

标配（维持）

有色潮起逐风暖，稀金潜龙待云升

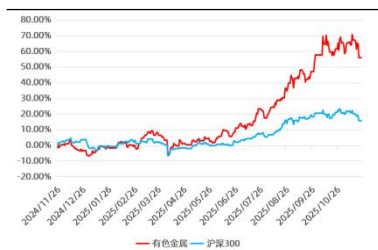
有色金属行业 2026 年上半年投资策略

2025 年 11 月 24 日

投资策略：

分析师：许正堃
SAC 执业证书编号：
S0340523120001
电话：0769-23320072
邮箱：
xuzhengkun@dgzq.com.cn

有色金属行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，iFinD

相关报告

- **铜：供需格局主导，降息周期助力。**全球范围内铜矿供给扰动不断，国内方面因冶炼费用持续低位，且随着铜精矿趋紧预期传导，后续精炼铜产量或逐步回落。需求端，随着新能源产业的蓬勃发展以及AI电子领域对铜材的拉动，铜的新增需求量有望持续提升。未来铜价在供需格局转好以及全球降息周期开启的背景下有望延续上涨。
- **铝：供给刚性，需求分化。**铝材凭借着其独特的性能优势及不断拓展的应用领域，市场前景巨大。随着我国内外双循环加快推进，高质量发展成为我国首要任务，作为工业金属领域重要的支柱成分，铝合金在汽车轻量化、一体化压铸、航空器减重、建筑建材轻质高强度等领域发挥着不可或缺的作用。
- **能源金属：储能、固态电池发力，关注供需错配机遇。**国内10月碳酸锂产量5.15万吨，同环比均大幅增长，冶炼厂开工率虽在高位，但江西锂矿环保整治、冬季盐湖淡季等因素将约束供给增量。需求端，今年前10月新能源汽车产销量同比增超30%，10月渗透率破50%且出口高增，储能装机规模快速扩张，叠加半固态电池实现GWh级量产且耗锂量更高，成为新增长点。供需格局逐步改善叠加反内卷政策持续助力，未来碳酸锂价格有望稳步回升。
- **钨：烈火金刚，工业牙齿。**我国钨矿供应占全球主导地位，国内钨矿供给因资源枯竭及环保督察等影响，钨精矿供应量或有所收缩。海外增量主要来自哈萨克斯坦巴库塔钨矿，该矿已于2025年4月投产。因中国供应收缩，且海外增量有限，预计2026年全球钨供应或延续紧张格局。硬质合金对钨材需求趋于稳定，且在光伏钨丝、核聚变、PCB微钻等新兴需求拉动下，钨材有望向更尖端、更广阔的场景迈进。
- **稀土：供给趋于稳定，需求亟待提振。**2026年全球稀土供给受国内刚性管控持续加码、海外产能扰动频发的双重约束，总量难有显著增长，供给端整体保持平稳。需求端以新能源汽车、家电、风电为核心支撑，人形机器人等新兴赛道加速渗透，持续贡献增量需求。短期随着外部风险缓释，行业风险偏好或有所回落，但出口限制政策暂缓，有望缓解企业订单压力、改善业绩预期，为需求端修复提供边际支撑。
- **贵金属：中长期配置价值不惧短期震荡。**黄金与美元指数呈显著负相关，当前美元信用体系遭遇考验，推动黄金货币属性重估复归。同时，美联储需要在控通胀与稳经济中寻求平衡，货币政策路径不确定性升温，进一步推升黄金避险溢价。尽管短期受避险情绪减退、投机资金获利了结影响，多空博弈加剧，但中长期看，美元信用下降已成趋势、避险需求托底、央行购金常态化，使得金价仍具备上涨动能。

- **投资建议。**工业金属：供给侧或持续受限，关注新能源领域需求增长。建议关注天山铝业（002532）、洛阳钼业（603993）、西部矿业（601168）。小金属及新材料：供给刚性约束，新兴需求爆发，建议关注厦门钨业（600549）、兴业银锡（000426）。能源金属：供给侧逐步优化，持续关注下游需求回暖情况，建议关注赣锋锂业（002460）、天齐锂业（002466）。贵金属：美元信用下降叠加央行持续购金等因素，金价仍具备上行动能。建议关注紫金矿业（601899）、赤峰黄金（600988）。
- **风险提示。**宏观经济波动风险、境外投资国别风险、安全生产风险、环保风险、稀土永磁电机的替代风险、美联储超预期加息的风险、原材料和能源价格波动风险、金属下游实际需求下滑的风险、在建项目进程不及预期等风险。

目录

1. 有色金属行业行情回顾	6
2. 铜—供需格局主导，降息周期助力	8
2.1 铜行业供给端——供给侧扰动不断，精炼铜增速或将放缓	9
2.2 铜行业需求端：新能源需求稳中有升	10
2.2.1 新能源、电力电子用铜需求有望稳步增长	11
2.2.2 家电出口维持高位，地产市场边际好转	12
3. 铝—供给刚性，需求分化	14
3.1 铝行业供应端预计持续充足	15
3.1.1 铝土矿	15
3.1.2 氧化铝	16
3.1.3 电解铝	17
3.2 铝行业需求端：新旧需求接替发力	18
3.2.1 汽车及新能源用铝需求稳中有升	19
3.2.2 地产及其他用铝需求	21
4. 战略金属——国之重器，科技先锋	22
4.1 稀土——供给趋于稳定，需求亟待提振	22
4.1.1 中国稀土产业位于全球领先地位	22
4.1.2 稀土行业需求端——新旧需求接替发力	24
4.2 钨——烈火金刚，工业牙齿	28
4.2.1 钨行业供给——供应持续趋紧	28
4.2.2 钨行业需求——硬质合金主导，光伏钨丝、核聚变助力	30
4.3 碳酸锂：储能、固态电池发力，关注供需错配机遇	32
5. 黄金—信用重构，黄金昂首	34
5.1 多重因素共振，需求激增助涨金价	34
5.2 美元信用下降主导，关注美联储降息节奏	36
6. 投资建议	39
7. 风险提示	41

插图目录

图 1 : 申万行业涨跌幅情况 (% , 年初截至 11 月 19 日)	6
图 2 : 铜现货价格 (元/吨)	8
图 3 : LME 铜现货结算价 (美元/吨)	8
图 4 : COMEX 交易所 1 号铜非商业净多头持仓 (张)	8
图 5 : 铜精矿粗炼费 (美元/干吨)	8
图 6 : 中国精炼铜产量 (万吨)	9
图 7 : 全国主要精炼铜企业产能利用率 (%)	9
图 8 : 上期所铜库存 (吨)	10
图 9 : LME 铜库存 (万吨)	10
图 10 : 精炼铜进口数量 (万吨)	10
图 11 : COMEX 铜库存 (短吨)	10
图 12 : 中国精炼铜下游消费结构 (%)	11
图 13 : 电源工程投资完成额累计值 (亿元)	11
图 14 : 电网工程投资完成额累计值 (亿元)	11
图 15 : 中国集成电路产量 (万块)	12
图 16 : 全球智能手机出货量及环比增速 (千部, %)	12
图 17 : 空调产量当月值 (万台)	13
图 18 : 冰箱产量当月值 (万台)	13
图 19 : 家用电器出口数量 (万台)	13
图 20 : 2020 年以来房屋施工面积累计同比 (%)	13
图 21 : 2020 年以来房屋新开工面积累计同比 (%)	14
图 22 : 70 个大中城市新建商品住宅及二手住宅价格指数同比 (%)	14
图 23 : A00 铝锭现货升贴水 (元/吨)	14
图 24 : A00 铝锭现货均价 (元/吨)	14
图 25 : LME 铝 (现货/三个月) 升贴水 (美元/吨)	15
图 26 : LME 铝现货结算价 (美元/吨)	15
图 27 : 国内铝土矿 (55%~60%) 均价 (元/吨)	15
图 28 : 几内亚铝土矿进口价 (美元/干吨)	15
图 29 : 我国进口铝土矿数量 (万吨)	16
图 30 : 氧化铝均价 (元/吨)	16
图 31 : 氧化铝月度产量 (万吨)	16
图 32 : 氧化铝产能及产能利用率 (万吨, %)	17
图 33 : 氧化铝进口数量 (万吨)	17
图 34 : 全国电解铝建成、运行产能 (万吨)	17
图 35 : 电解铝月度产量 (万吨)	17
图 36 : 全国电解铝社会库存 (万吨)	18
图 37 : 电解铝产能利用率 (%)	18
图 38 : 铝箔、铝杆、铝板带月度开工率 (%)	18
图 39 : 铝材产量 (万吨)	18
图 40 : 2023 年我国原铝消费占比	19

图 41 : 中国汽车月度产销量 (万辆)	19
图 42 : 2022 年以来国内新能源汽车产销量 (万辆)	20
图 43 : 我国新能源汽车批发及零售渗透率 (%)	20
图 44 : 我国风电新增装机容量 (万千瓦)	20
图 45 : 我国光伏新增装机容量 (万千瓦)	20
图 46 : 房地产竣工面积累计同比 (%)	21
图 47 : 社会消费品零售总额 (亿元)	21
图 48 : 2024 年全球稀土储量分布情况	22
图 49 : 2024 年全球稀土产量占比情况	22
图 50 : 稀土矿开采总量控制指标及增速 (吨, %)	22
图 51 : 稀土冶炼分离总量控制指标及增速 (吨, %)	22
图 52 : 稀土进口量当月值 (吨)	23
图 53 : 稀土出口量当月值 (吨)	23
图 54 : 小鹏 AI 机器人 IRON	25
图 55 : 中国工业机器人产量 (台)	25
图 56 : 全球及中国工业机器人装机量 (台)	25
图 57 : 全球新能源汽车销量 (万辆)	26
图 58 : 国内新增风电装机容量 (万千瓦)	27
图 59 : 全球风电装机容量 (兆瓦)	27
图 60 : 中国变频空调销量当月值 (万台)	27
图 61 : 中国家用空调、变频家用空调年销量 (万台)	27
图 62 : 仲钨酸铵 (APT) 市场价 (万元/吨)	28
图 63 : 钨精矿平均价格 (元/吨)	28
图 64 : 钨行业产业链全景图	29
图 65 : 2024 年全球钨精矿产量占比	29
图 66 : 2024 年全球钨精矿储备占比	29
图 67 : 钨精矿开采总量控制指标及增速 (吨, %)	30
图 68 : 2024 年中国钨下游消费结构	30
图 69 : 2023 年中国硬质合金产量结构	30
图 70 : 国内硬质合金消费量 (万吨)	30
图 71 : 国内光伏组件产量 (MW)	31
图 72 : 国内钨材消费量 (万吨)	31
图 73 : 国内锂精矿价格 (元/吨)	33
图 74 : 碳酸锂期货价格 (元/吨)	33
图 75 : 国内碳酸锂产量 (吨)	33
图 76 : 国内碳酸锂开工率 (%)	33
图 77 : 2025 年以来国际金价走势与美元指数 (美元/盎司, 数据截至 11 月 18 日)	34
图 78 : 2024 年全球黄金储量占比情况	35
图 79 : 2024 年全球黄金矿产量占比情况	35
图 80 : 2024 年全球黄金下游消费结构	36
图 81 : 全球黄金占外汇储备比 (%)	36
图 82 : 国际金价与 200 日金价均线偏离幅度 (美元/盎司, 数据截至 11 月 19 日)	36
图 83 : 美国债务总额 (万亿美元)	37
图 84 : 联邦政府利息支出 (百万美元)	37
图 85 : 美国 GDP 环比增速 (季调, %)	38

图 86 : 美国新增非农就业人数 (千人)	38
图 87 : 美国 CPI 及核心 CPI 同比增速 (%)	38
图 88 : 美国 PCE 及核心 PCE 同比增速 (%)	38
图 89 : 美国制造业及服务业 PMI	38
图 90 : 联邦基金目标利率 (%)	38

表格目录

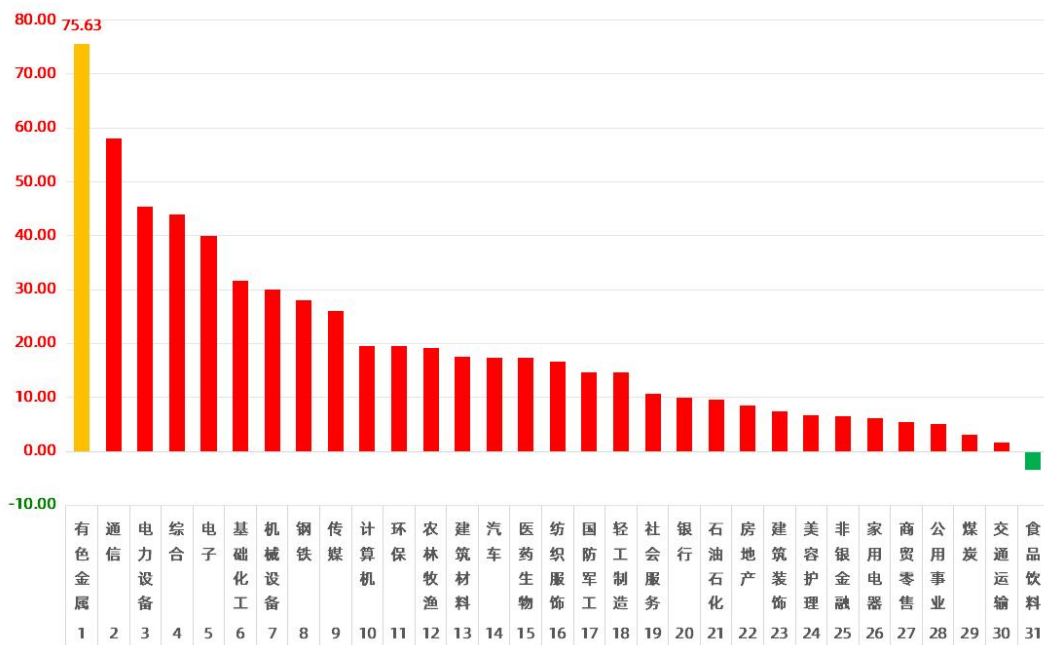
表 1 : 有色金属行业各子板块涨跌幅情况 (% , 数据截至 11 月 19 日)	6
表 2 : 主要人形机器人产品介绍及图示	24
表 3 : 重点公司盈利预测 (截至 11 月 21 日收盘价)	40

1. 有色金属行业行情回顾

2025 年以来，全球经济在变局中加速重构，全球经济增速放缓、地缘政治波动等影响加剧，但受益于宏观政策积极效应持续释放，数字经济与实体经济融合并进，科技创新、绿色转型等领域扎实推进，我国经济运行稳中有进、稳中向好。2025 年前三季度，在美联储降息预期抬升、资源矿产博弈加剧以及金属供需结构加快转好等背景下，主要有色金属价格震荡上行，带动相关企业业绩积极向好。

据国家统计局数据，1—9 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 53732 亿元，同比增长 3.2%。其中，有色金属矿采选业实现利润总额 926.4 亿元，同比增长 33.8%；有色金属冶炼和压延加工业实现利润总额 2525.2 亿元，同比增长 14.0%。

图 1：申万行业涨跌幅情况（%，年初截至 11 月 19 日）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

表 1：有色金属行业各子板块涨跌幅情况（%，数据截至 11 月 19 日）

	代码	名称	11 月至今涨跌幅	年初至今涨跌幅
1	801056.SL	能源金属	8.84	102.00
2	801054.SL	小金属	-2.28	78.06
3	801055.SL	工业金属	-1.78	73.34
4	801053.SL	贵金属	1.66	72.53
5	801051.SL	金属新材料	-5.70	41.75

数据来源：iFind，东莞证券研究所

前三季度有色金属工业整体运行平稳。行业运行方面，据国家统计局数据，前 3 个季度规模以上有色工业增加值增速同比增长 7.8%，比全国规模以上工业增加值增速高出 1.6 个百分点。十种常用有色金属产量为 6124.9 万吨，增幅较上半年持续扩大，同比增长 3.0%，精炼铜、电解铝占十种常用有色金属产量的比重分别为 18.2%、55.5%。精炼铜产量为 1112.5 万吨，同比增长 10.0%；电解铝产量为 3396.8 万吨，同比增长 2.2%。

根据有色协会各分会统计，新能源金属中电解镍产量为 34.7 万吨，同比增长 50.6%；精炼钴产量为 13.4 万吨，同比下降 3.7%；碳酸锂产量为 58.8 万吨，同比增长 28.0%。

金属市场价格表现分化。2025 年前三季度，主要工业金属价格受到供应扰动、经济刺激政策等多因素影响趋于上行，国内铜均价为 78285 元/吨，同比上涨 4.8%；铝均价为 20446 元/吨，同比上涨 3.7%。国内黄金均价为 745.4 元/克，同比上涨 41.0%。

新能源金属方面，前 3 个季度国内工业硅均价为 1.0 万元/吨，同比下跌 27.0%；电池级碳酸锂均价为 7.1 万元/吨，同比下跌 27.8%；镍均价为 12.6 万元/吨，同比下跌 7.5%；钴均价为 23.6 万元/吨，同比上涨 11.2%。

展望后市，全球降息节奏或有调整，资源博弈持续紧张，主要金属供需格局加快重塑，国内及海外经济刺激政策仍有发力空间。有色金属内部各子板块面临的宏观影响及供需格局差异较大，表现分化或将进一步加剧。

工业金属是工业与制造业的重要原材料，当前主要金属如铜铝等面临供给侧扰动不断，新能源需求快速增长的格局，且在国内稳增长政策及海外需求增长的持续助力下，或将延续发力。

能源金属中锂、钴等，是支撑新能源、新材料及高端制造产业发展的关键金属，同时是实现“双碳”目标的重要原材料。随着供给逐步收缩，叠加固态电池、储能等两大新兴需求的拓展，其价格有望迎来筑底回升。

