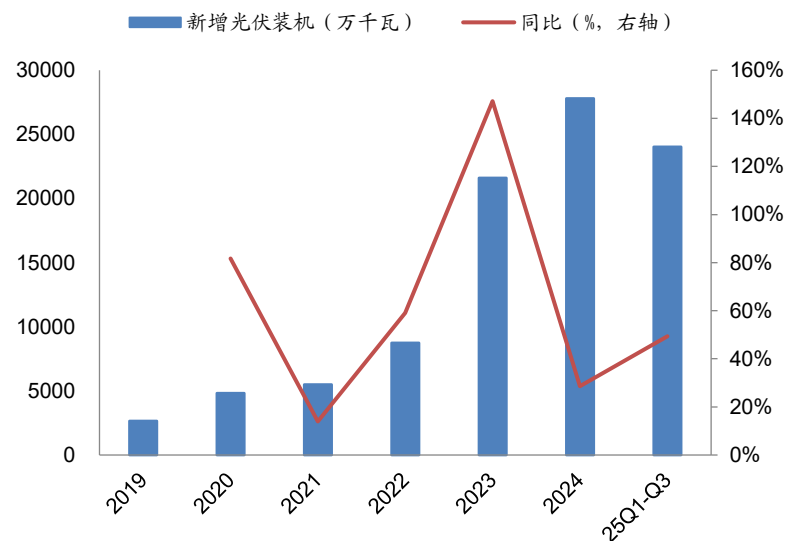
国内电解铝月度需求（万吨）



新能源汽车产量



新增光伏装机量



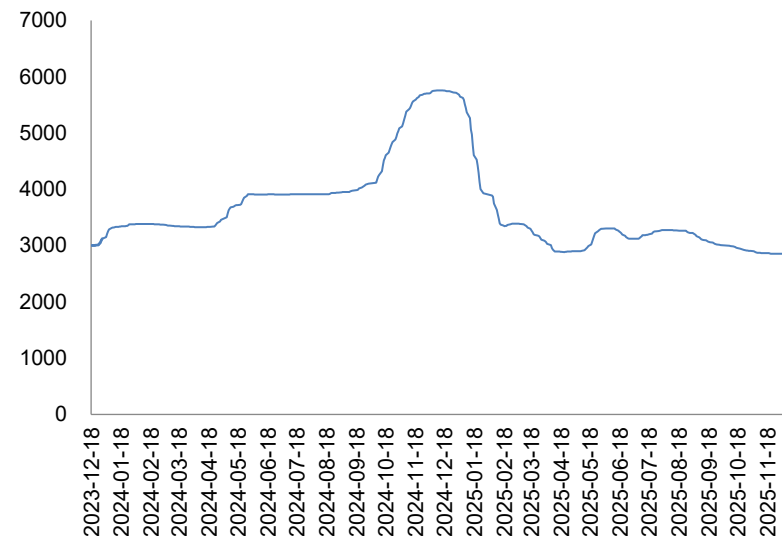
资料来源：安泰科，wind，华安证券研究所



成本端：氧化铝价格下行，利润走扩

- 国内电解铝产能限制氧化铝需求，叠加新产能释放，氧化铝供过于求。进口矿石存在放量预期，氧化铝产能维持供过于求的状态。
- 氧化铝价格回落，利好板块利润。上年同期高价氧化铝抑制行业利润，氧化铝价格回落利好利润释放。

氧化铝价格波动（元/吨）



资料来源：wind，华安证券研究所



相关公司

- 电解铝板块整体均有拔估值空间。氧化铝价跌利润修复看好神火股份、云铝股份；全行业成本低位、稀缺产能增量的天山铝业；低估值的神火股份、云铝股份。

估值对比

公司	股价	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				EPS				PE			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
中国铝业	10.54	1786.69	124.00	144.76	157.72	171.85	0.72	0.84	0.92	1.00	14.41	12.49	11.47	10.52
云铝股份	27.12	940.51	44.12	64.81	76.81	85.41	1.27	1.87	2.22	2.46	10.71	14.51	12.24	11.01
神火股份	25.68	577.54	43.07	51.41	60.26	66.72	1.91	2.29	2.68	2.97	6.40	11.23	9.59	8.66
天山铝业	13.53	629.40	44.55	47.74	59.39	67.58	0.96	1.03	1.28	1.45	12.68	13.18	10.61	9.32
南山铝业	4.63	537.71	48.30	50.41	53.66	57.68	0.42	0.43	0.46	0.50	9.91	10.69	10.03	9.33

资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所；
股价截至2025/12/15收盘，数据为一致预期均值