战略金属如稀土、钨等，在国防军事、经济发展、科技进步、资源竞争等方面发挥着关键作用，是我国具备竞争优势的产业，未来在各国资源博弈中的地位将进一步提升。

此外，黄金价格在短期出现较大波动，但面对美元信用下降、全球去美元化趋势、地缘政治持续等因素，贵金属的货币属性及避险保值属性或持续凸显，有望继续发挥其金融压舱石的作用。

下文我们将就铜、铝、锂、钨、黄金、稀土来具体分析。

2. 铜—供需格局主导，降息周期助力

回顾 2025 年上半年，铜价走势大幅波动。因市场对美国加征进口铜关税的预期持续，刺激贸易商向美国运输精炼铜，使得 COMEX 铜相对 LME 及 SHFE 有较大价差。2025 上半年 LME 铜（三个月）均价为 9447 美元/吨，同比较 2024 年均价上涨约 1.9%；沪铜主力合约均价 77562 元/吨，同比较 2024 年均价上涨约 3.3%。

9 月份以来，铜价在供应扰动和宏观政策博弈下呈现冲高回落的态势，短期因美元走强，美联储于 9 月、10 月接连两次降息 25 基点，并预计 12 月或再次降息，释放加速宽松的政策信号，对铜的消费预期形成利好。尽管短期因美元走强及下游采购谨慎等原因，铜价有所回调，但考虑到美联储降息周期开启提升大宗商品风险偏好，且全球铜矿供应扰动不断的背景下，铜价具备上行动能。

图 2：铜现货价格（元/吨）



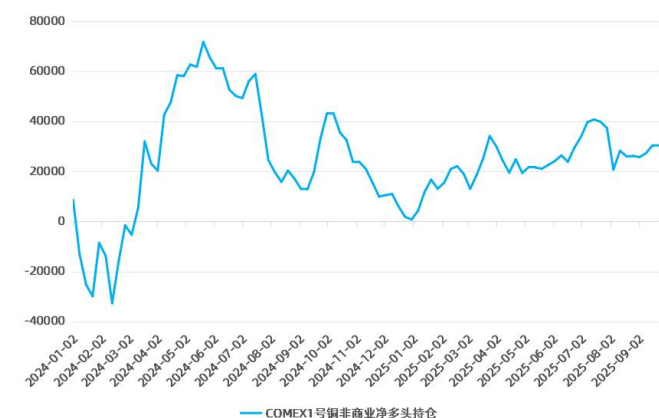
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 3：LME 铜现货结算价（美元/吨）



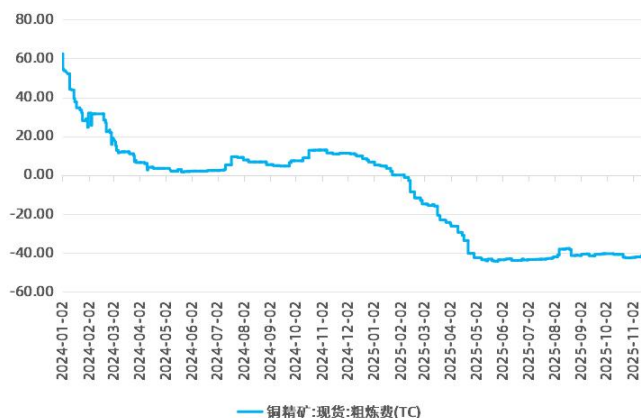
数据来源：iFind，LME，东莞证券研究所

图 4：COMEX 交易所 1 号铜非商业净多头持仓（张）



数据来源：iFind，CFTC，东莞证券研究所

图 5：铜精矿粗炼费（美元/干吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

2.1 铜行业供给端——供给侧扰动不断，精炼铜增速或将放缓

2025 年上半年，铜产业链基本面表现分化。原料端，铜精矿产量增速仅 1.0%，而受矿山扰动影响，TC/RC 现货价持续下滑至较大负值；全球精炼铜供应名义增速 3.4%，高于铜精矿增速。消费端，上半年全球精炼铜消费增长 5.3%，主要增长点集中在新能源、电网投资、家电等方面。

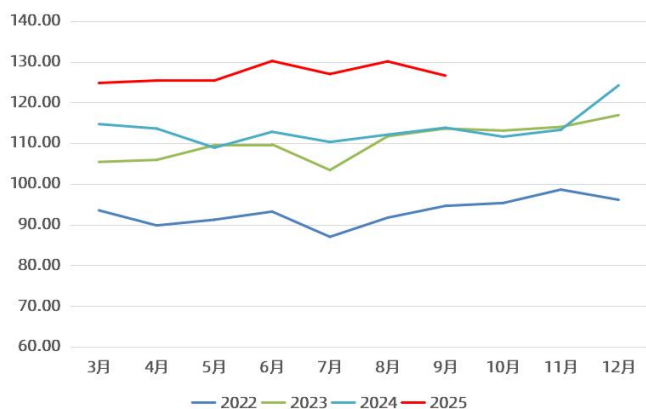
ICSG（国际铜研究组织）预计 2025 年全球铜矿增长率仅为 1.4%，主要因 Grasberg 铜矿以及 Kamoā 铜矿的重大事故。9 月，Freeport McMoRan 印尼子公司 Grasberg 矿山发生泥石流事故，致使该矿全面停产。Grasberg 铜矿是全球第二大铜矿，2024 年铜产量约 81.6 万吨。受事故影响，Freeport 预计最早要到 2027 年才能恢复事故前的生产水平，2026 年铜金产量较此前预期下降约 35%。今年 5 月，卡莫阿—卡库拉铜矿的卡库拉矿段因接连发生多次矿震，其铜精矿指导产量已下降为 370000 至 420000 吨之间。铜矿扰动不断引发铜供应链担忧，全球铜矿供应或持续偏紧。

据上海有色网报道，ICSG 预计 2025 年全球精炼铜产量预计增长约 3.4%，主要支撑因素是中国产能的持续扩张、包括刚果民主共和国、印度和印尼在内的其他几个国家的新产能投产。2026 年，全球精炼铜产量预计将小幅增长 0.9%。ICSG 表示，尽管精炼生产将继续受益于新增和爬坡的产能，但原生电解精炼铜产量的增长将受到精矿供应紧张的限制。

ICSG 预计 2025 年将有约 17.8 万吨的过剩，略低于该小组今年 4 月的预测。而对于 2026 年，目前预计将出现约 15 万吨的短缺。

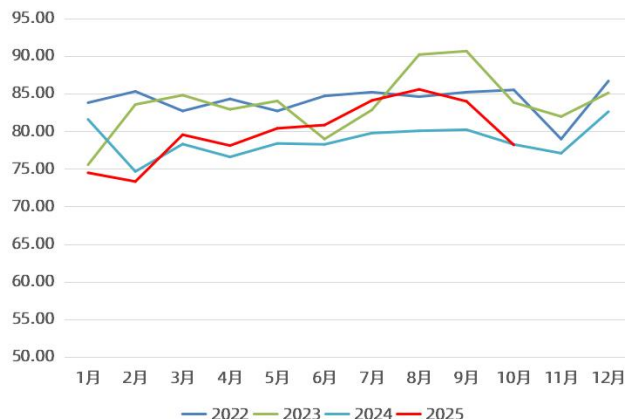
2025 年 1—9 月我国精炼铜累计产量为 889.5 万吨，同比增长 13.14%。2025 年以来国内精炼铜产量继续维持较高态势，主要因再生铜补充显著以及冶炼技术提升。然而因冶炼费用持续低位，冶炼厂单吨亏损增加，且随着原料铜精矿趋紧的预期逐步传导，精炼铜产量增长动能预计将会减弱。

图 6：中国精炼铜产量（万吨）



数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

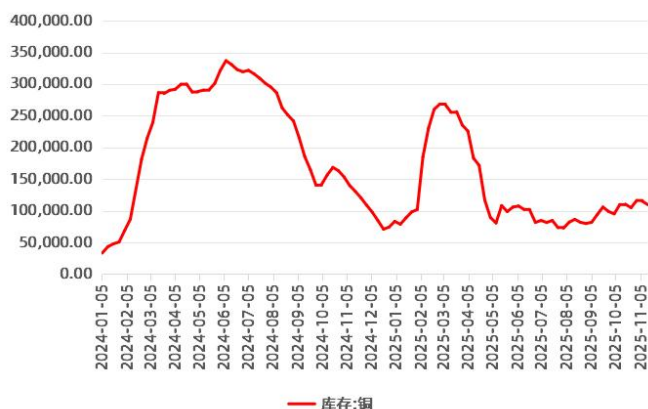
图 7：全国主要精炼铜企业产能利用率（%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

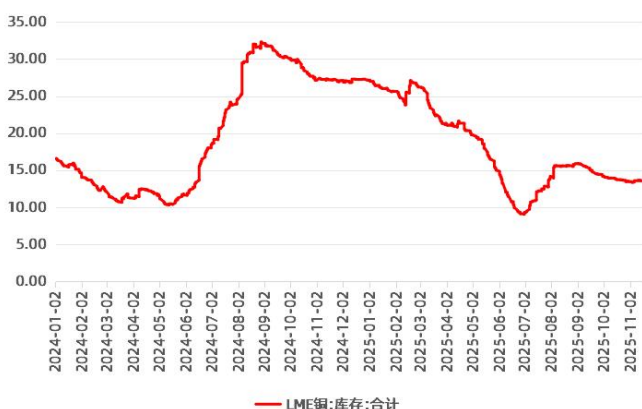
铜库存方面，2025 年下半年以来，全球铜库存呈现 LME 低库存与国内阶段性累库。考虑到供应收缩与需求增长的因素，预计全球铜库存总量或进入去库周期。因芝商所与伦交所之间的价格差异，铜资源逐步向北美转移，LME 铜库存持续去化。截至 11 月 19 日，COMEX 铜库存达到 39.17 万短吨，LME 铜库存为 15.79 万吨。

图 8：上期所铜库存（吨）



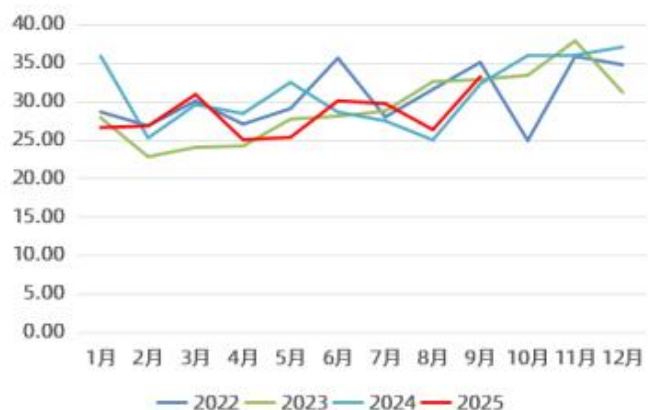
数据来源：iFind，上海期货交易所，东莞证券研究所

图 9：LME 铜库存（万吨）



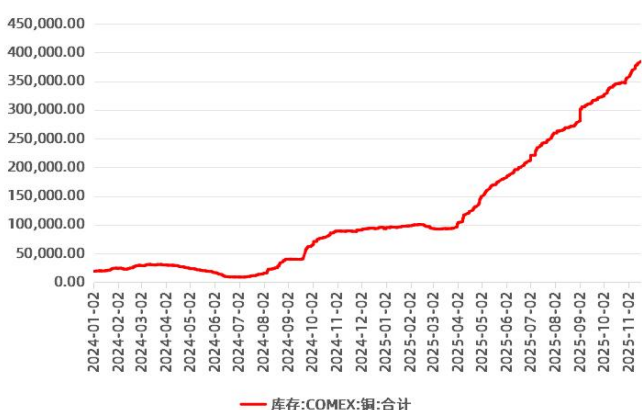
数据来源：iFind，LME，东莞证券研究所

图 10：精炼铜进口数量（万吨）



数据来源：iFind，海关总署，东莞证券研究所

图 11：COMEX 铜库存（短吨）

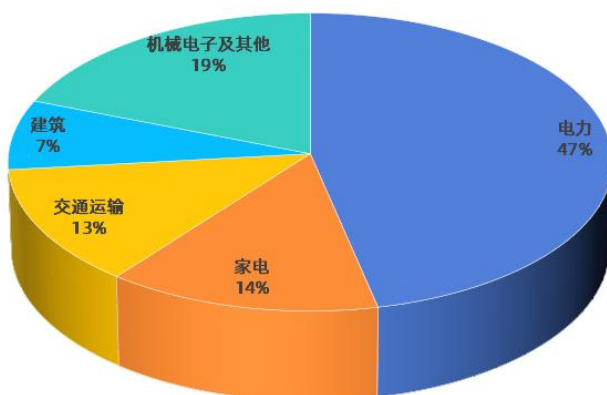


数据来源：iFind，芝加哥商品交易所（CME），东莞证券研究所

2.2 铜行业需求端：新能源需求稳中有升

作为主要的工业金属之一，铜在众多产业当中都直接或间接得到了使用。根据观研天下《中国铜行业现状深度分析与未来前景研究报告（2025-2032）》，中国精炼铜消费结构中，电力的占比达到 47%，家电占比 14%，交通运输占比 13%，建筑领域占比 7%，机械电子及其他占比 19%。

图 12：中国精炼铜下游消费结构（%）



数据来源：观研天下，东莞证券研究所

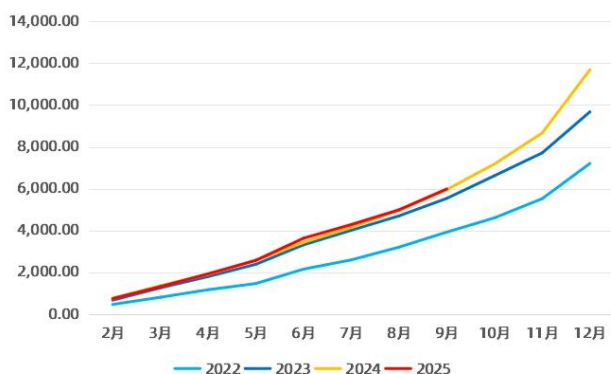
2.2.1 新能源、电力电子用铜需求有望稳步增长

凭借着良好的导电性能，铜材在电力输送、电气工程中得到了大量的运用，包括电线电缆、电机、变压器和连接器等。随着新能源产业的蓬勃发展，风电、光伏等行业迎来了快速发展时期。

铜在风电中的应用包括升压器、电缆、发电机及各式开关，海上风电装机因为需要通过电缆将海上升压站与地面变压站连接，因此每 GW 的单位用铜量要高于陆上风电装机；光伏行业中使用铜材作为导电导热材料，光伏系统中连接器和支撑结构也广泛采用铜材。

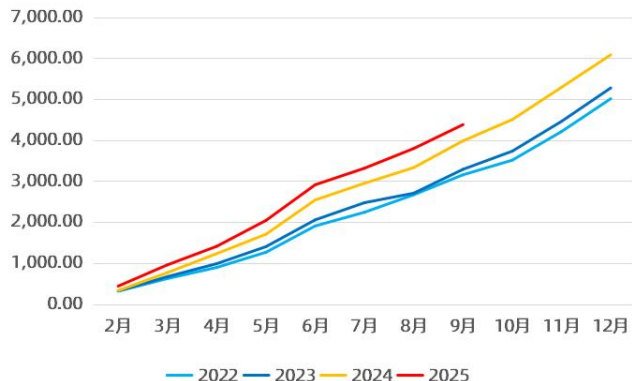
2025 年 1—9 月，电源工程投资完成额累计达到 5987 亿元，累计同比增长 0.47%；电网工程投资完成额累计达到 4378 亿元，累计同比增长 9.94%。随着电力工程投资完成额的增长以及海外基建的拉动，铜在能源转型和电气化发展中的作用将继续凸显。

图 13：电源工程投资完成额累计值（亿元）



数据来源：iFind，中国电力企业联合会，东莞证券研究所

图 14：电网工程投资完成额累计值（亿元）



数据来源：iFind，中国电力企业联合会，东莞证券研究所

铜在电子行业中的应用主要包括半导体集成电路，以及传统领域如电真空器件、印刷电路等。半导体集成电路中采用铜材作为互连线和引线框架，印刷电路中大量运用铜箔和铜基钎焊材料，电真空器件如发射管、渡导管、磁控管等需要使用无氧铜。消费电子产品是锂电池的主要应用场景，且主要使用锂电铜箔。2025 年 1—10 月，中国集成电路产量为 3459.82 亿块，同比增加 18.15%；2025 年第三季度，全球智能手机出货量合计 3.25 亿台，较上年同期增长 2.09%。

智能手机及 PC 方面，在 AI、个性化需求等因素推动下，市场需求有望继续转暖，出货量提升之下将拉动对铜材的需求。此外，铜缆高速连接采用铜质线缆实现高速数据传输连接，大幅提升了传输的效率和稳定性。英伟达 2025 年第三季度 Blackwell 系列芯片销量远超预期，云端 GPU 全面售罄，其中 GB300 型号贡献了该系列 2/3 的收入，作为核心技术亮点，其搭载的 DAC 铜缆高速连接方案兼具低成本、低延迟优势，在全球 AI 算力需求增长的推动下，相关芯片及铜缆连接的市场需求正持续扩张。

图 15：中国集成电路产量（万块）

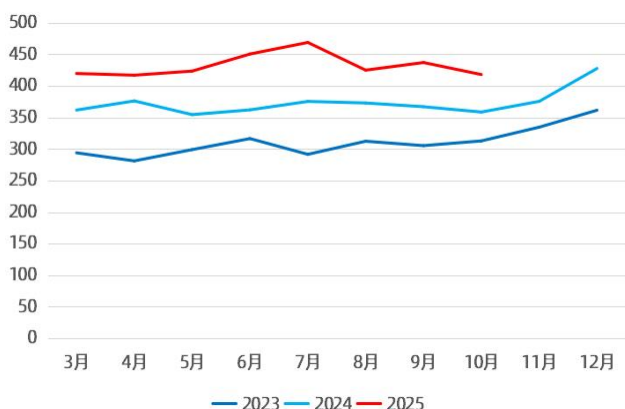
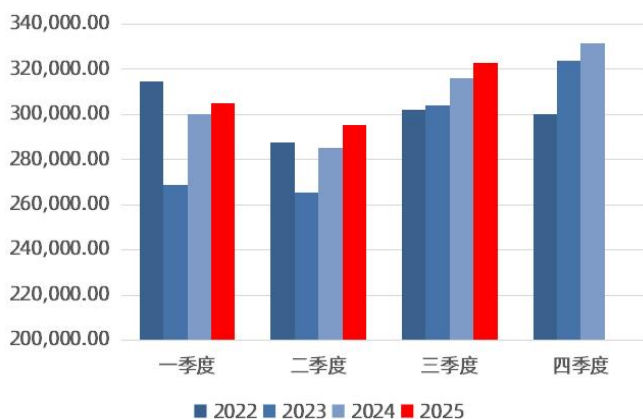


图 16：全球智能手机出货量及环比增速（千部，%）



数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

数据来源：iFind，IDC，东莞证券研究所

汽车行业中，各类铜材产品主要应用于散热器、制动系统管路、齿轮轴承、电力系统、液压装置以及各类接头、配件等，根据不同汽车类型，每辆汽车用铜大约在 10~20 公斤。随着“双碳”进程在全球加速推进，锂电池的运用快速普及，锂电铜箔的需求大幅增长，而锂电池下游最大的应用领域即为新能源汽车。随着新能源汽车渗透率的提升，有望持续提振汽车用铜的需求。

2.2.2 家电出口维持高位，地产市场边际好转

家用电器同样是铜材应用的重要场景，空调、冰箱的冷凝器、蒸发器等普遍采用铜管，电机与导线等部位大量使用铜线。2024 年以来，在国内政策助力及海外需求回暖的推动下，我国家电行业产量及出口实现双增长。

2025 年 3 至 9 月，我国空调产量为 1.78 亿台，同比增长 3.27%；冰箱产量为 6343.14 万台，同比下降 0.62%；家用电器累计出口 30.22 亿台，同比下降 2.32%。国内家电消

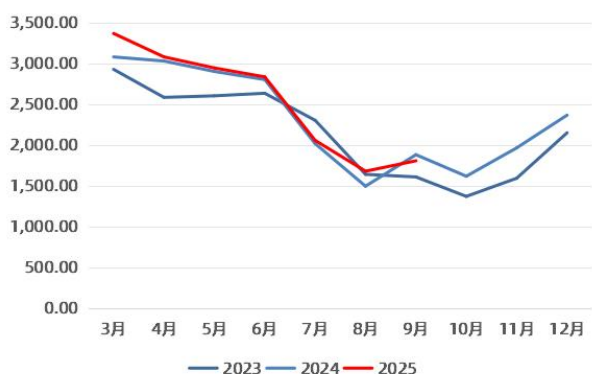
费在以旧换新、国家补贴等政策推动下预计持续强劲，海外在新兴市场提振下，为我国家电企业的出口业绩提供一定保障，但需持续关注美国关税政策的影响。

铜材除建筑领域中电力系统的使用外，在房屋的装饰装潢、供水管道、燃气管道等同样得到大量使用。由于施工及新开工面积的持续下降，建筑用铜需求有所回落。2025 年 1—10 月，房屋施工面积累计同比-9.40%，降幅环比持平；房屋新开工面积累计同比-19.80%，降幅环比扩大 0.9 个百分点。10 月份，70 个大中城市新建商品房价格同比下降 2.60%，降幅环比缩窄 0.06 个百分点；二手住宅价格同比下降 5.40%，降幅环比扩大 0.16 个百分点。

2025 年以来，我国房地产市场呈现筑底企稳态势，且市场边际改善迹象显现。政策端通过超宽松购房政策等组合拳为市场托底，同时城市更新行动持续推进，未来整体建筑用铜的需求或逐步企稳回升。

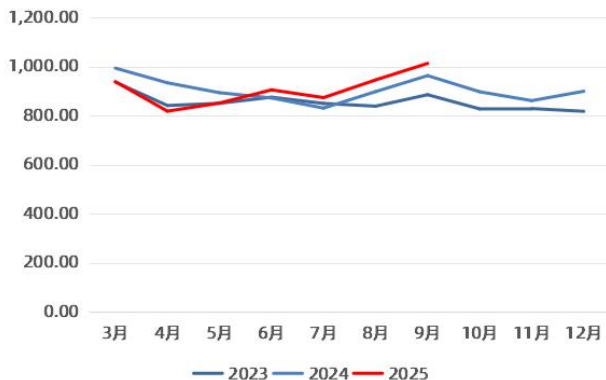
展望后市，全球范围内铜矿供给扰动不断，国内方面因冶炼费用持续低位，且随着铜精矿趋紧预期传导，后续精炼铜产量或逐步回落。需求端，随着新能源产业的蓬勃发展以及 AI 电子领域对铜材的拉动下，铜的新增需求量有望持续提升。未来铜价在供需格局转好以及全球降息周期开启的背景下有望延续上涨。

图 17：空调产量当月值（万台）



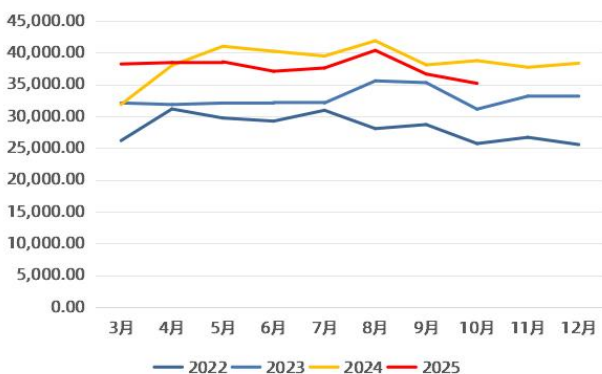
数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 18：冰箱产量当月值（万台）



数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 19：家用电器出口数量（万台）



数据来源：iFind，海关总署，东莞证券研究所

图 20：2020 年以来房屋施工面积累计同比（%）



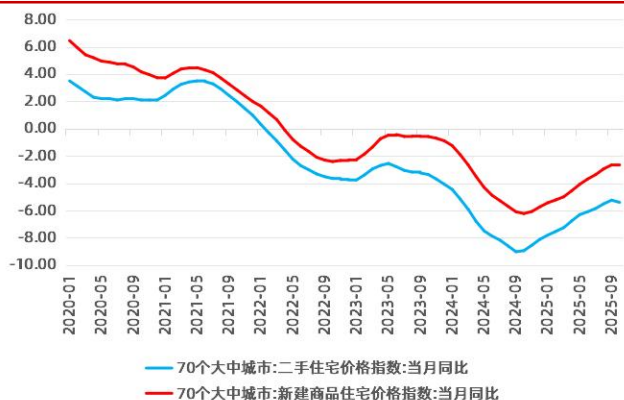
数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 21：2020 年以来房屋新开工面积累计同比（%）



数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 22：70 个大中城市新建商品住宅及二手住宅价格指数同比（%）



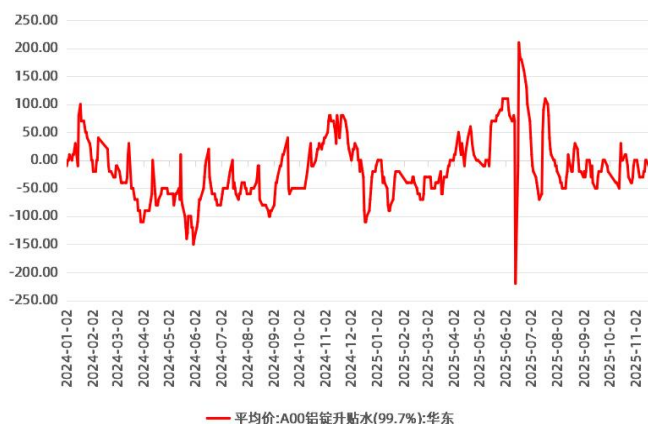
数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

3. 铝—供给刚性，需求分化

今年以来，在供给扰动及美联储降息预期下，铝价处于震荡上行态势，进入四季度维持高位震荡。现货价格方面，截至 11 月 19 日，A00 铝锭现货价格收于 21570 元/吨，较年初上涨 1680 元，报贴水 10 元/吨；LME 铝现货价格收于 2781 美元/吨，较年初上涨 245 美元，报贴水 32.88 美元。

美联储降息周期开启叠加全球经济复苏预期，使得铝价仍具上行空间。国内电解铝行业供给侧持续受到 4500 万吨政策上限的约束，且《铝产业高质量发展实施方案》预计将对铝行业供给形成控制。需求端，新能源领域需求强劲增长，叠加家电、地产等领域需求逐步回暖，或进一步驱动铝价增长。

图 23：A00 铝锭现货升贴水（元/吨）



数据来源：iFind，国金金属网，东莞证券研究所

图 24：A00 铝锭现货平均价（元/吨）



数据来源：iFind，国金金属网，东莞证券研究所

图 25: LME 铝（现货/三个月）升贴水（美元/吨）



图 26: LME 铝现货结算价（美元/吨）



数据来源: iFind, LME, 东莞证券研究所

数据来源: iFind, LME, 东莞证券研究所

3.1 铝行业供应端预计持续充足

3.1.1 铝土矿

2025 年上半年, 国内铝土矿产量基本稳定, 海外进口铝土矿供应出现较大增长, 进口矿价格有所下行。据中国铝业 2025 年中报, 上半年, 我国进口铝土矿为 1.03 亿吨, 同比增加 33.6%, 其中, 自几内亚进口 7967 万吨, 占总进口量的 77.2%; 自澳大利亚进口 1648 万吨, 占总进口量的 16.0%。因受制于全球市场供应宽松, 且铝市终端需求增长有限, 铝土矿价格或弱势震荡。

展望 2026 年, 几内亚因采矿许可证吊销等因素, 出口量或有所减少, 澳大利亚新增铝土矿产能或逐步释放, 国内产量预计将继续缓慢恢复。需求端, 氧化铝及电解铝的刚性需求较强, 为铝土矿价格提供支撑。持续关注几内亚政治局势对供应的扰动, 以及国内政策对资源开发的指引。

图 27: 国内铝土矿（55%~60%）平均价（元/吨）

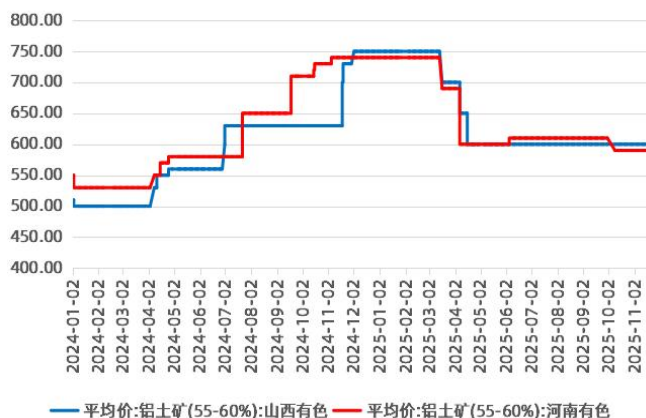
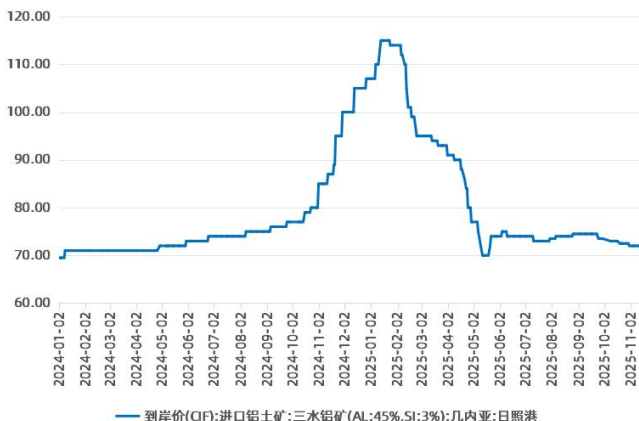


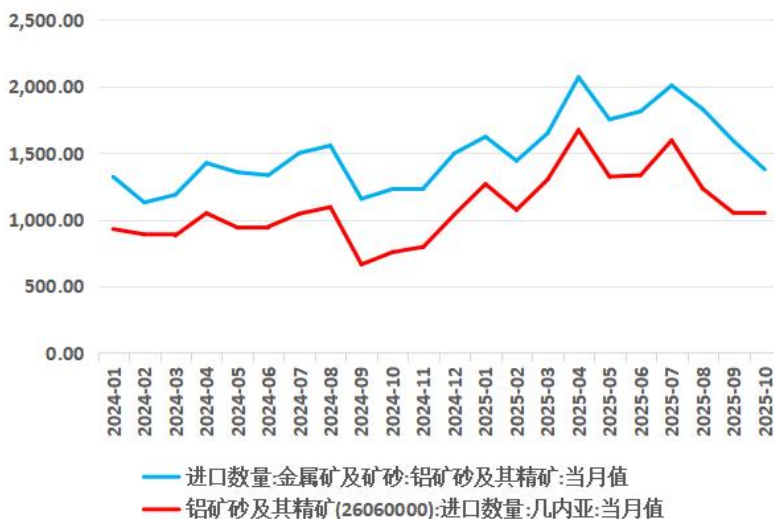
图 28: 几内亚铝土矿进口价（美元/干吨）



数据来源: iFind, 东莞证券研究所

数据来源: iFind, 东莞证券研究所

图 29：我国进口铝土矿数量（万吨）



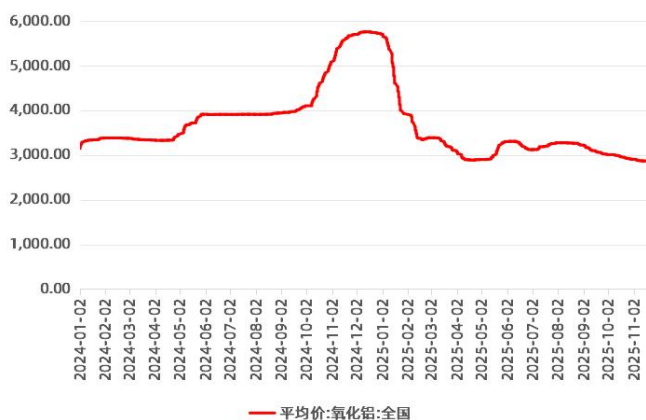
数据来源：iFind，海关总署，东莞证券研究所

3.1.2 氧化铝

上半年，因原料铝土矿供应宽松，且需求未有明显提振的背景下，氧化铝整体运行价格有所走弱。上半年，国内氧化铝期货主力合约均价为 3192 元/吨，同比下降 8.7%。国际市场方面，氧化铝价格整体走势虽与国内基本一致，但跌幅大于国内。因氧化铝价格有所下行，行业减产与增产交织，国内产量小幅增加。

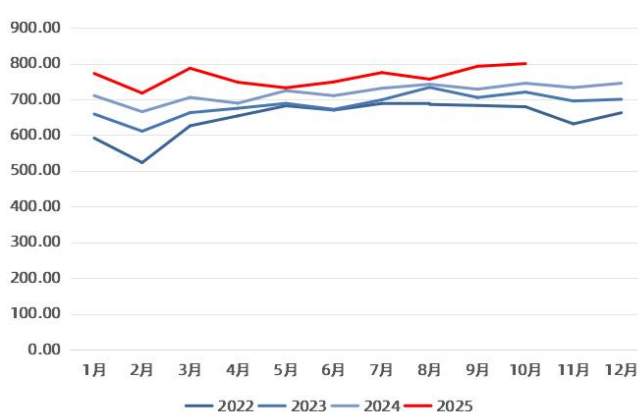
展望 2026 年，尽管国内将继续有部分氧化铝新增产能计划，但《铝产业高质量发展实施方案》或制约产能释放节奏。需求端，电解铝产能或随着旺季到来而提升，主要关注点集中在新能源领域的增长。

图 30：氧化铝平均价（元/吨）



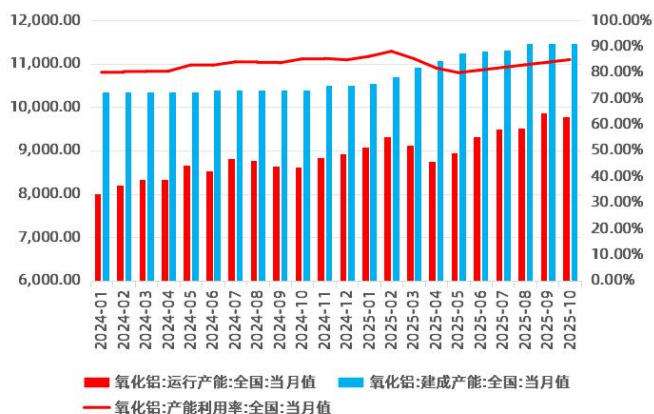
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 31：氧化铝月度产量（万吨）



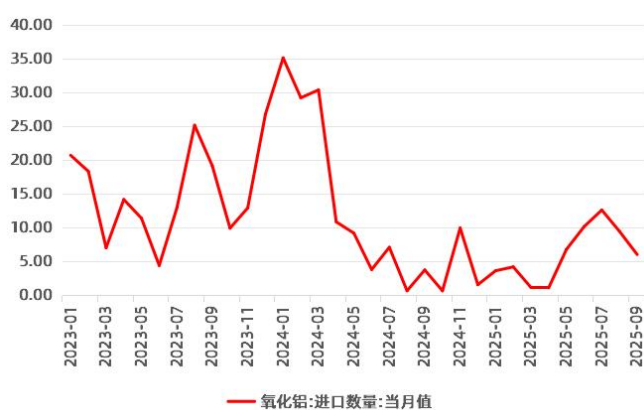
数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 32：氧化铝产能及产能利用率（万吨，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 33：氧化铝进口数量（万吨）