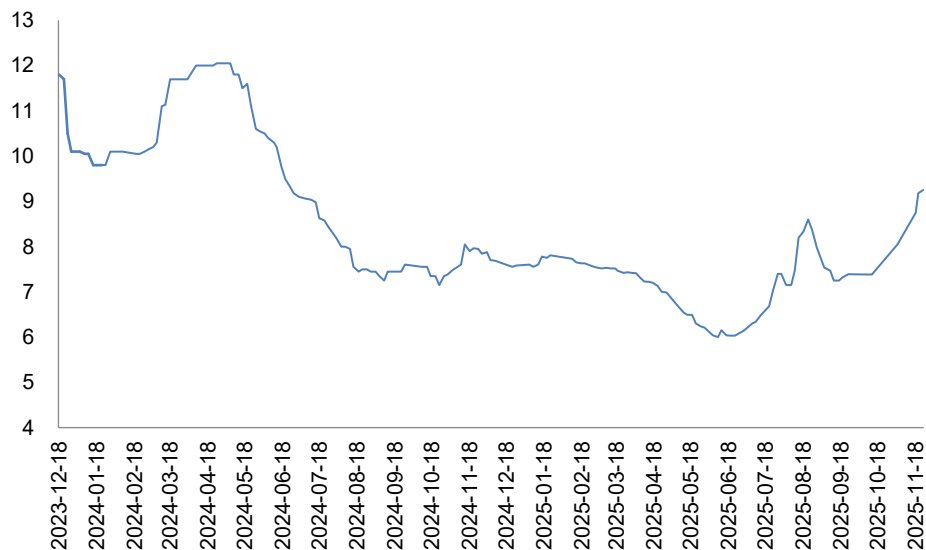
锂：下游需求高增，26年或进入紧平衡



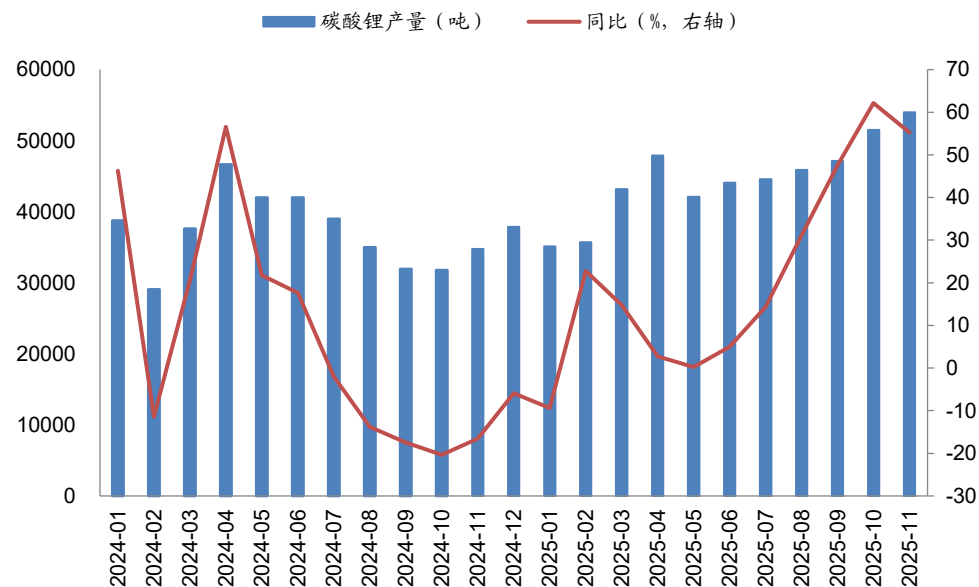
锂价触底回升

- 碳酸锂价格上行，需求预期较强。市场普遍对于明年碳酸锂需求较为乐观，供应逐步增量，碳酸锂供需双旺，价格上行趋势下行业利润逐步缓解。

国内电池级碳酸锂均价（万元/吨）



国内碳酸锂产量及增速





相关公司

公司	股价	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS				PE			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
天齐锂业	50.41	814.44	(79.05)	8.64	17.82	22.94	-4.82	0.53	1.08	1.40	12.55	95.91	46.53	36.12
赣锋锂业	60.20	1191.06	(20.74)	3.28	15.82	30.19	-1.03	0.16	0.78	1.48	17.45	376.25	77.68	40.64
中矿资源	62.86	453.53	7.57	5.33	12.75	22.20	1.05	0.74	1.77	3.08	12.31	85.00	35.58	20.43
永兴材料	45.10	243.13	10.43	8.69	11.89	15.63	1.94	1.61	2.20	2.90	8.26	28.01	20.47	15.55
科达制造	12.67	242.99	10.06	15.27	18.02	20.75	0.52	0.80	0.94	1.08	9.83	15.89	13.46	11.72
盛新锂能	29.54	270.38	(6.22)	(4.28)	3.16	6.05	-0.68	-0.47	0.34	0.66	29.86	-63.04	85.80	44.64