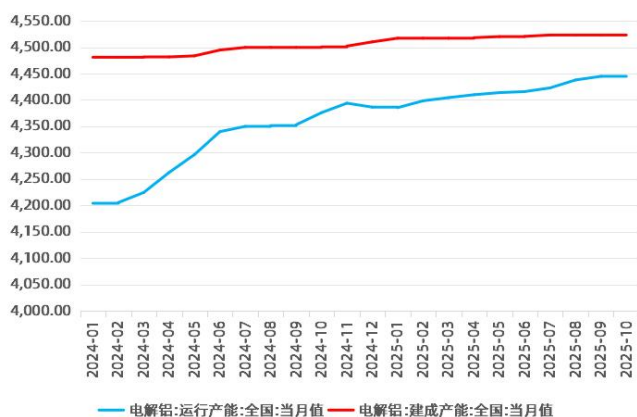
数据来源：iFind，海关总署，东莞证券研究所

3.1.3 电解铝

随着国内环保政策趋严，产能出清及产能置换加快落实，电解铝行业的 4500 万吨年产能政策上限愈发明确。2025 年国内电解铝运行产能接近满产状态，截至 10 月，运行产能达到 4443.40 万吨，产能利用率高达 98.70%，今年以来月度产量持续高位。海外方面，考虑到几内亚政策调整及冰岛世纪铝厂的减产，海外产能预计释放缓慢，全球原铝供应或面临阶段性偏紧。

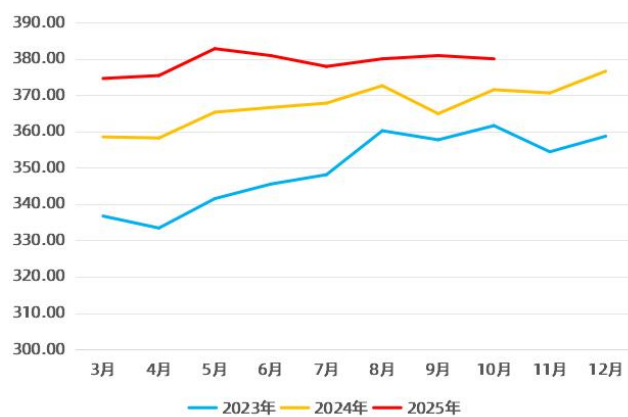
随着原材料铝土矿、氧化铝等价格下行，而原铝价格因需求逐步转好而逐步上涨，使得电解铝行业利润持续增厚。2025 年前三季度，申万铝板块公司合计实现 329.60 亿元，同比增长 11.03%。

图 34：全国电解铝建成、运行产能（万吨）



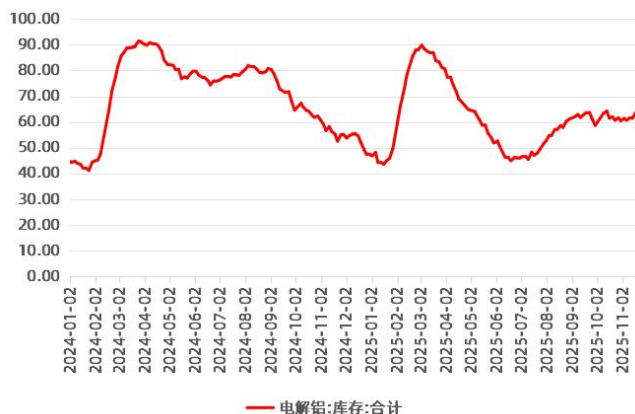
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 35：电解铝月度产量（万吨）



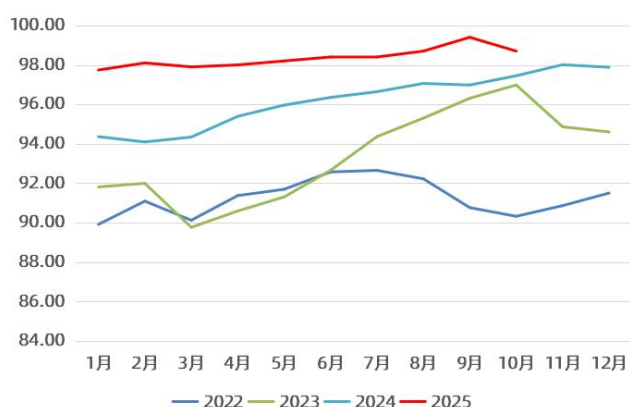
数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图 36：全国电解铝社会库存（万吨）



数据来源：iFind，上海有色，东莞证券研究所

图 37：电解铝产能利用率（%）



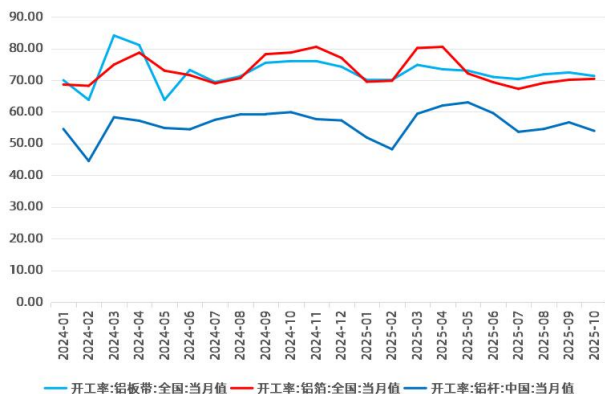
数据来源：iFind，东莞证券研究所

3.2 铝行业需求端：新旧需求接替发力

整体来看，2025 年以来铝材初加工端开工情况出现结构性分化，在新能源及家电领域的驱动下，铝板、铝杆、铝箔等呈现高景气，而铝型材因建筑端需求偏弱，整体开工率受到压制。据同花顺金融数据，2025 年 10 月，铝板、铝箔、铝杆的开工率分别为 71.32%、70.42%、54.00%。未来铝初加工材的核心驱动将继续来自新能源领域的需求扩张，新能源汽车渗透率、光伏及风电装机容量的提升将使得铝箔、铝板持续高景气。铝型材方面，工业型材需求维持韧性，建筑型材持续关注地产领域边际修复机遇。

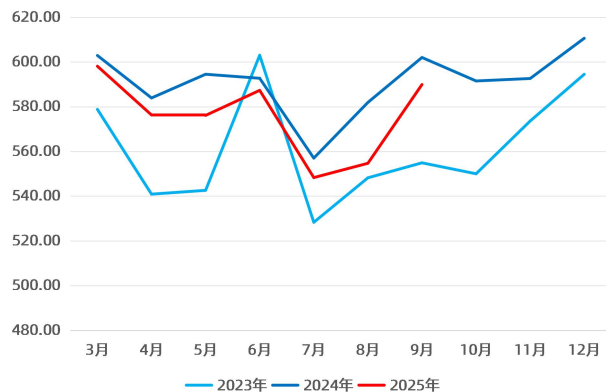
凭借诸多优良特性，铝材的终端应用领域加快拓展。2023 年，国内原铝终端消费结构中，建筑用铝占比 24%，交通用铝 23%，电力电子用铝 21%，包装用铝 11%，耐用消费品 10%，机械设备 8%。随着地产消费的降温，建筑用铝占比逐年下降，而汽车轻量化、航空器轻量化、能源转型等概念推动汽车用铝、电子电力用铝的需求快速提升。

图 38：铝箔、铝杆、铝板带月度开工率（%）



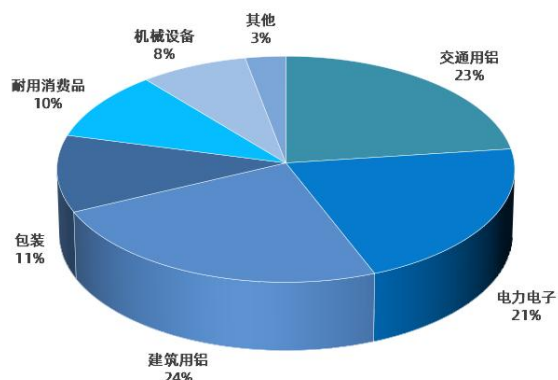
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 39：铝材产量（万吨）



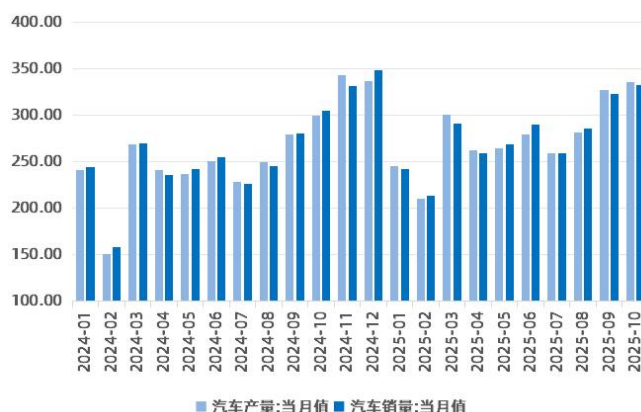
数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

图：2023 年我国原铝消费占比



数据来源：iFind，上海有色网，东莞证券研究所

图 41：中国汽车月度产销量（万辆）



数据来源：iFind，中国汽车工业协会，东莞证券研究所

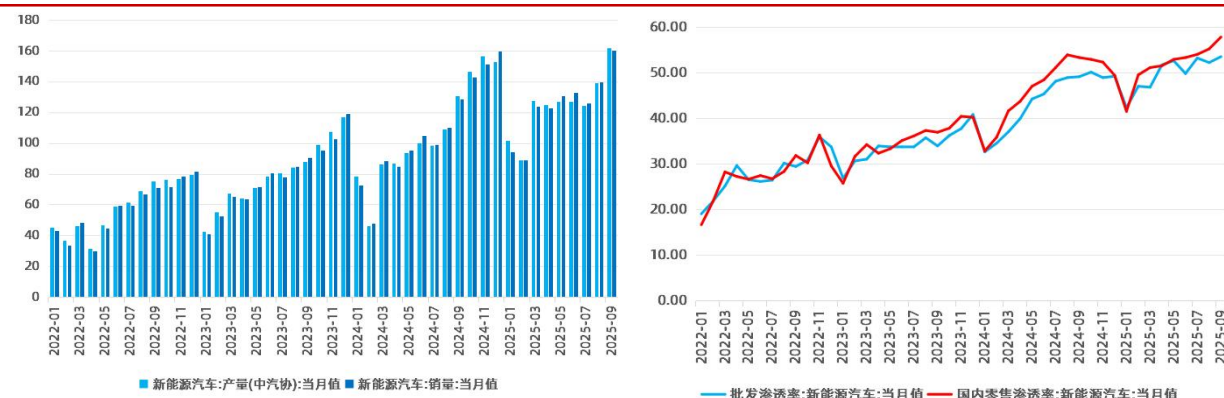
3.2.1 汽车及新能源用铝需求稳中有升

铝材具备轻质高强、耐腐蚀性强、导热散热性强、可加工性高等特点，汽车铝材在提升传统汽车燃油效率、提高新能源汽车续航里程、优化车辆操控性能、增强车身结构安全性，以及提升车辆美观度等方面有着显著优势。目前，铝材广泛应用于汽车车身框架、底盘系统、动力系统、电力系统及内饰等组成部分。

根据中国汽车工程学会编制的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，2025 年、2030 年，我国乘用车新车百公里油耗将分别降至 4.6L、3.2L，而基于铝材等轻质合金的汽车轻量化改造是实现油耗降低的重要途径。今年 10 月 22 日，中国汽车工程学会理事长发布《节能与新能源汽车技术路线图 3.0》，技术路线图 3.0 列出了我国汽车行业 6 个全新的发展目标：我国汽车碳排放总量将先于国家碳排放承诺，于 2028 年左右提前达峰，并在 2040 年较峰值下降 60%以上；新能源汽车到 2040 年渗透率将达 80%以上；车路云基建成熟，并实现高级别自动驾驶汽车大规模应用；中国成为全球汽车科技创新策源地；建成现代化汽车产业集群；融合全球产业体系，进入世界汽车强国前列。

“双碳”进程的推进加速了新能源汽车产业蓬勃发展，汽车轻量化成为提升新能源汽车续航能力的关键。据中国汽车工业协会数据，2025 年 1 至 10 月，我国汽车产销量分别完成 2766.2 万辆和 2764.5 万辆，同比分别增长 13.10%和 12.28%。随着各项宏观政策协同发力，以及汽车轻量化趋势的普及，纯电车及燃油车各类汽车零部件的轻质合金用量持续提升，铝材的需求有望进一步提升。

图 42：2022 年以来国内新能源汽车产销量（万辆） 图 43：我国新能源汽车批发及零售渗透率（%）



数据来源：iFind，中国汽车工业协会，东莞证券研究所 iFind，乘联会，东莞证券研究所

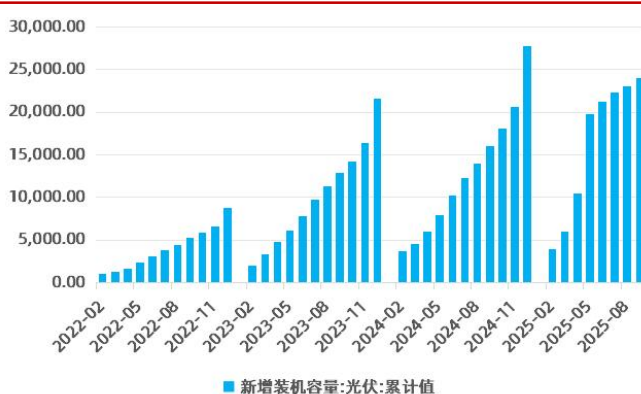
铝材在新能源领域运用广泛，随着光伏、风电等领域需求激增，智能电网设备不断完善，新能源用铝需求将快速上涨。当下，水、风、光等可再生能源正加快进入我国能源体系转变的进程。光伏行业随着国家电网的大力推进，正处于蓬勃发展态势，光伏用铝品质工艺要求较高，主要应用在光伏组件的边框和光伏电站的支架当中。风电行业中，铝合金凭借其轻质化且高强度的特点，广泛应用于风电设施风力发电机桨叶、塔架、连接座及其他零部件。

新增装机容量方面，2025 年 1—9 月，全国风电新增装机容量 6109 万千瓦，较去年同期增长 56.16%；光伏新增装机容量达到 24027 万千瓦，同比增长 49.35%。在 2024 年风电及光伏装机容量的高基数背景下，2025 年装机容量持续增长，表明风电及光伏市场仍具投资潜力。作为清洁高效的能源代表，未来投向太阳能及风电的投资有望持续加大，预计将拉动相应铝材需求。

图 44：我国风电新增装机容量（万千瓦）



图 45：我国光伏新增装机容量（万千瓦）



数据来源：iFind，中国电力企业联合会，东莞证券研究所

数据来源：iFind，中国电力企业联合会，东莞证券研究所

3.2.2 地产及其他用铝需求

相较传统的建筑钢材，铝合金型材具有易加工、易着色、耐腐蚀、外观时尚等一系列优点。随着建筑及工业领域对材料的强度、加工性、轻量化等需求的提升，轻质合金在建筑领域的使用正加速普及。2025 年 1—10 月，房地产竣工端面积同比下降 16.90%，降幅较 1—9 月扩大 1.60 个百分点。当下，我国房地产市场呈现边际改善，且区域分化加剧，政策端通过超宽松购房政策以及专项债收储等多项举措为房地产市场托底，需持续关注政策端的接续发力以及落地情况。

其他用铝领域包括电子产品、家用电器、日常包装消费等众多场景。电子产品对于材料的重量、强度及导热性有着较高要求，因而轻质合金成为制造手机、平板、笔记本电脑等产品的理想材料。众多电子产品采用铝合金作为外部装饰件和内部结构件，因其坚固而轻巧，同时兼具散热性强的特点。此外，铝合金可加工性强，在保证硬度、轻质的前提下，提升了电子产品的美观性及质感。

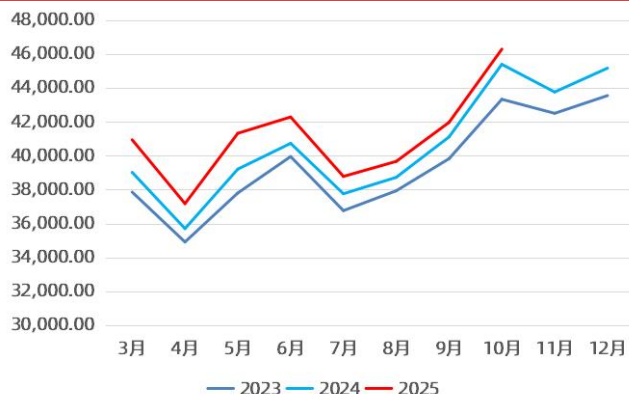
家电用铝材主要用于各种母线、架线、导体、电气元件、冰箱、空调、电缆等领域，在家电出口向好的支撑下，预计家电用铝需求将延续增长。此外，食品、药品、化妆品普遍采用铝制包装，包装用铝在日常生活中得到广泛应用，其消耗铝材用量随着社会消费品零售总额的变化而变化。

铝材凭借着其独特的性能优势及不断拓展的应用领域，市场前景巨大。随着我国内外双循环加快推进，高质量发展成为我国首要任务，作为工业金属领域重要的支柱成分，铝合金在汽车轻量化、一体化压铸、航空器减重、建筑建材轻质高强度等领域发挥着不可或缺的作用。

图 46：房地产竣工面积累计同比（%）



图 47：社会消费品零售总额（亿元）



数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

4. 战略金属——国之重器，科技先锋

4.1 稀土——供给趋于稳定，需求亟待提振

4.1.1 中国稀土产业位于全球领先地位

根据美国地质调查局数据，2024 年全球稀土产量合计 39 万吨，其中中国产量达到 27 万吨，占比约 70%；全球稀土储量预估超过 9000 万吨，其中中国拥有 4400 万吨，占比约 48.9%，其他储量较多的国家包括巴西、印度、澳大利亚等。

国内方面，2024 年全年开采指标为 27 万吨，较 2023 年仅增加 5.88%，2021 年至 2023 年平均增速为 22.14%；2024 年冶炼分离指标为 25.4 万吨，较 2023 年增加 4.16%，而 2021 年至 2023 年平均增速为 21.80%。近年来，稀土开采及冶炼指标增速逐步放缓，表明国家在稀土行业供需关系变化下及时做出调整，对于优化行业结构、加强资源保护、稳定稀土产品价格等方面具有重要意义。

图：2024 年全球稀土储量分布情况

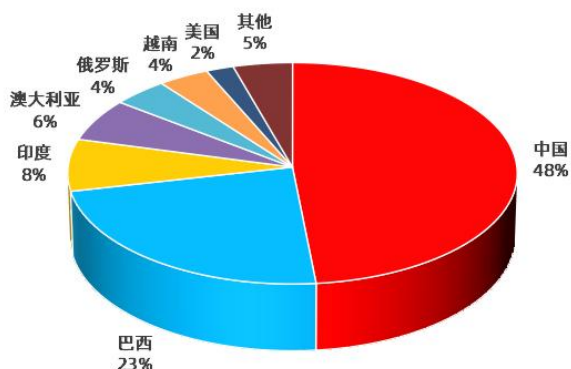
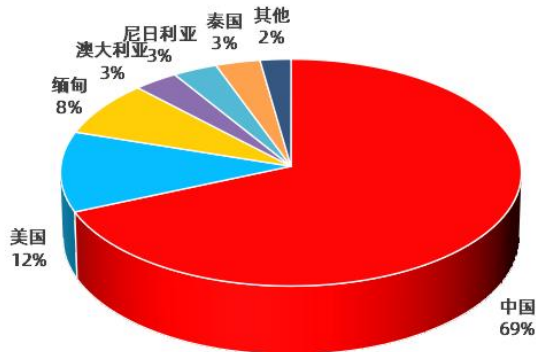


图 49：2024 年全球稀土产量占比情况



数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

图 50：稀土矿开采总量控制指标及增速（吨，%）

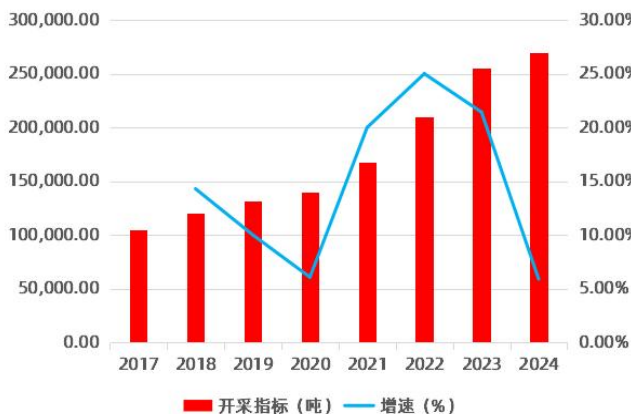


图 51：稀土冶炼分离总量控制指标及增速（吨，%）



数据来源：iFind，自然资源部，东莞证券研究所

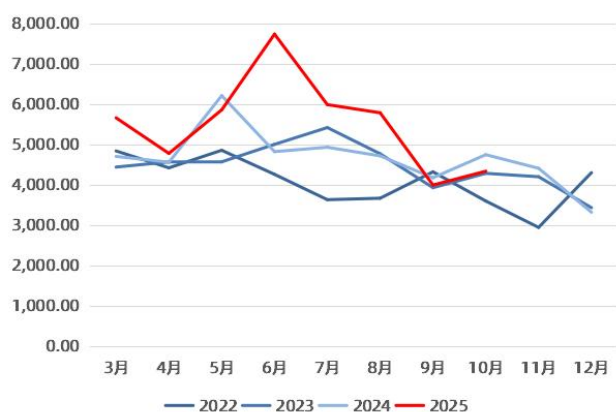
数据来源：iFind，自然资源部，东莞证券研究所

图 52：稀土进口量当月值（吨）



数据来源：iFind，海关总署，东莞证券研究所

图 53：稀土出口量当月值（吨）



数据来源：iFind，海关总署，东莞证券研究所

供给侧结构性改革深化，行业集中度持续提升。当前，我国稀土行业供给侧正加快结构性改革，总量调控升级、行业整合提速、进口管控强化、非法产能出清对供给格局形成重塑。南北双雄中国稀土集团（中重稀土）与北方稀土集团（轻稀土）占据全国 90% 以上的稀土指标，已形成“南重北轻”的稀土格局。2026 年，中国稀土行业供给将继续围绕政策引领，行业集中度有望进一步提升，稀土开采冶炼指标的分配预计仍将按照“总量控制、按需供给”进行，指标增速或维持低位。

稀土战略价值持续凸显。全球资源博弈加剧的背景下，稀土战略属性凸显。国内方面通过发布《稀土管理条例》《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理暂行办法》《稀土产品信息追溯管理办法》等政策，加强对稀土全链条管控。美国加大对本土企业扶持力度，美国国防部入股 MP Materials 并成为其最大股东，为钕铁硼氧化物设定了每公斤 110 美元的最低采购价。

出口企业业绩有望转好。2025 年 11 月 7 日，商务部与海关总署联合发布公告，宣布自即日起至 2026 年 11 月 10 日，暂停实施涉及超硬材料、稀土相关物项、锂电池及人造石墨负极材料的 6 项出口管制措施。此次政策松绑，不仅是产业发展与战略安全的体现，同时表明我国对稀土产业的主动权。随着中美贸易缓和，我国稀土出口量有望提升，稀土出口企业业绩有加速修复的预期，将稳固我国稀土产业在全球的主导地位。

全球供应量难有较大增长。展望 2026 年，全球稀土供给将延续“中国刚性管控、海外增量有限”的局面。国内方面，稀土开采与冶炼分离配额增速或进一步收窄，且随着环保督察与低效产能出清推进，整体供给受到限制。海外供给扰动已成常态，缅甸克钦邦明确 2025 年底起全面停采稀土矿，其 2026 年对我国出口量或归于零；美国 MP Materials 公司冶炼技术仍存瓶颈，且停止对我国精矿供应。综合来看，2026 年稀土供应在国内刚性管控及海外扰动不断等因素影响下，全球供应量难有较大提升，或推动稀土产品价格中枢上行。

4.1.2 稀土行业需求端——新旧需求接替发力

稀土下游最大的应用领域是稀土磁材，作为新兴战略产业，稀土磁材在推动传统产业转型升级和未来新兴产业培育中发挥着不可或缺的作用。当前，新能源汽车、风力发电、工业节能电机、变频空调等领域稀土需求稳步增长，人形机器人、低空经济等概念为稀土需求打开新的成长曲线。

人形机器人及工业自动化人形机器人中驱动系统、控制系统及制动系统均采用稀土磁材。北方稀土表示一台人形机器人大约需要 3.5kg 高性能钕铁硼磁材，其稀土磁材用量高于新能源汽车，随着人形机器人产业的快速发展，其稀土磁材需求量有望提升。

2021 年 8 月，特斯拉推出人形机器人 Optimus 概念，并于 2022 年 9 月推出第一代 Optimus 原型机；2023 年 12 月 12 日，特斯拉发布 Optimus-Gen2，其灵活性与稳定性显著增强；2024 年 10 月，特斯拉召开 “We, Robot” 发布会，马斯克表示 Optimus-Gen2 将于 2025 年小批量生产，计划 2026 年大规模交付；10 月的发布会上，特斯拉推出 Optimus-Gen3，第三代机器人展示出强大的性能与广泛的应用潜力。进入 2025 年，人形机器人产业化进程加快推进，各大机器人公司接连发布新一代产品。

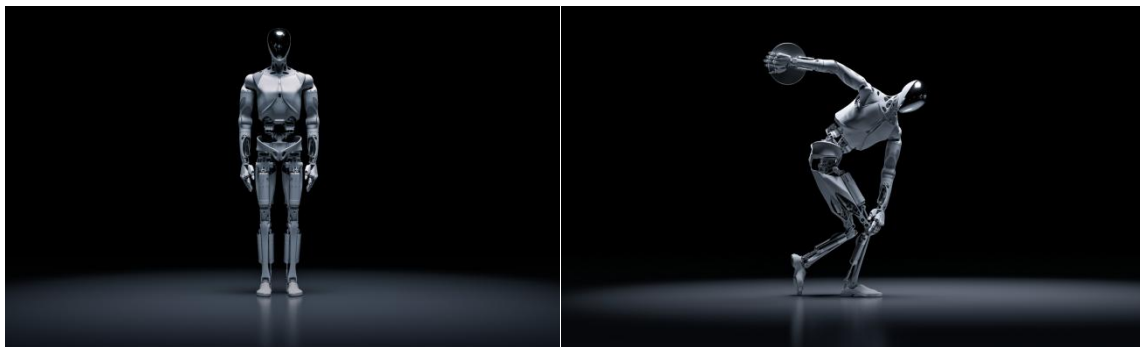
在今年特斯拉第三季度财报电话会上，马斯克表示，特斯拉在机器人领域的优势在于现实世界人工智能、电气和机械工程能力以及规模化生产能力，有望在明年第一季度推出 Optimus V3，且计划在 2026 年底前启动年产 100 万台 Optimus 的生产线。

表 2：主要人形机器人产品介绍及图示

研发公司	特斯拉	宇树科技	1X	智元	优必选
产品名称	Optimus-Gen 2	Unitree G1	NEO Gamma	灵犀X2	天工行者
发布日期	2023年12月12日	2024年5月13日	2025年2月21日	2025年3月11日	2025年3月12日
产品简介	高约173cm，体重63kg，负载约20kg。采用“完全端到端”训练，可实现视频信号输入，控制信号输出，能自主对物品分类，适应变化的环境并做出调整。	高度127cm，最大体重约35kg，手臂臂展约0.45米，小腿+大腿长度为0.6米，拥有23-43个关节电机，膝关节最大扭矩120牛米，移动速度为2米/秒。采用13串锂电池供电方式，电池容量为9000毫安时，续航约2小时。售价为9.9万元起。	搭载视觉操作模型，内置1X自研大语言模型，设计更加人性化，完全为家庭场景量身打造，定价在3万美元以内。	身高1.3米左右，具备完善的运动、交互及作业能力，不仅能像人一样走路、跑动、转身，甚至还能骑自行车、跳舞、玩平衡车、读药品说明书。	身高达到170厘米，全身拥有20个自由度，能够以10公里/小时的速度稳定奔跑。能为高校及科研机构提供完整的人形机器人研究解决方案。定价29.9万元起。
产品图示					

数据来源：特斯拉官网，宇树科技官网，1X官网，智元机器人官网，北京人形机器人创新中心官网，百度百科，东莞证券研究所

图 54：小鹏 AI 机器人 IRON

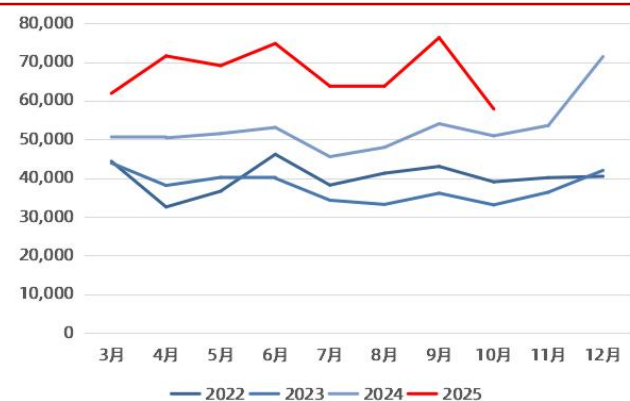


数据来源：小鹏汽车官网，东莞证券研究所

11 月 5 日，小鹏科技日活动上，小鹏全新一代 IRON 人形机器人亮相。IRON 作为最拟人的人形机器人，拥有[骨骼—肌肉—皮肤]：仿人脊椎、仿生肌肉、全包覆柔性皮肤、头部 3D 曲面显示、仿生灵动双肩、实现 22 个自由度的灵巧手，并搭载行业首发应用全固态电池，做到极致轻量化及安全。全新一代人形机器人 IRON 搭载物理世界大模型，拥有 3 颗图灵 AI 芯片，构建 VLT+VLA+VLM 高阶大小脑能力组合，可实现对话、行走、交互等高阶智能。小鹏目标成为中国首个量产高阶人形机器人的公司，并于 2026 年底计划实现规模量产。

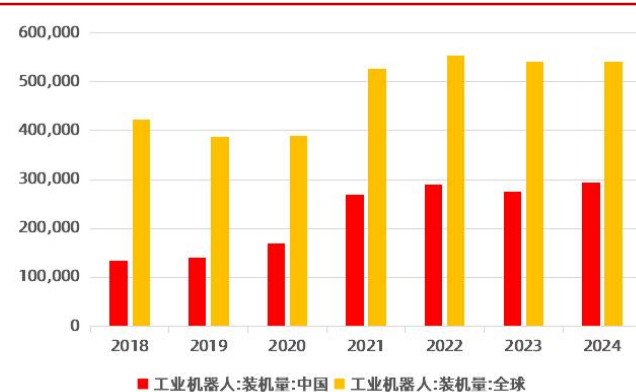
当下，全球人形机器人进程加快推进，代表着具身智能等新范式正驱动通用人工智能技术不断突破。未来随着深化开源开放，人形机器人行业壁垒或逐步打通，有望形成创新合力，实现普惠发展，推动人工智能产业持续壮大，将有效拉动对稀土磁材的需求。

图 55：中国工业机器人产量（台）



数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

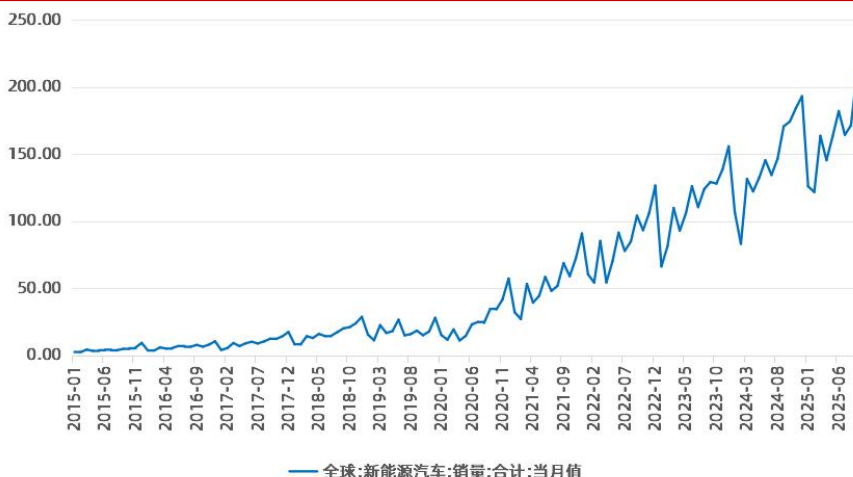
图 56：全球及中国工业机器人装机量（台）



数据来源：iFind，国际机器人联合会（IFR），东莞证券研究所

稀土材料在工业自动化领域的应用主要包括工业伺服电机、传感器及催化剂等方面，其中工业伺服电机为核心应用。工业伺服电机是在工业自动化领域广泛应用的执行元件，普遍采用永磁同步电机或直流电机结构。国家统计局数据显示，2025 年 1—10 月总产量为 53.89 万台，同比增长 33.39%。2024 年全球工业机器人装机量为 54.2 万台，其中中国工业机器人装机量为 29.5 万台，占比达到 54.43%。展望未来，随着我国工业自动化进程加快，工业机器人在制造加工、仓储物流、医疗及教育等多领域将得到更为广泛的应用，后续有望持续加大对钕铁硼磁材的需求。

图 57：全球新能源汽车销量（万辆）



数据来源：iFind，CleanTechnica，东莞证券研究所

稀土磁材广泛地运用于新能源汽车中驱动电机、助力转向电机等启动电机部分。稀土永磁电机凭借着高功率密度、高能效化、轻量化等特点，成为新能源汽车市场中驱动系统的首选。作为稀土产业链终端需求占比最高的领域，新能源汽车市场的发展态势与行业中稀土磁材技术的更迭对稀土产业景气度影响较大。据 EVTank 数据，2025 年 1—9 月，全球新能源汽车销量达到 1447.86 万辆，同比增长 23.47%。尽管部分车企正研发无稀土永磁电机，但稀土永磁材料在高转速、高转矩密度的领域优势在短期难以替代，在可预见的未来内仍将是新能源汽车的最优解。

除新能源汽车外，多家稀土磁材企业表示高性能钕铁硼磁体可用于低空经济领域产品，包括无人机及飞行汽车等领域，主要应用部分包括动力系统电机及推进器、传感器，部分飞行器会采用稀土合金的机翼结构来提升材料的强度及耐腐蚀性。随着低空经济市场规模持续扩张，稀土磁材的另一需求增长点或将逐步打开。

风电发电机主要分为直驱式、半直驱式永磁同步发电机及双馈式异步发电机，高性能钕铁硼永磁材料是前两者的核心部件。在“双碳”政策推动下，风电产业快速发展，直接拉动钕铁硼磁材需求。2024 年全国新增并网风电装机 7982 万千瓦，同比增长 5.50%；国家能源局《2025 年能源工作指导意见》明确，2025 年全国发电总装机将超 36 亿千瓦，新增新能源装机超 2 亿千瓦，国内风电光伏发展势头稳固。