雅化集团	21.35	246.07	2.57	5.72	8.88	12.00	0.22	0.50	0.77	1.04	375.16	43.07	27.73	20.53
盐湖股份	24.93	1319.19	46.63	61.67	69.74	74.50	0.86	1.17	1.32	1.41	10.95	21.39	18.92	17.72
藏格矿业	72.72	1141.87	25.80	35.83	51.10	64.31	1.63	2.28	3.25	4.09	11.71	31.88	22.35	17.76
西藏矿业	24.74	128.85	1.12	0.12	2.47	3.80	0.21	0.02	0.48	0.73	90.99	1237.00	51.54	33.89



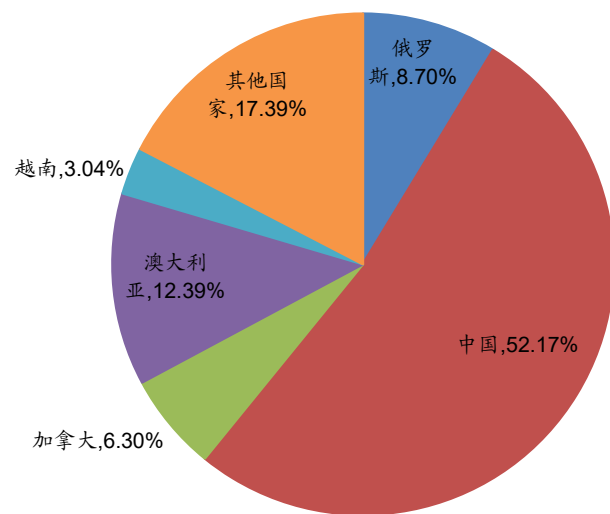
钨：中国收紧，全球军工、新能源、尖端科技抢货



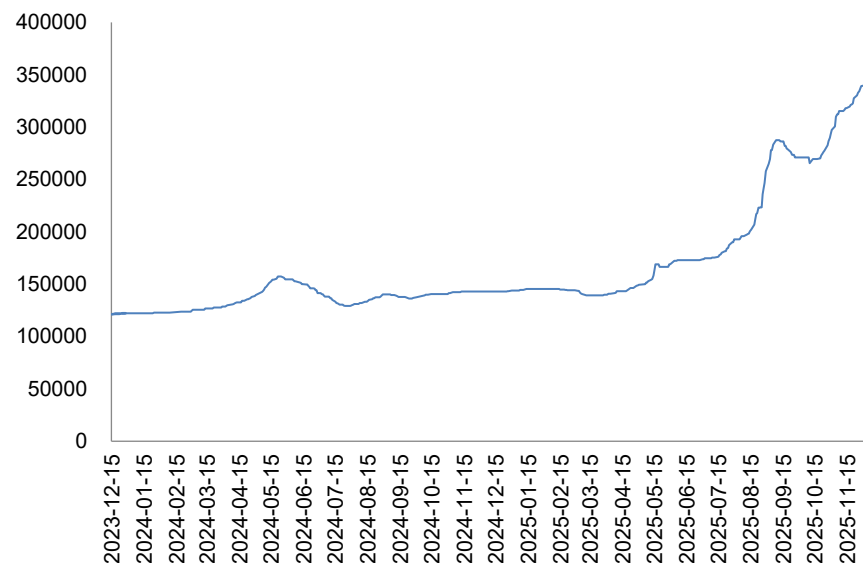
供给：中国收紧供给，全球被卡脖子

- 监管强化+品位下降，对产能释放产生影响，供给偏紧是常态。
- 监管：中国自然资源部2025年4月下达第一批钨矿开采总量指标5.8万吨，开采监管变严。

2024年钨储量分布



国内钨精矿均价（元/吨）





相关公司

- 厦门钨业：卡位战略金属，钨钼、稀土和锂电材料同步发展，光伏钨丝快速放量
- 章源钨业：资源优势突出，刀具有望持续放量改善盈利
- 中钨高新：背靠五矿集团，钨矿-粉末-合金-刀具全产业链布局，硬质合金及刀具、PCB微钻行业领先
- 翔鹭钨业：三季度业绩开始改善，积极拓展下游业务
- 江钨装备：江钨资源整合平台



谢谢！

欢迎联系华安金属新材料团队：
许勇其/牛义杰/黄玺



重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。