全球风电市场同样潜力可观，据全球风能理事会报告，2024—2028 年全球风电新增装机预计达 791GW，年均 158GW。其中陆上风电新增 653GW，复合年均增长率 6.6%；海上风电新增 138GW，复合年均增长率高达 28%。海外海上风电开发提速，新兴市场陆上风电装机扩容，叠加全球风电机组大型化趋势，永磁直驱电机占比将提升，未来稀土磁材需求将持续扩大。

图 58：国内新增风电装机容量（万千瓦）

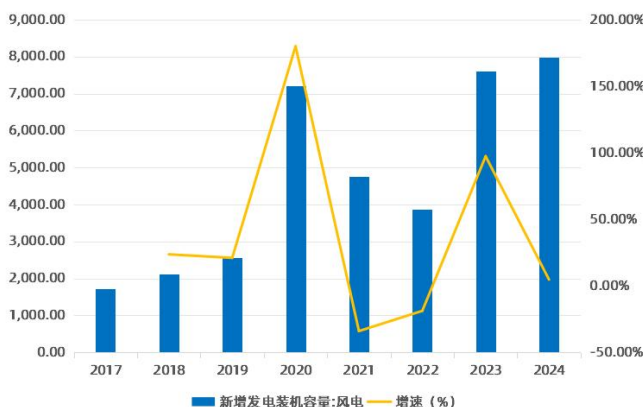
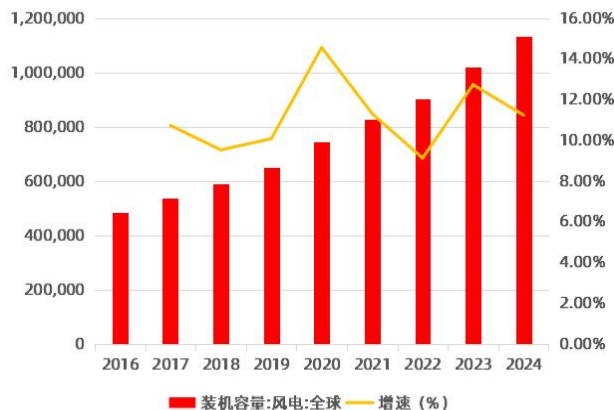


图 59：全球风电装机容量（兆瓦）



数据来源：iFind，中国电力企业联合会，东莞证券研究所

数据来源：iFind，全球风能协会，东莞证券研究所

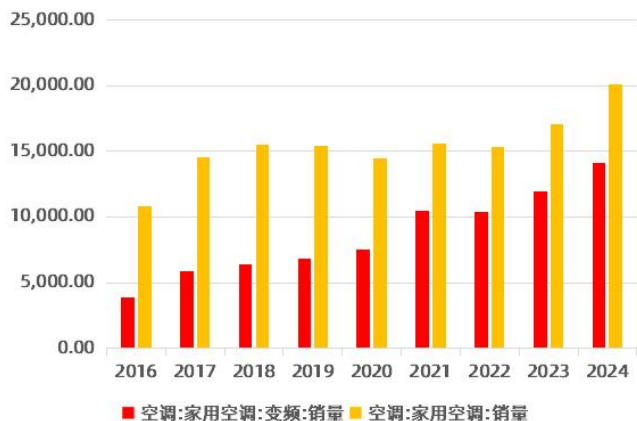
稀土在节能电器中应用广泛，核心包括稀土永磁电机、荧光材料及催化剂。稀土永磁电机体积小、功率高、能耗低，已普遍用于空调、冰箱等家电；荧光材料颜色纯、发光效率高，可提升显示设备图像效果；催化剂则能促进反应或净化空气。其中永磁电机因高磁能积等特性，是变频空调关键部件，2020 年空调新国标实施后，其压缩机需用高性能烧结钕铁硼永磁体达标。

产业在线数据显示，2024 年中国家用空调产量 20085.30 万台，变频空调占 14116.41 万台，渗透率达到 70.28%。未来，在能效补贴、以旧换新等政策加持下，空调产量将增长，变频空调市场规模进一步扩大，其对稀土磁材的需求也将稳步攀升。

图 60：中国变频空调销量当月值（万台）



图 61：中国家用空调、变频家用空调年销量（万台）



数据来源：iFind，产业在线，东莞证券研究所

数据来源：iFind，产业在线，东莞证券研究所

2025 年 8 月 5 日，据包头市工业和信息化局新闻，国内首条稀土盘式电机智能示范线在稀土新材料技术创新中心落地。该示范线搭载着最新制造工艺的微小型盘式电机，现已产出第一代成熟产品——3 瓦、6 毫米稀土永磁轴向磁通电机。体积更小、能量更足，额定转速每分钟 4500-5500 转，最大扭矩约 15 毫牛·米，最高效率 70% 以上，在极限性能方面的突出表现远超同类产品。

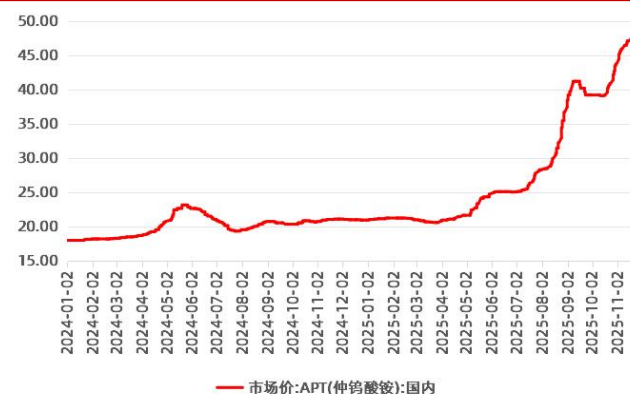
2026 年全球稀土需求或维持高增速，新能源汽车、家电、风电为核心驱动力，人形机器人等新兴需求贡献增量。随着新能源汽车渗透率进一步提升，对稀土磁材需求量有望加大；家电领域受能效升级推动及出口提振，永磁材料采购量趋于增长；风电需求持续放量，国内海上风电装机量提升将加大对稀土需求；人形机器人产业化加速，为稀土磁材贡献增量。结合前文所述，2026 年全球稀土供应量难有较大提升，且稀土需求维持高增速背景下，稀土产品价格中枢有望上行。

4.2 钨——烈火金刚，工业牙齿

4.2.1 钨行业供给——供应持续趋紧

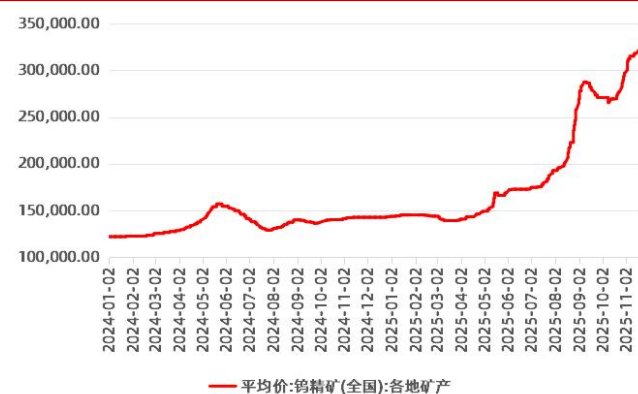
小金属凭借独特物理化学性质，成为高端制造、半导体、新能源、人工智能等战略性新兴产业的关键材料。中国作为全球主要的小金属生产国，随着资源博弈的加剧，我国自 2023 年以来对战略小金属的保护措施持续升级，推动全球供需格局重塑，强化小金属战略资源属性。

图 62：仲钨酸铵（APT）市场价（万元/吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 63：钨精矿平均价格（元/吨）



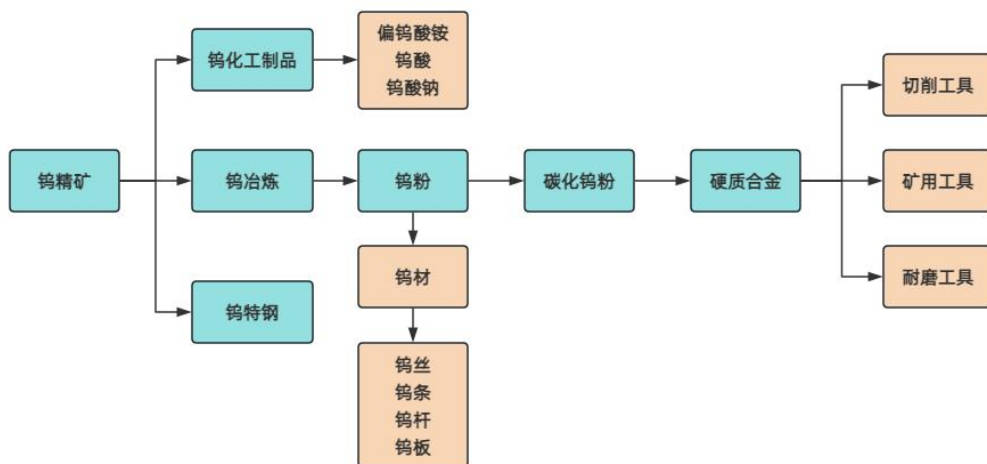
数据来源：iFind，东莞证券研究所

钨是典型的小金属材料，凭借着高熔点、高硬度等特性被誉为“工业牙齿”。我国的钨矿储量、钨矿产量及贸易量位于全球领先地位。据美国地质调查局数据，2024 年中国钨精矿产量为 67000 公吨，储量为 240 万公吨，均为世界第一。其他产量靠前的国家分别为越南、俄罗斯、朝鲜，2024 年产量分别为 3400、2000、1700 公吨；储量靠前的国家分别为澳大利亚、俄罗斯及越南，2024 年储量分别为 57、40、14 万公吨。

2025 年 4 月 21 日，自然资源部发布《关于下达 2025 年度钨矿开采总量控制指标（第一批）的通知》，明确 2025 年度第一批钨矿（三氧化钨含量 65%）开采总量控制指标为 5.8 万吨，较去年同期的 6.2 万吨同比减少 6.5%。受国内环保限产与海外新增产能延迟的影响，钨供给日益趋紧。钨的需求端与工业生产息息相关，硬质合金、军工合金、光伏用钨丝为当下主要的钨需求领域，钨价走势与全球制造业发展态势紧密联系。截至 11 月 19 日，APT 价格收于 47.90 万元/吨，国内钨精矿价格收于 32.17 万元/吨。

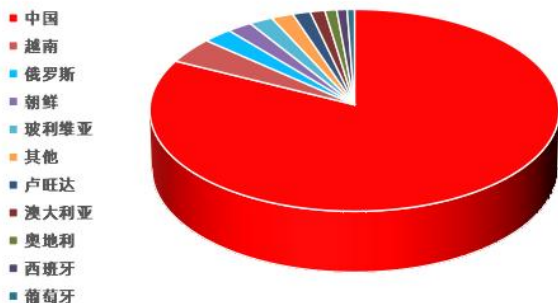
总体而言，我国钨矿供应占全球主导地位，江西、湖南等地钨矿供给因资源枯竭及环保督察等影响，钨精矿供应量或有所收缩。海外增量主要来自哈萨克斯坦巴库塔钨矿，该矿已于 2025 年 4 月投产。因中国供应收缩，且海外增量有限，预计 2026 年全球钨供应或延续紧张格局。

图 64：钨行业产业链全景图



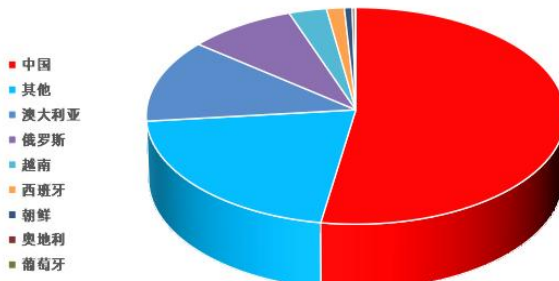
数据来源：厦门钨业2024年年报，东莞证券研究所

图 65：2024 年全球钨精矿产量占比



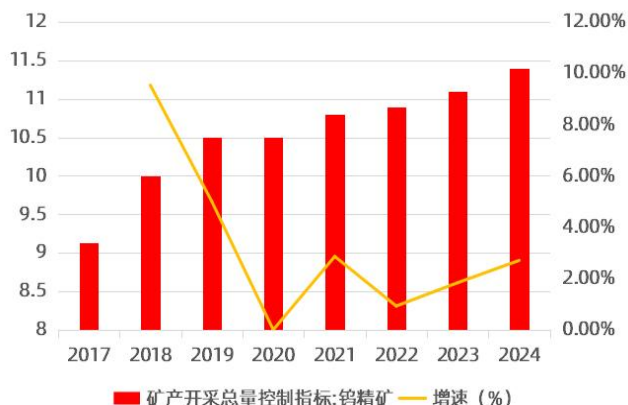
数据来源：USGS，东莞证券研究所

图 66：2024 年全球钨精矿储备占比



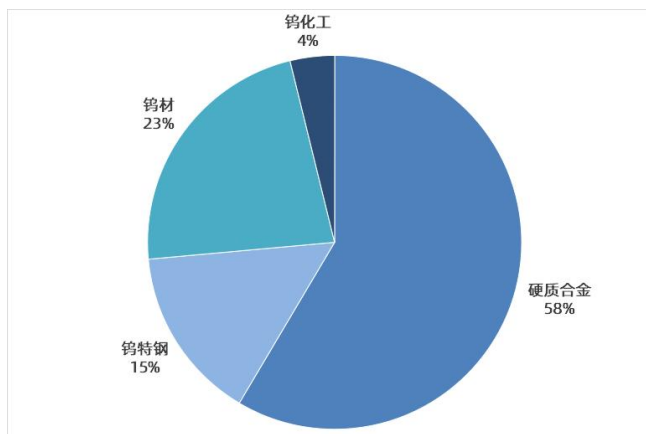
数据来源：USGS，东莞证券研究所

图 67：钨精矿开采总量控制指标及增速（吨，%）



数据来源：自然资源部，东莞证券研究所

图 68：2024 年中国钨下游消费结构



数据来源：安泰科，厦门钨业 2024 年年报，东莞证券研究所

4.2.2 钨行业需求——硬质合金主导，光伏钨丝、核聚变助力

硬质合金：高端制造的中流砥柱。硬质合金作为钨下游最大的应用领域，约 60% 的钨资源流向该领域。2024 年我国硬质合金消费量达到 4.14 万吨，呈现稳步增长态势。凭借着高硬度、高强度、耐磨性与耐腐蚀性，硬质合金成为汽车制造、航空航天、机械加工等行业精密制造环节的优选。

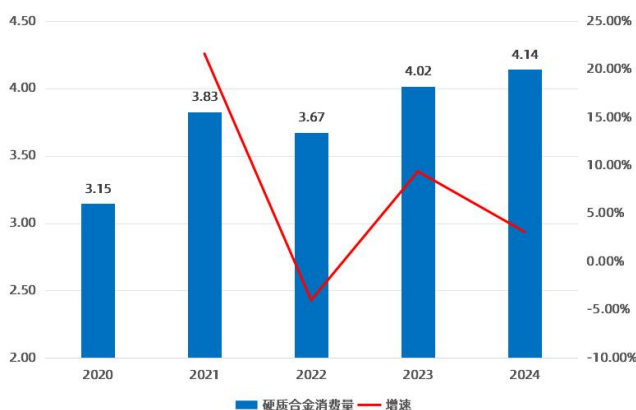
于汽车制造而言，汽车的发动机、变速箱、制动器、轮毂等零部件制造广泛采用金属切削加工工艺，技术含量高且工艺复杂，是金属切削刀具需求量最大的领域之一，伴随新能源汽车产销量的增长，加工精度要求进一步攀升，将持续拉动对硬质合金的需求。航空航天领域中，硬质合金用于制造飞机发动机高温部件、起落架等关键结构件，可满足轻量化、耐高温等特性，支撑我国航空领域技术迭代。当下，大规模设备更新行动加快推进，工业生产对高精度、长寿命的切削工具需求快速增长。

图 69：2023 年中国硬质合金产量结构



数据来源：中国钨业协会，观研天下，东莞证券研究所

图 70：国内硬质合金消费量（万吨）



数据来源：安泰科，厦门钨业 2024 年年报，东莞证券研究所

光伏钨丝：钨丝金刚线市场快速扩张。随着光伏产业高速发展，产能产量迅速扩张，降本增效成为行业发展的主旋律。当前，硅片尺寸持续增大、厚度不断减薄，对切割线性能提出更高要求，传统碳钢线在断线率、切割精度等方面渐露疲态，而钨丝金刚线凭借高硬高强以及极低的断线率优势，成为硅片切割环节的主流选择。国内钨业龙头厦门钨业、中钨高新等企业纷纷加大研发投入，扩充光伏用钨丝产能。2024 年，国内钨材消费量达到 1.6 万吨，同比增长 6.67%。展望未来，随着全球光伏装机量持续增长，钨丝金刚线的渗透率将稳步提升，有望成为拉动钨需求的新兴增长极。

图 71：国内光伏组件产量（MW）

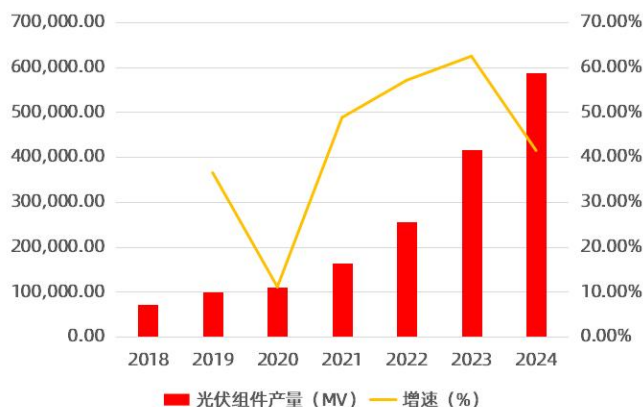
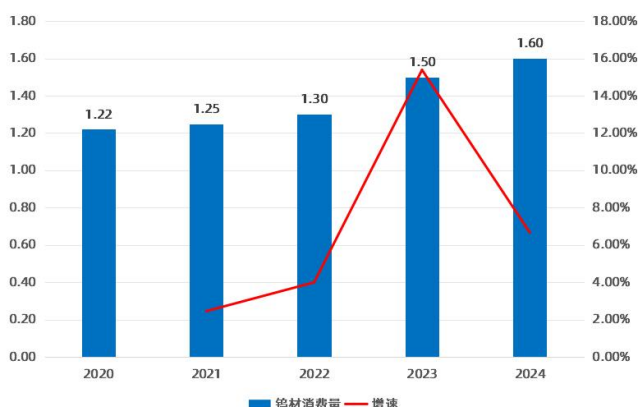


图 72：国内钨材消费量（万吨）



数据来源：iFind，中国光伏行业协会，工信部，东莞证券研究所

数据来源：安泰科，厦门钨业2024年年报，东莞证券研究所

核聚变：用钨需求崭露头角。在全球能源转型及可持续发展理念的助力下，核聚变作为清洁、高效、可持续的能源解决方案备受瞩目。钨具备高熔点、低溅射率以及超强的抗中子辐照能力，因而成为核聚变反应堆的第一壁与偏滤器的关键制造材料。今年 4 月 30 日，ITER（国际热核聚变实验堆）宣布全球规模最大、功率最强的脉冲超导电磁体系统所有组件制造完成。2025 年，ITER 计划组装结束并进入下一调试阶段，预计于 2028 年点亮第一束等离子体，2034 年进一步开始实验运行。随着全球核聚变研究持续突破，同时商业核聚变项目加速落地，核聚变领域对钨的需求量将快速增长，将推动钨材料向更高性能、更尖端的场景迈进。

PCB 微钻：碳化钨为主流。钨凭借高熔点、低电阻率、高耐磨性等优异特性，在 PCB 领域应用广泛，碳化钨硬质合金微钻可实现多层 PCB 的超细微孔高效加工，适配高密度 PCB 的精密制造需求，主流直径为 0.1—1mm，且行业中直径 0.01mm 规格的微钻已实现量产。随着终端 AI 服务器，汽车电子等领域驱动，对微钻的使用频率或将进一步增长，且随着国产替代提速，碳化物 PCB 微钻需求有望提升。

4.3 碳酸锂：储能、固态电池发力，关注供需错配机遇

全球锂资源供给大部分来自盐湖和硬岩锂矿。全球盐湖主要分布在南美和中国，锂矿山依然集中在澳大利亚。据天齐锂业 2025 年半年报，伍德麦肯兹 2025 年第二季度数据统计，2024 年全球锂资源供给量约 144.9 万吨 LCE，同比增长 33.5%；其中硬岩型锂资源供应 97.3 万吨 LCE，同比增长 34.6%，占总供应量约 67%，持续占据主要地位。伍德麦肯兹预测，2025 年至 2030 年全球锂资源端供应将以 12.5% 的复合增长率快速增长，到 2030 年以后增速放缓。

锂精矿价格大致随锂化工产品价格运行。2025 年 1 月 2 日截至 2025 年 6 月 30 日，碳酸锂期货主力合约价格由 7.98 万元/吨回落至 6.23 万元/吨，跌幅累计 22%。总体来看，2025 年以来碳酸锂供应继续维持高位运行，锂盐持续累库，叠加下游正极材料厂排产增速不及预期，致使碳酸锂期货价格下探。2025 年 7 月以来，随着反内卷政策导向，碳酸锂期货价格迎来反弹。进入 8 月，宁德时代视下窝矿停产，加之全球供应扰动持续，供应收缩预期进一步推升锂价回升。9 月因视下窝复产预期有所回调，但随后在供需缺口扩大和库存持续去化支撑下，价格再次强势上行。11 月，江西锂矿采矿权出让新规落地，矿业权出让收益将按照评估价值、市场基准价就高确定，推升了生产端成本，对锂矿价格形成支撑。截至 11 月 14 日，碳酸锂期价收于 8.64 万元/吨，较 6 月低点上涨约 46.7%。

当前国内碳酸锂产量继续攀升，国内冶炼厂开工率维持高位。国内 10 月碳酸锂产量为 5.15 万吨，环比增长 9.31%，同比增长 62.15%。虽然国内供应量持续增长，但考虑到江西地区锂矿环保整治、冬季盐湖进入生产淡季以及全球新增产能有限等因素，或对锂盐供给形成一定趋紧的预期。

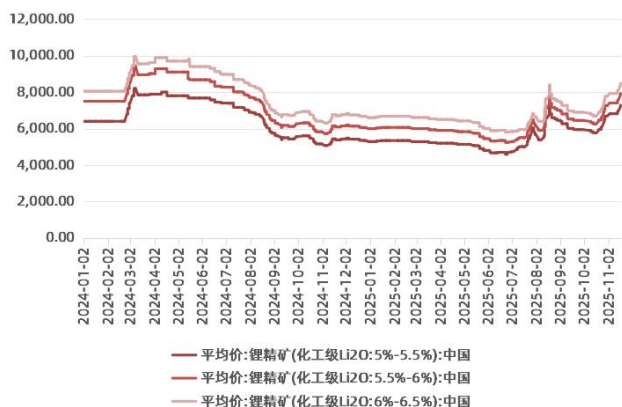
需求端，当前碳酸锂下游需求持续旺盛，动力电池、储能电池需求强劲，固态电池产业化提速成为新增长点。中汽协数据显示，今年 1 至 10 月份，我国新能源汽车产销量维持较快增长，产销量分别完成 2769.2 万辆和 2768.7 万辆，同比增长均超过 10%，新能源汽车产销量分别完成 1301.5 万辆和 1294.3 万辆，同比分别增长 33.1% 和 32.7%。其中，10 月份新能源汽车月度新车销量首次超过了汽车新车总销量的 50%，达到 51.6%。在出口方面，今年 1 至 10 月份，新能源汽车出口 201.4 万辆，同比增长 90.4%。

国家发展改革委、国家能源局 9 月印发《新型储能规模化建设专项行动方案》，方案提出到 2027 年中国新型储能装机规模将达到 1.8 亿千瓦以上，有望拉动新增项目投资约 2500 亿元。国家能源局数据显示，截至 9 月底，我国新型储能装机规模超过 1 亿千瓦，与“十三五”末相比增长超 30 倍，装机规模占全球总装机比例超过 40%。储能市场增长迅猛，将继续提升对碳酸锂需求。

固态电池方面，2025 年比亚迪、孚能科技等企业已实现半固态电池 GWh 级量产，且固态电池碳酸锂的消耗量较传统液态电池高。集邦咨询表示，未来随着使用成本、充放电效率及循环寿命等关键指标改善，半固态电池装车量将缓步上升，预估市场渗透率将于 2027 年突破 1%，装车规模将迈向 10 万辆以上。集邦咨询预计 2030 年全球固态电池（含半固态）市场需求将突破 206GWh，并于 2035 年扩大至 740GWh 以上。

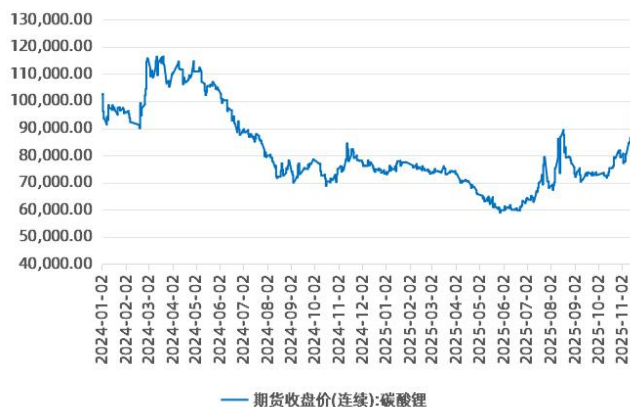
未来碳酸锂价格或将呈现稳步回升的趋势。随着供给端高成本产能出清、新增产能投放滞后等影响，供给产能增速或逐步放缓。需求端在储能市场爆发，叠加新能源汽车渗透率提升、固态电池产业化加速等推动，碳酸锂价格中枢或将逐步上移。

图 73：国内锂精矿价格（元/吨）



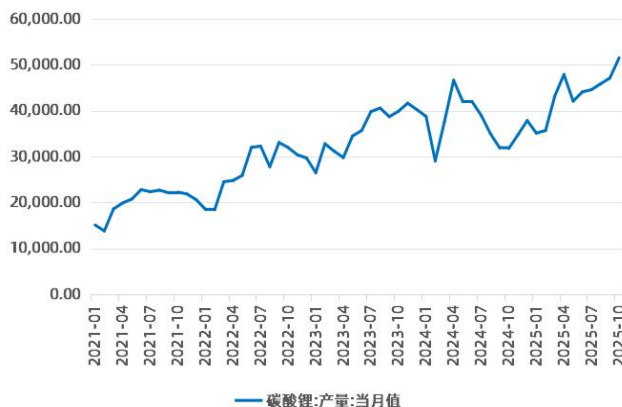
数据来源：iFind，工信部，东莞证券研究所

图 74：碳酸锂期货价格（元/吨）



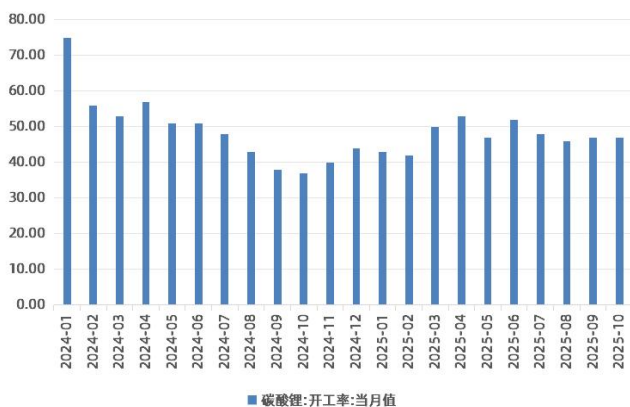
数据来源：iFind，广州期货交易所，东莞证券研究所

图 75：国内碳酸锂产量（吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 76：国内碳酸锂开工率（%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 黄金—信用重构，黄金昂首

5.1 多重因素共振，需求激增助涨金价

黄金兼具商品属性及金融属性，其金融属性可划分为货币、投资及避险三大属性。影响黄金的主要因素包括实际利率、通货膨胀、美元指数以及国际宏观环境等，均是通过作用于货币、投资及避险属性从而改变金价走向。

据美国地质调查局数据，2024 年全球的黄金储备仅有 6.4 万吨，黄金储量前三的国家分别为澳大利亚、俄罗斯和南非，储量分别为 1.2 万吨、1.2 万吨、0.5 万吨，中国的黄金储量较少，仅有 3100 吨。矿产量方面，2024 年全球黄金产量为 3300 吨，我国贡献了 380 吨，位居首位。

黄金下游需求可分为黄金饰品、工业应用、金币金条、黄金 ETF 投资需求及央行储备等领域。珠宝首饰作为最大的需求板块占比达到 46%；近年来央行为优化储备结构加大购金力度，央行购金需求占比提升至 21%；而因持续走高的金价，使得金条需求占比降至 19%。

图：2025 年以来国际金价走势与美元指数（美元/盎司，数据截至 11 月 18 日）



数据来源：iFind，伦敦金银市场协会，纽约金属交易所，东莞证券研究所

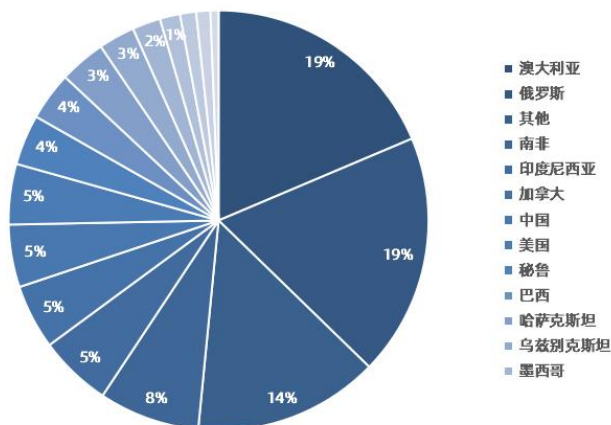
2025 年以来，国际金价呈现震荡上行态势，美元信用弱化、美联储降息预期、全球央行继续增持黄金、投资者避险需求增加、投机资金加快进场等多方因素共同作用，为金价上行形成合力。今年一季度，美联储降息预期升温，美元实际利率下行，且避险情绪持续作用，推动金价从年初的 2671 美元/盎司上涨至 3200 美元/盎司附近。

4 月，美国通胀数据反复，叠加贸易摩擦升级，大宗商品市场承压，投资者为缓解流动性压力抛售黄金，导致金价出现短期回调。随着市场恐慌情绪释放，避险情绪重新主导，推动伦敦金现货价格于 4 月 22 日突破 3500 美元/盎司。5 月以来，因关税谈判等因素加剧市场分歧，黄金市场多空力量博弈加剧，使得金价在高位区间持续震荡。

进入下半年，美国非农数据疲软等释放经济增长放缓信号，美联储降息预期激增，叠加美元指数与 10 年期美债收益率大幅下行，推动金价快速上涨。此外，地缘风险多点持续催生避险需求，全球央行继续增持黄金，同时投机资金涌入，多重因素助力金价进一步上行。10 月以来，随着地缘风险缓和带来避险溢价消退，前期获利资金退出，同时因美联储后续降息预期减退，前期利好情绪透支被反转，导致金价大幅波动。

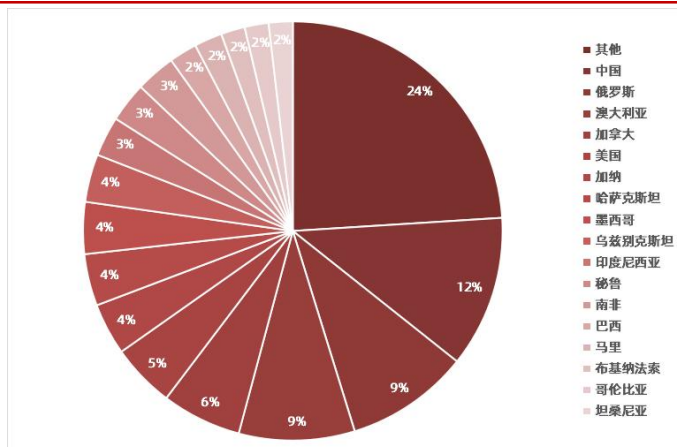
据世界黄金协会数据，2025 年第三季度全球黄金需求表现强劲，总需求量达 1313 吨、总金额达 1460 亿美元，创单季度历史最高纪录。投资端，9 月全球实物黄金 ETF 录得历史最大单月流入，推动三季度总流入达创纪录的 260 亿美元，截至季末 ETF 资产管理总规模增至 4720 亿美元，总持仓 3838 吨，逼近历史峰值；金条与金币需求同比增长 17% 至 316 吨，中国市场 74 吨的销量成为重要支撑；央行层面，三季度全球央行净购金量为 220 吨，环比增长 28%、同比增长 10%，前三季度累计 634 吨，较去年同期减少 12.43%。

图：2024 年全球黄金储量占比情况



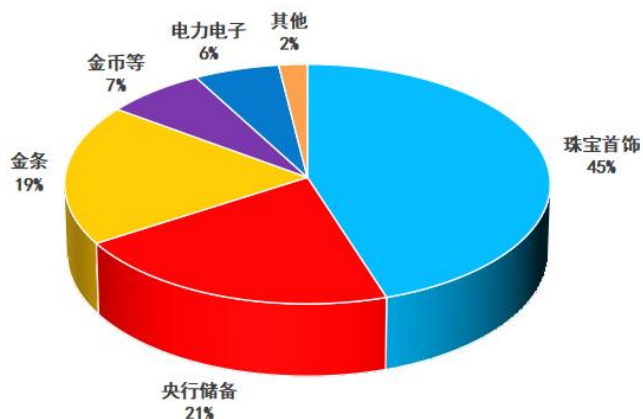
数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

图 79：2024 年全球黄金矿产量占比情况



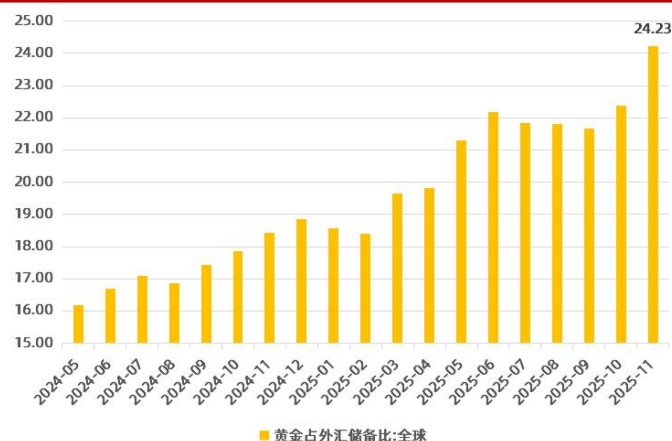
数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

图 80：2024 年全球黄金下游消费结构



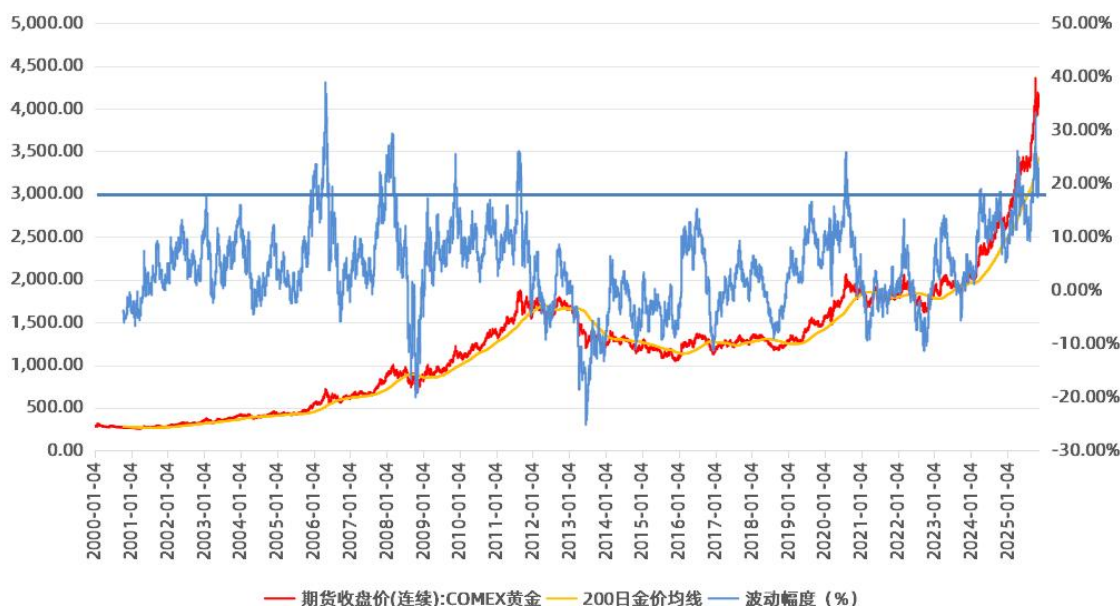
数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

图 81：全球黄金占外汇储备比（%）



数据来源：iFind，世界黄金协会，东莞证券研究所

图 82：国际金价与 200 日金价均线偏离幅度（美元/盎司，数据截至 11 月 19 日）



数据来源：iFind，纽约金属交易所，东莞证券研究所

5.2 美元信用下降主导，关注美联储降息节奏

美元信用体系面临多重考验。今年 5 月，穆迪宣布，由于美国政府债务和利率支付比例增加，决定将美国主权信用评级从 AAA 下调至 AA1。截至 2025 年 10 月，美国联邦债务总额已突破 38 万亿美元，占 GDP 比重超 120%；2025 财年联邦赤字达 1.98 万亿美元，利息支出已成为最大财政负担之一；11 月 12 日美国总统签署了国会两院通过的一项联邦政府临时拨款法案，结束了已持续 43 天的联邦政府停摆，然而此次史上最长停摆进一步动摇了全球对美元资产的信任。

尽管美元强势的地位在短期难以撼动，但随着去美元化持续推进，以黄金及其他货币进行交易的份额正在提升。2025 年 9 月，美元在全球支付系统占比为 47.79%，欧元份额升至 22.77%，人民币支付份额 3.17%，已跃升至全球第五。国际货币基金组织 2025 年第二季度的数据显示，美元在全球外汇储备中的占比已经跌至 56.32%，创下 30 年新低。截至 2025 年 11 月，黄金在各国外汇储备中的占比提升至 24.23%。

美联储在“控通胀”与“稳增长”中寻求平衡。美联储于 2025 年 9 月和 10 月连续两次降息 25 个基点，将联邦基金利率下调至 3.75%—4.00% 区间，并宣布 12 月 1 日正式结束持续近三年的缩表。美国就业市场持续降温，8 月失业率升至 4.3% 且就业增长放缓，9 月 CPI 同比增长 3.0% 虽略高于 2.0% 的目标，但剔除关税影响后已接近政策目标。对于 2025 年 12 月议息会议，美联储内部分歧明显，虽继续依赖数据导向进行政策制定，而独立性受损带来的政策可信度削弱，进一步加剧了后续路径的不确定性，动摇了美元资产的价值基础。

黄金正迎来货币属性的强势复归。黄金价格与美元指数间呈现显著负相关关系，当前美元信用体系正遭遇结构性考验，强化了黄金货币属性的重估与复归。作为人类历史上最悠久的历史价值锚定载体，黄金重新成为全球资产配置中对冲信用风险的核心选择。与此同时，美联储正深陷控通胀与经济增速回落的局面，后续货币政策路径的不确定性显著提升，其政策摇摆进一步推升了黄金的避险溢价。而全球宏观经济增长前景的变数、地缘政治的潜在扰动，使得黄金的避险属性愈发凸显。

全球央行净增持黄金的趋势延续，且 2025 年第三季度净购金量环比增长 28%，同比增长 10%，进一步印证了黄金货币属性的回归。尽管短期黄金市场面临避险情绪减退、投机资金获利出场等因素，多空力量博弈有所加剧，但中长期来看，美元信用下降已形成趋势、避险情绪持续托底、全球央行购金常态化，使得金价仍具备上涨动能。

图 83：美国债务总额（万亿美元）

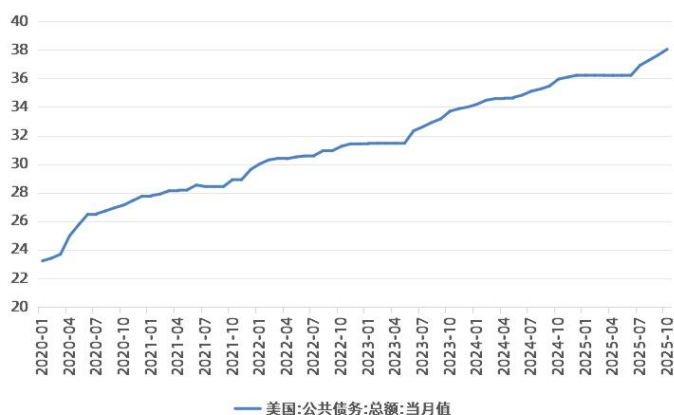
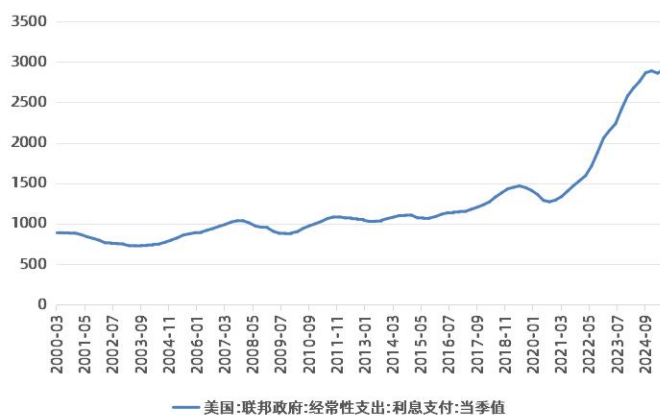


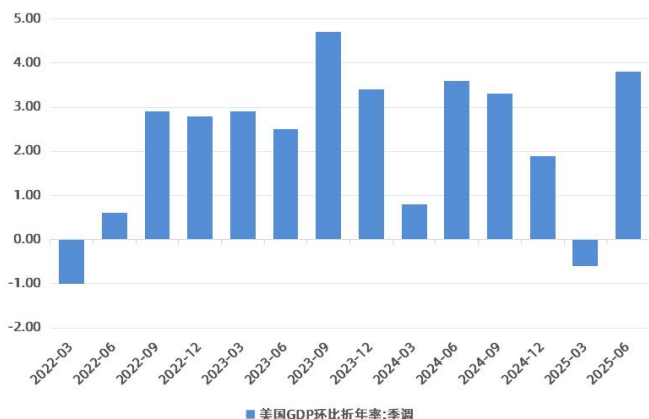
图 84：联邦政府利息支出（百万美元）



数据来源：iFind，美国财政部，东莞证券研究所

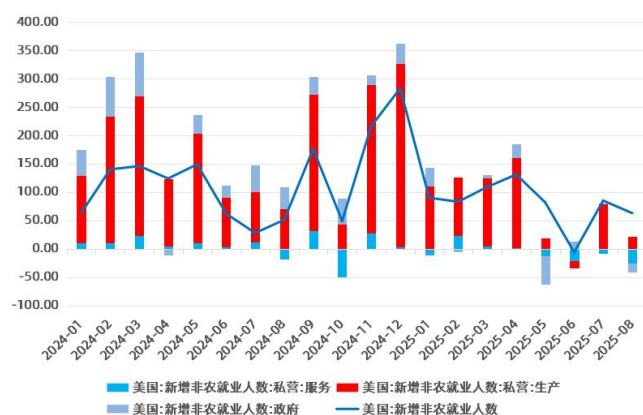
数据来源：iFind，美国经济分析局，东莞证券研究所

图 85：美国 GDP 环比增速（季调，%）



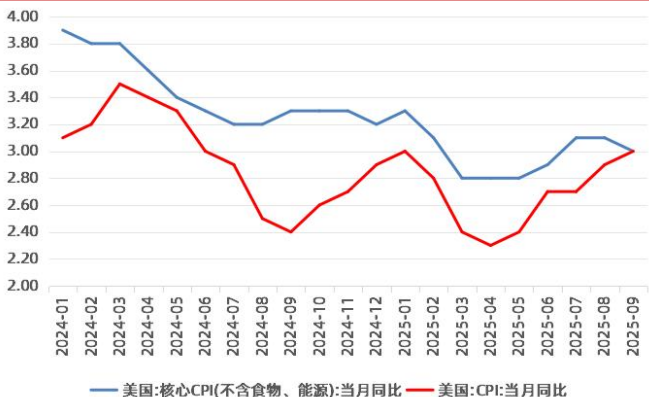
数据来源：iFind，美国经济分析局，东莞证券研究所

图 86：美国新增非农就业人数（千人）



数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

图 87：美国 CPI 及核心 CPI 同比增速（%）



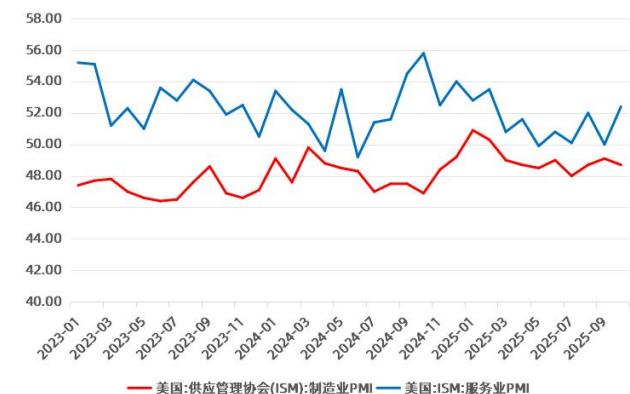
数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

图 88：美国 PCE 及核心 PCE 同比增速（%）



数据来源：iFind，美国经济分析局，东莞证券研究所

图 89：美国制造业及服务业 PMI



数据来源：iFind，美国供应管理协会，东莞证券研究所

图 90：联邦基金目标利率（%）



数据来源：iFind，美联储，东莞证券研究所

6. 投资建议

铜：供需格局主导，降息周期助力。全球范围内铜矿供给扰动不断，国内方面因冶炼费用持续低位，且随着铜精矿趋紧预期传导，后续精炼铜产量或逐步回落。需求端，随着新能源产业的蓬勃发展以及 AI 电子领域对铜材的拉动，铜的新增需求量有望持续提升。未来铜价在供需格局转好以及全球降息周期开启的背景下有望延续上涨。

铝：供给刚性，需求分化。铝材凭借着其独特的性能优势及不断拓展的应用领域，市场前景巨大。随着我国内外双循环加快推进，高质量发展成为我国首要任务，作为工业金属领域重要的支柱成分，铝合金在汽车轻量化、一体化压铸、航空器减重、建筑建材轻质高强度等领域发挥着不可或缺的作用。

能源金属：储能、固态电池发力，关注供需错配机遇。国内 10 月碳酸锂产量 5.15 万吨，同环比均大幅增长，冶炼厂开工率虽在高位，但江西锂矿环保整治、冬季盐湖淡季等因素将约束供给增量。需求端，今年前 10 月新能源汽车产销量同比增超 30%，10 月渗透率破 50%且出口高增，储能装机规模快速扩张，叠加半固态电池实现 GWh 级量产且耗锂量更高，成为新增长点。供需格局逐步改善叠加反内卷政策持续助力，未来碳酸锂价格有望稳步回升。

钨：烈火金刚，工业牙齿。我国钨矿供应占全球主导地位，国内钨矿供给因资源枯竭及环保督察等影响，钨精矿供应量或有所收缩。海外增量主要来自哈萨克斯坦巴库塔钨矿，该矿已于 2025 年 4 月投产。因中国供应收缩，且海外增量有限，预计 2026 年全球钨供应或延续紧张格局。硬质合金对钨材需求趋于稳定，且在光伏钨丝、核聚变、PCB 微钻等新兴需求拉动下，钨材有望向更尖端、更广阔的场景迈进。

稀土：供给趋于稳定，需求亟待提振。2026 年全球稀土供给受国内刚性管控持续加码、海外产能扰动频发的双重约束，总量难有显著增长，供给端整体保持平稳。需求端以新能源汽车、家电、风电为核心支撑，人形机器人等新兴赛道加速渗透，持续贡献增量需求。短期随着外部风险缓释，行业风险偏好或有所回落，但出口限制政策暂缓，有望缓解企业订单压力、改善业绩预期，为需求端修复提供边际支撑。

贵金属：中长期配置价值不惧短期震荡。黄金与美元指数呈显著负相关，当前美元信用体系遭遇考验，推动黄金货币属性重估复归。同时，美联储需要在控通胀与稳经济中寻求平衡，货币政策路径不确定性升温，进一步推升黄金避险溢价。尽管短期受避险情绪减退、投机资金获利了结影响，多空博弈加剧，但中长期看，美元信用下降已成趋势、避险需求托底、央行购金常态化，使得金价仍具备上涨动能。

投资建议。工业金属：供给侧或持续受限，关注新能源领域需求增长。建议关注天山铝业（002532）、洛阳钼业（603993）、西部矿业（601168）。小金属及新材料：供给刚性约束，新兴需求爆发，建议关注厦门钨业（600549）、兴业银锡（000426）。能源金属：供给侧逐步优化，持续关注下游需求回暖情况，建议关注赣锋锂业（002460）、天齐锂业（002466）。贵金属：美元信用下降叠加央行持续购金等因素，金价仍具备上行动能。建议关注紫金矿业（601899）、赤峰黄金（600988）。

表 3：重点公司盈利预测（截至 11 月 21 日收盘价）

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
002532.SZ	天山铝业	12.50	0.96	1.03	1.28	8.22	12.18	9.79	买入	维持
601168.SH	西部矿业	22.19	1.23	1.61	1.82	13.06	13.78	12.20	买入	维持
603993.SH	洛阳钼业	15.18	0.63	0.88	1.05	10.61	17.33	14.46	买入	维持
600549.SH	厦门钨业	31.75	1.09	1.53	1.86	17.71	20.73	17.07	买入	维持
000426.SZ	兴业银锡	29.79	0.86	1.16	1.39	12.91	25.80	21.49	买入	维持
002460.SZ	赣锋锂业	64.14	-1.03	0.16	0.78	-34.05	403.16	83.54	买入	维持
002466.SZ	天齐锂业	56.08	-4.82	0.56	0.98	-6.85	99.91	56.88	买入	维持
601899.SH	紫金矿业	28.14	1.21	1.84	2.23	12.54	15.30	12.64	买入	维持
600988.SH	赤峰黄金	30.25	1.06	1.66	2.11	14.72	18.36	14.43	买入	维持

资料来源：iFind，东莞证券研究所（盈利预测采用 iFind 一致预期）

7. 风险提示

- (1) **宏观经济波动风险：**有色金属市场需求与国内外宏观经济高度相关，其产品价格随国内外宏观经济波动呈周期性变动规律。未来若宏观经济进入下行周期，或出现重大不利变化导致有色金属需求放缓，可能会对相关企业业绩产生不利影响。
- (2) **境外投资国别风险：**我国有色金属企业境外投资规模不断增加，境外项目国别政治、经济、文化发展水平差异较大，存在一定的国别政治、政策风险。
- (3) **安全生产风险：**有色金属采矿涉及多项风险，包括自然灾害、设备故障及其他突发性事件等，这些风险可能导致公司的矿山受到不可预见的财产损失和人员伤亡。
- (4) **环保风险：**有色金属企业在矿产资源开采、选冶过程中伴有可能影响环境的废弃物，如废石、废渣的排放。矿产资源的开采，不仅会产生粉尘及固体废物污染，还可能导致地貌变化、植被破坏、水土流失等现象的发生，进而影响生态环境的平衡。
- (5) **美联储超预期加息的风险：**倘若美国通胀持续韧性且就业数据超预期增长，美联储仍有可能再度加息或维持高利率环境更长时间，而超预期加息下，势必对全球大宗商品市场造成影响。
- (6) **原材料和能源价格波动风险：**随着市场环境的变化，生产各类有色金属所需的原材料和能源价格受基础原料价格和市场供需关系影响，呈现不同程度的波动。若公司不能有效地将原材料和能源价格上涨的压力转移到下游，将会对相关企业的经营业绩产生不利影响。
- (7) **金属下游实际需求下滑的风险：**有色金属行业下游多与工业、制造业密切相关，若下游消费不及预期，将对有色金属产品需求下降，产品价格或将下滑。
- (8) **在建项目进程不及预期：**目前我国各有色金属企业处于产能扩张阶段，针对产业链各环节强链补链，倘若在建项目的建设进程不及预期，可能会对相关企业的生产经营造成一定不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn