有色金属行业 2027 年度投资策略

关注宏观压制缓和，供给刚性、库存低位品种的反弹机遇

推荐（维持）

- **黄金：价格底部逐步明晰，看好长期配置价值**

1）美元信用长期走弱下，央行购金构成黄金需求托底支撑：2026 年三季度全球央行购金 321 吨，连续 24 个季度净购入，创 2024 年四季度以来单季新高；从央行购金的结构看，中国央行购金创近年新高，预计中国央行黄金储备仍有上行空间，此外部分国家非常规抛压有所放缓，新兴经济体黄金配置仍有空间。

2）加息预期对金价短期压制不改黄金长期上行趋势，当前金价底部逐步明晰：我们认为投资需求为金价弹性重要来源，2026Q3 全球黄金 ETF 持仓总量创历史新高；10 月份油价冲高抬升通胀粘性、市场加息预期抬升、美债实际收益率反弹，ETF 转为阶段性流出。26 年 9 月美联储加息重启政策收紧趋势，但当前市场已计价至 2027 年末再加息 3 次（含 26 年 12 月），叠加财政赤字与债务滚续压力制约，加息上修空间有限，而复盘历次利率周期，黄金具备较强的预期抢跑特征，进入加息后半段、市场博弈加息终点时弹性逐步打开。我们认为当前金价处于震荡筑底阶段，底部逐步明晰，预计 27 年金价有望在紧缩尾声切换和央行购金延续下重回上行。

3）投资建议：我们看好逆全球化下美元信用走弱带来的贵金属长期配置价值。推荐山金国际、中金黄金、赤峰黄金，建议关注山东黄金、招金矿业、紫金黄金国际、中国黄金国际、万国黄金集团、潼关黄金、灵宝黄金。

- **铝：高股息特征显著，红利价值构成估值支撑**

1）国内产能天花板明确，海外供给放量但不确定性仍强：2027 年国内产能净增基本为零，我们预计 2026-2028 年国内电解铝产量同比+2.0%、+0.8%、持平；海外 2027-2028 年新增产能 308 万吨、331 万吨，但电力配套滞后与 ODI 备案趋严下投产节奏不确定性较大，预计 27-28 年全球产量增速 5.3%、3.0%。

2）需求韧性仍存，极低库存及内外价差修复下沪铝价格有支撑：汽车出口、电网投资及机器人等新领域支撑需求，我们预计 26-28 年国内需求同比+2.4%、+2.2%、+2.0%，全球+1.7%、+2.3%、+2.2%；海外投产放量下 2027-2028 年全球原铝转为过剩 94 万吨、160 万吨，但当前全球社会显性库存仅 73.6 万吨且连创历史最低，且内外价差分化叠加国内铝水转化率抬升，沪铝价格或有韧性。

3）我们认为行业盈利韧性与分红能力构成板块估值核心支撑：氧化铝维持常态化过剩、电价涨幅有限、阳极高位震荡，即便 2027 年吨铝利润自极值水平向下收敛，低成本一体化与绿电铝成本优势下盈利韧性仍突出，为分红提供稳定基础；而铝公司分红规划清晰，铝价中枢回落后预计股息率仍维持在较高位置，当前估值已较充分定价铝价走弱预期，板块性价比明显。

4）投资建议：板块明确转向红利价值主线，建议关注中国宏桥、神火股份、天山铝业、中国铝业、云铝股份、宏桥控股、南山铝业、中孚实业、创新实业。

- **铜：供给刚性与结构性低库存延续，铜价有望高位震荡**

1）供应端：未来两年矿端供应仍然延续较低增速，库存结构性矛盾仍然突出。**增量：**假设项目进度完全符合预期，2026-2028 年全球预计矿产铜产量增加约 12 万吨、56 万吨、44 万吨。**库存：**关税预期导致库存结构分化严重，非美地区低库存支撑商品价格。

2）需求端：从下游需求结构上看，2026 年新能源需求中光伏领域需求下滑较大，但储能需求增速表现亮眼，弥补了光伏领域的下滑，2026 年仍达到了接近 20 万吨的增量，2027-2028 年将保持年均 13 万吨以上的增量。

3）供需平衡，从供需平衡上来看，全球供需平衡走向过剩，但库存结构导致非美地区供应紧张，2026 年-2028 年供给分别过剩 15 万吨、22 万吨、20 万吨，但如果考虑到库存大多数囤积在 COMEX 库存，非美地区供应仍显紧张。

4）投资建议：铜矿供应的低增速与国内低库存并存，27 年铜价有望高位震荡，我们建议重点关注有成长性且具备估值优势的标的：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、西部矿业、藏格矿业。

- **风险提示：**美联储加息超预期；海外经济衰退超预期；全球需求恢复不及预期；供需测算有误差。

华创证券研究所

证券分析师：刘岗

邮箱：liugang@hcyjs.com
执业编号：S0360522120002

证券分析师：李梦娇

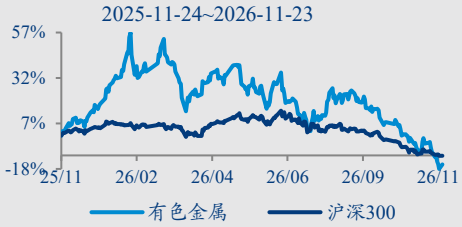
邮箱：limengjiao@hcyjs.com
执业编号：S0360525040002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	129	0.02
总市值(亿元)	39,596.90	3.57
流通市值(亿元)	31,603.36	3.73

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-14.8%	-33.8%	-16.3%
相对表现	-11.2%	-15.5%	-5.1%



相关研究报告

《有色金属行业周报（20261102-20261106）：央行购金持续提速，金价底部有望明晰》
2026-11-08

《有色金属行业周报（20261026-20261030）：铜铝持续去库，金属价格韧性强》
2026-11-01

《有色金属行业周报（20261019-20261023）：铜铝去库支撑金属价格》
2026-10-25

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	代码	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB（倍）	评级
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	
中金黄金	600489.SH	17.65	2.02	2.24	2.53	8.74	7.89	6.99	2.24	强推
山金国际	000975.SZ	22.05	1.72	2.58	2.76	12.80	8.54	7.99	3.32	强推
赤峰黄金	600988.SH	35.30	2.27	2.68	3.21	15.58	13.17	11.01	4.42	推荐
紫金矿业	601899.SH	24.26	3.13	3.54	4.02	7.75	6.86	6.03	2.38	推荐
西部矿业	601168.SH	25.25	3.35	3.72	3.85	7.54	6.78	6.57	2.30	强推
金诚信	603979.SH	46.00	5.17	6.24	7.50	8.89	7.37	6.14	1.98	强推
藏格矿业	000408.SZ	62.32	4.74	5.74	6.39	13.13	10.86	9.76	4.46	推荐
神火股份	000933.SZ	22.20	3.97	4.05	4.14	5.60	5.48	5.36	1.58	推荐
天山铝业	002532.SZ	10.59	1.88	1.99	2.08	5.63	5.33	5.10	1.36	推荐
中国宏桥	01378.HK	17.23	3.47	3.48	3.65	4.26	4.24	4.04	0.93	推荐
宏桥控股	002379.SZ	12.93	2.38	2.19	2.31	5.44	5.90	5.61	2.27	推荐
云铝股份	000807.SZ	21.35	3.97	4.37	4.58	5.38	4.88	4.67	1.72	推荐
中孚实业	600595.SH	4.77	0.94	1.03	1.08	5.08	4.61	4.41	0.92	推荐
南山铝业	600219.SH	4.19	0.47	0.54	0.62	9.01	7.71	6.71	0.88	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测　　注：股价为 2026 年 11 月 23 日收盘价

投资主题

报告亮点

本报告重点对金铜铝行业的供需格局进行了详细的分析和研判。2027 年我们建议关注宏观压制缓和，供给刚性、库存低位品种的反弹机遇，我们认为黄金受短期加息预期影响，但逆全球化趋势下随着美元信用体系弱化，央行购金支撑黄金长期需求，金价底部逐步明晰；铝供需转向阶段性宽松，但库存极低，行业盈利韧性与分红能力支撑板块估值；铜供应约束强，矿产端延续低增速，关税预期导致库存结构分化严重，非美地区低库存支撑商品价格。

投资逻辑

贵金属：我们认为逆全球化趋势下随着美元信用体系弱化，央行购金支撑黄金长期需求，当前中国央行黄金储备仍有上行空间，新兴经济体配置空间充裕，投资需求看 Q3 全球黄金 ETF 总持仓创新高，10 月以来受油价冲高与加息预期扰动转为阶段性流出，历次周期看黄金预期抢跑、加息后半段弹性逐步打开，当前市场已计价至 2027 年末再加息 3 次（含 26 年 12 月），上修空间有限，金价震荡筑底，27 年金价有望在紧缩尾声切换宽松预期和央行购金延续下重回上行，看好逆全球化下美元信用走弱带来的贵金属长期配置价值。

铝：我们认为 27 年供需转向阶段性宽松，但库存极低、红利价值凸显：供给端：2027 年国内产能净增基本为零，预计 2026-2028 年国内产量同比+2.0%、+0.8%、持平，海外 2027-2028 年新增产能 308 万吨、331 万吨，但电力配套滞后与 ODI 备案趋严下投产节奏不确定性较大，预计 27-28 年全球产量增速 5.3%、3.0%；**需求与供需平衡：**汽车出口、电网投资与机器人等新领域支撑需求，预计 26-28 年国内需求同比+2.4%、+2.2%、+2.0%，全球+1.7%、+2.3%、+2.2%，海外投产放量下 2027-2028 年全球原铝转为过剩 94 万吨、160 万吨，但社会显性库存仅 73.6 万吨且连续创历史最低，叠加内外价差修复与铝水转化率抬升，沪铝价格具备韧性；**红利属性：**行业盈利韧性与分红能力构成估值核心支撑，即便 2027 年吨铝利润自极值水平向下收敛，低成本一体化与绿电铝仍支撑盈利韧性，铝价中枢回落后预计股息率仍维持较高位置，当前估值已较充分定价铝价走弱预期，板块性价比突出。

铜：供应约束强，矿产端延续低增速。供应端：未来两年矿端供应仍然延续较低增速，库存结构性矛盾仍然突出，2026-2028 年全球预计矿产铜产量增加约 12 万吨、56 万吨、44 万吨。**需求端：**2026 年光伏、新能源车、风电、储能等领域仍达到了接近 20 万吨的增量，2027-2028 年将保持年均 13 万吨以上的增量。**从供需平衡上来看**，全球供需平衡走向过剩，但库存结构导致非美地区供应紧张，2026 年-2028 年供给分别过剩 15 万吨、22 万吨、20 万吨，但如果考虑到库存大多数囤积在 COMEX 库存，非美地区供应仍显紧张。**投资建议：**铜矿供应的低增速与国内低库存并存，27 年铜价有望高位震荡，建议重点关注有成长性且具备估值优势的标的。

目 录

一、 黄金：价格底部逐步明晰，看好长期配置价值 6
（一） 美元信用长期走弱下，央行购金构成黄金需求托底支撑 6
（二） 加息预期对金价短期压制不改黄金长期上行趋势 7
（三） 投资建议：看好黄金长期配置价值 9
二、 铝：高股息特征显著，红利价值构成估值支撑 10
（一） 国内产能天花板明确，海外项目不确定性加剧，供给总体可控 10
（二） 需求韧性仍存，全球库存冗余有限，沪铝有望支撑 12
（三） 投资建议：板块呈高股息特征，红利配置价值或对估值形成支撑 16
三、 铜：供给刚性与结构性低库存延续，铜价有望高位震荡 17
（一） 2026 年矿山产铜延续低增速，2027 年有所恢复 17
（二） 未来两年矿端供应仍然延续较低增速，库存结构性矛盾仍然突出 17
（三） 全球供需平衡走向过剩，但库存结构导致非美地区供应紧张 19
（四） 投资建议：铜矿供应低增速与国内低库存并存，27 年铜价有望高位震荡 .19
四、 风险提示 20

图表目录

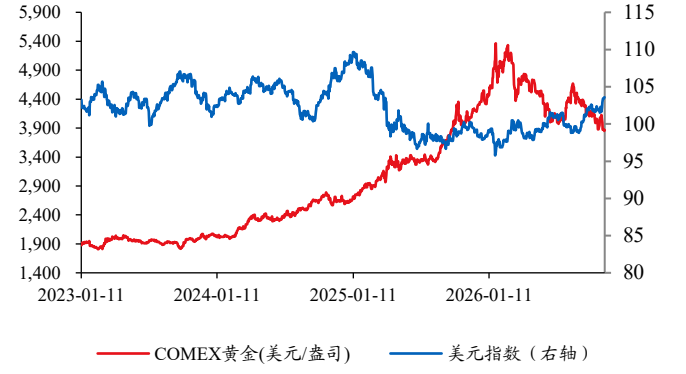
图表 1 金价和美元指数总体呈现负相关 6
图表 2 2018-2026Q3 全球央行购金情况 6
图表 3 中国央行黄金储备占比上升 6
图表 4 中国央行黄金储备占比仍远低于国际平均(%) 6
图表 5 黄金储备变化的主要来源国家情况（吨） 7
图表 6 投资需求超越央行购金需求 7
图表 7 全球黄金 ETF 季度需求与季度平均金价 7
图表 8 全球黄金 ETF 周度需求与周度平均金价 8
图表 9 美国联邦利率和金价的关系 8
图表 10 美国国债总额情况 8
图表 11 当前市场对加息预期定价情况 8
图表 12 中国电解铝在产产能及产能利用率 10
图表 13 中国电解铝产量预测及同比增长 10
图表 14 2026 年-2028 年海外新增产能情况（万吨） 11
图表 15 2022-2028 年全球电解铝产量及增速情况 11
图表 16 中国汽车累计产量及累计出口情况 12
图表 17 中国光伏新增装机情况 12
图表 18 我国铝材及制品净出口情况 13
图表 19 国内电解铝需求占比变化 13
图表 20 2022-2028 年全球电解铝平衡表 13
图表 21 中国铝锭+铝棒现货库存（万吨） 14
图表 22 全球社会铝显性库存（万吨） 14
图表 23 铝：进口盈亏 15
图表 24 美国、欧洲、日本铝现货升水情况 15
图表 25 中国电解铝铝水转化率（%） 15
图表 26 国内电解铝行业利润情况 16
图表 27 电解铝公司盈利及分红情况 16
图表 28 全球主要有增量铜矿的产量情况（万吨） 17
图表 29 全球主流地区期货库存情况 18
图表 30 中国电解铜现货库存情况（万吨） 18
图表 31 电解铜升贴水:上海（元/吨） 18
图表 32 COMEX-LME 铜价差（美元/吨） 18
图表 33 新能源铜需求测算（千吨） 18
图表 34 全球铜供需平衡表（kt） 19

一、黄金：价格底部逐步明晰，看好长期配置价值

（一）美元信用长期走弱下，央行购金构成黄金需求托底支撑

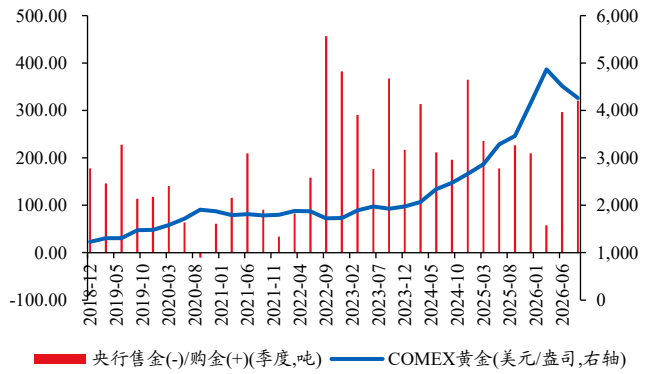
我们认为美元信用体系弱化趋势下，央行购金构成黄金需求中长期支撑。从长周期看，美元在货币体系地位影响黄金价格，金价和美元指数总体呈现负相关，逆全球化趋势下美元信用体系弱化，金价上行。2026 年以来，投资需求受高油价和高利率压制下，黄金的结构性需求韧性凸显，央行购金构成黄金需求重要托底。2026 年三季度各国央行购金总量 321 吨，同比增长 42%，为连续 24 个季度持续购金，同时创 2024 年四季度以来单季新高，且远高于五年季度平均水平，年初至今全球央行购金量超 2025 年同期水平，凸显黄金战略储备资产重要性。

图表 1　金价和美元指数总体呈现负相关



资料来源：Wind，华创证券

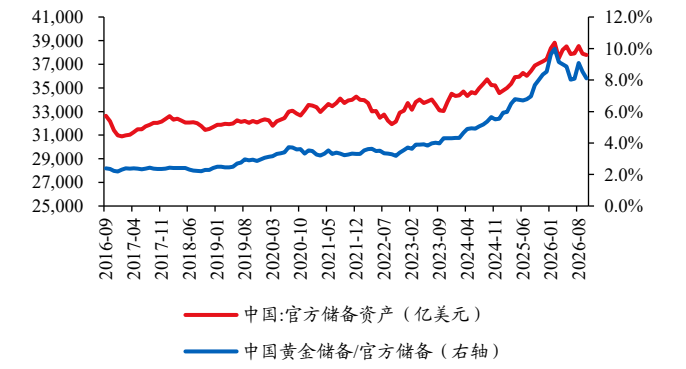
图表 2　2018-2026Q3 全球央行购金情况



资料来源：Wind，华创证券

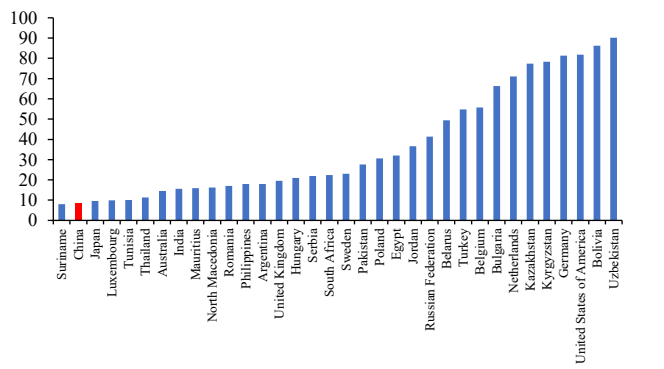
从央行购金的结构看，中国央行购金创近年新高，预计中国央行黄金储备仍有上行空间。1）**近年来中国央行黄金储备持续攀升**，截至 2026 年 10 月末，中国黄金储备为 7830 万盎司，较 9 月末的 7747 万盎司增加 83 万盎司，连续 24 个月扩大黄金储备，黄金储备总额位居全球前位。9 月末中国央行黄金/总外汇储备占比 8.5%，但中国央行黄金储备占比仍远低于全球平均水平。根据世界黄金协会统计，2026 年 Q3，中国央行黄金/总外汇储备占比比重排全球 33 位，而美国与西欧等发达经济体的黄金储备占比基本在 50%以上，全球平均水平为 24.85%、中位水平为 15.62%，预计中国央行黄金储备仍有上行空间。

图表 3　中国央行黄金储备占比上升



资料来源：Wind，华创证券

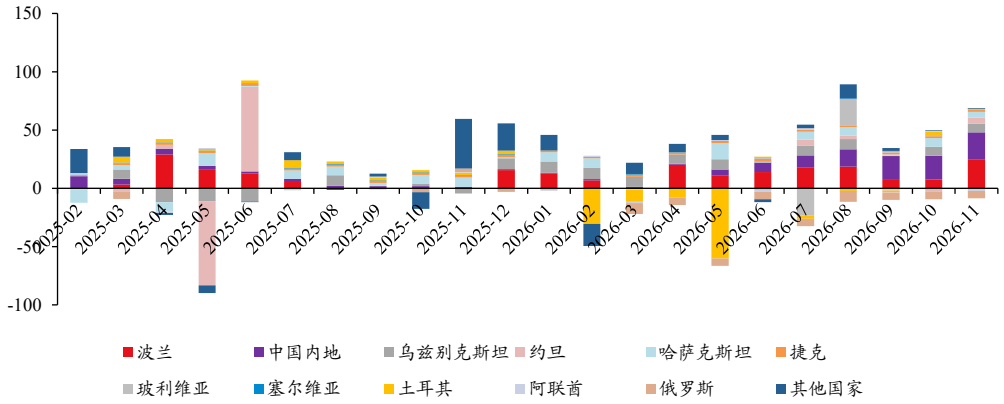
图表 4　中国央行黄金储备占比仍远低于国际平均(%)



资料来源：WGC，华创证券 注：截至 26Q3，红色柱体为中国

2）部分国家非常规抛压有所放缓，2026 年以来黄金抛压主要来自土耳其和俄罗斯，当前看土耳其已经逐步转为购金阶段，俄罗斯抛压未有升级趋势；**3）新兴经济体黄金配置仍有空间。**根据世界黄金协会统计 6 月发布的《2026 年全球央行黄金储备调研》，绝大多数受访央行（89%）认为，全球央行的黄金储备在未来 12 个月内将会增加；认为在未来 12 个月内其自身黄金储备也将增加的受访央行比例达到创纪录的 45%。2025 年全球最大黄金买家波兰央行在 2026 年 1 月计划 2026 年购买 150 吨黄金，将黄金储备提升至 700 吨；韩国央行时隔 13 年来首次计划购金，据《中央日报》等韩国媒体 8 月 3 日报道，韩国央行计划采购国内精炼金条，为时隔 13 年来首次。我们认为当前央行购金对金价托底作用正在逐步显现和强化。

图表 5　黄金储备变化的主要来源国家情况（吨）

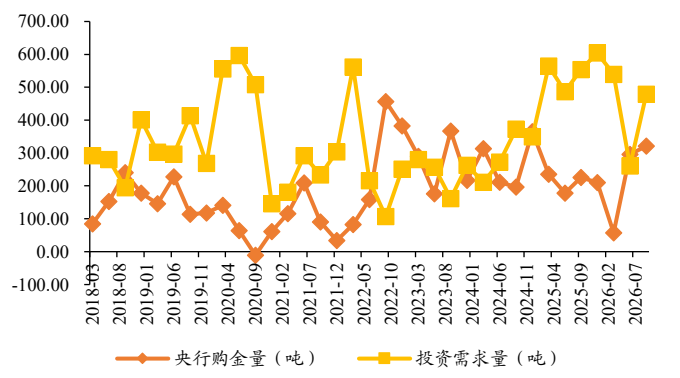


资料来源：Wind，华创证券

（二）加息预期对金价短期压制不改黄金长期上行趋势

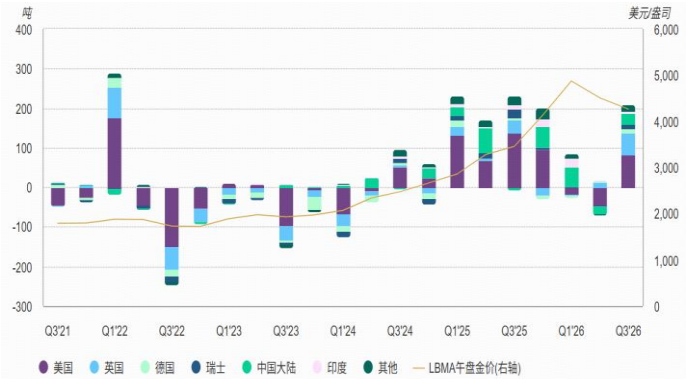
我们认为投资需求为金价弹性重要来源，2026Q3 全球黄金 ETF 持仓总量创历史新高。2026 年以来 ETF 买盘强劲叠加实物黄金投资韧性，对黄金投资需求形成支撑，地缘政治风险、市场对发达经济体财政可持续性及通胀和主权债券市场的担忧，共同推动机构资金回流。根据世界黄金协会数据，截至 2026 年三季度，全球黄金 ETF 净流入 211 吨，扭转二季度流出态势，总持仓升至创纪录的 4256 吨，其中欧洲基金领跑季度增幅，创 2022 年一季度以来最大的季度增幅，北美地区黄金 ETF 强势重回净流入区间，亚洲地区黄金 ETF 连续第三个季度录得净流入。

图表 6　投资需求超越央行购金需求



资料来源：Wind，华创证券

图表 7　全球黄金 ETF 季度需求与季度平均金价



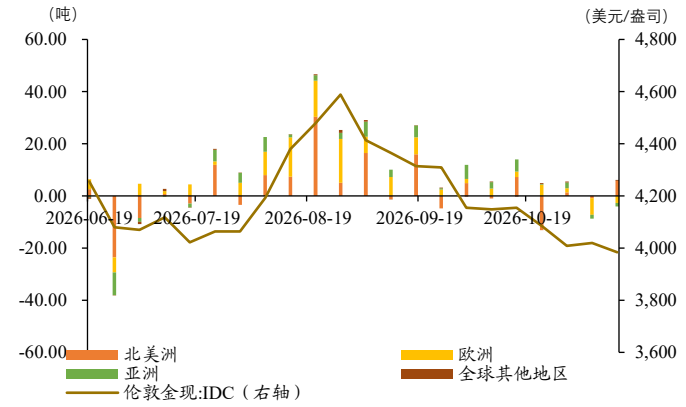
资料来源：世界黄金协会

10 月份以来，黄金 ETF 从流入放缓逐步转向流出趋势，核心受利率预期扰动主导。伴随布伦特油价前期冲高抬升通胀粘性，市场上调美联储后续加息预期，美债实际收益率反弹，无息黄金持有机会成本上行，叠加美元流动性边际收紧，共同压制 ETF 配置资金。

我们认为短期 ETF 持仓变化或是市场对美联储货币政策预期的映射。复盘美联储历次利率周期下金价与资金的表现看，黄金资产具备较强的预期抢跑特征：黄金行情往往提前定价政策终点；进入加息后半段、市场开始博弈加息终止时点时，金价弹性会逐步打开，待宽松预期持续发酵、政策转向预期落地阶段，金价通常有较强表现。

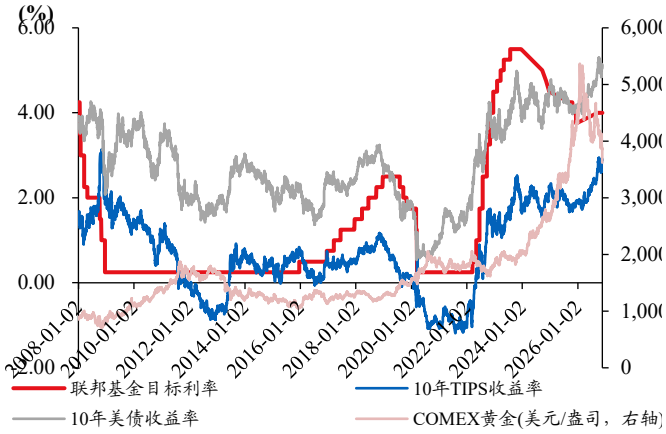
2026 年 9 月美联储加息 25bp 至 3.75%-4.00%，加息动作重启，政策重回收紧取向。当前市场已计价至明年年底美联储合计再加息 3 次（含 2026 年 12 月），后续加息预期进一步上修的空间有限，本轮紧缩带来利空或已较为充分体现；美国持续高企的财政赤字与债务滚续压力或将限制美联储持续加码加息空间。伴随美联储加息预期反复摇摆，叠加全球地缘冲突持续发酵、不确定性抬升，黄金避险溢价中枢同样具备上行基础。

图表 8　全球黄金 ETF 周度需求与周度平均金价



资料来源：Wind，华创证券

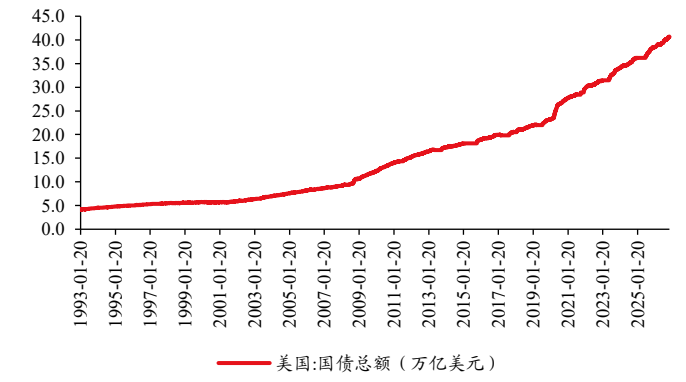
图表 9　美国联邦利率和金价的关系



资料来源：Wind，华创证券

我们认为当前金价处于震荡筑底阶段，本轮美联储加息对金价压制为短期扰动，不改黄金长期上行趋势。后续伴随油价下行、通胀粘性边际回落，叠加美国经济景气度、就业与通胀数据逐步走弱，市场定价主线或从高利率持续定价逐步切换至提前交易政策转向。预计 2027 年在加息周期尾声切换宽松预期、央行购金延续及地缘风险溢价三重催化下，金价有望重回上行通道。

图表 10　美国国债总额情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 11　当前市场对加息预期定价情况

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2026/12/9	0.0%	98.8%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	
2027/1/27	0.0%	35.3%	64.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	14.6%	47.2%	37.8%	0.5%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	11.5%	40.2%	39.8%	8.5%	0.1%	0.0%
2027/6/9	0.0%	8.2%	32.0%	39.9%	17.3%	2.5%	0.0%
2027/7/28	0.0%	7.7%	30.5%	39.4%	18.8%	3.5%	0.2%
2027/9/15	0.0%	7.4%	29.5%	39.0%	19.7%	4.1%	0.3%
2027/11/17	1.0%	10.4%	30.9%	36.3%	17.5%	3.6%	0.3%

资料来源：CME　截至 2026 年 11 月 20 日

（三）投资建议：看好黄金长期配置价值

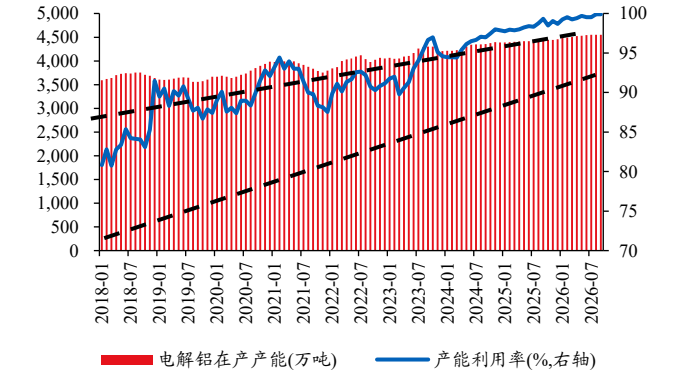
综合看，我们认为短期压力不改长期方向，当前金价正处于筑底阶段，伴随美国信用体系弱化，央行购金形成黄金中长期托底，金价有望重回上行通道。**我们看好黄金长期配置价值，建议布局具备产量成长性、成本管控能力强的贵金属标的，推荐山金国际、中金黄金、赤峰黄金，建议关注山东黄金、招金矿业、紫金黄金国际、中国黄金国际、万国黄金集团、潼关黄金、灵宝黄金。**

二、铝：高股息特征显著，红利价值构成估值支撑

（一）国内产能天花板明确，海外项目不确定性加剧，供给总体可控

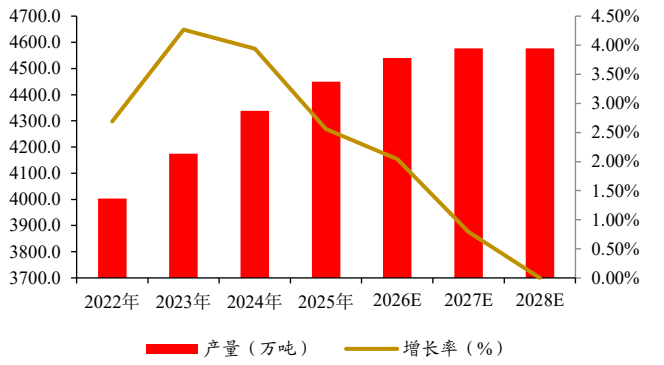
国内电解铝产能天花板明确，产能增量极为有限。截至 2026 年 10 月份，我国电解铝运行产能 4552.1 万吨、产能利用率达 99.77%。根据 SMM、ALD 等机构跟踪，2027 年国内产能净增基本为零，供应增长多来自 2026 年投产项目在 2027 年爬产及置换项目爬产。从区域分布上，当前国内产能持续从山东、河南等向新疆、内蒙古、云南、青海等清洁能源与电力成本优势地区转移，2026 年 10 月工信部重申将严格执行电解铝产能置换政策，产能置换项目并不会造成存量产能指标的增加，天花板刚性稳固。**我们预计 2026-2028 年中国电解铝供给增量明显放缓，预计 2026-2028 年电解铝产量分别为 4540 万吨、4576 万吨、4576 万吨，分别同比增长 91 万吨、36 万吨、0 万吨，同比增长 2.0%、0.8%、持平。**

图表 12　中国电解铝在产产能及产能利用率



资料来源：Wind，华创证券

图表 13　中国电解铝产量预测及同比增长



资料来源：Wind，阿拉丁，SMM，公司公告，华创证券预测

海外方面，2026 年受新投产与减产复产相互对冲，海外供给小幅收缩。2026 年中东地缘冲突导致阿联酋 EGA、巴林阿尔巴铝业、卡塔尔铝业等产能阶段性减产，非洲莫扎尔（Mozal）约 58 万吨产能因电价谈判破裂于 2026 年 3 月停产。目前阿联酋 Al Taweelah 冶炼厂于 10 月份恢复至 50%产能，预计 2027 年第一季度全面复产；巴林铝业于 9 月份恢复约 80%产能。叠加印尼信发、阿达罗、安哥拉华通线缆项目、越南达农等项目投产以及欧美部分项目复产，我们预计 26 年海外减产、复产合计造成产量损失约 208 万吨，两相抵消后 26 年海外供给减少 97 万吨，全球电解铝产量同比基本持平，减量 7.6 万吨。

当前印尼、印度及非洲为海外项目核心规划区域，预计 27-28 年海外项目投复产并行，印尼成为最大增量来源。2027 年全球供给的最大变量来自海外集中投产，根据 SMM 2026 年 9 月数据，2027 年印尼预计新增投产产能约 220 万吨，较 2026 年约 125 万吨进一步跃升；根据 SMM 26 年 10 月数据，印尼原铝产量将由 2025 年 73 万吨快速攀升至 2027 年约 322 万吨，两年增长超三倍。此外，中东华通线缆、田园化工等中资企业同步规划中，越南达农、印度 BALCO 项目或持续爬产，中东地区以阿联酋铝业为代表复产节奏稳步推进。综合参考 SMM、ALD 及项目进展等数据，**我们预计 2027-2028 年海外电解铝新增产能分别为 308 万吨、331 万吨，新增项目产量分别为 194 万吨、215 万吨。**

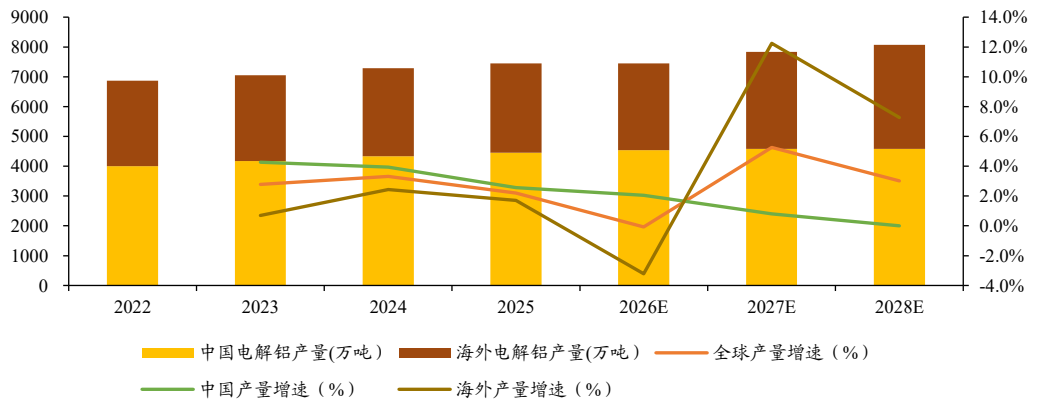
图表 14 2026 年-2028 年海外新增产能情况（万吨）

国家	铝厂	所属集团	规划新增产能	26 年净增产能	27 年净增产能	28 年净增产能
印度尼西亚	PT KALIMANTAN ALUMINIUM INDUSTRY	阿达罗（Adaro）+力勤	200	40		
印度尼西亚		南山集团	100		25	25
印度尼西亚		信发集团	180	60	33	60
印度尼西亚		哈利达	100		50	50
印度尼西亚		博赛集团	60		30	30
印度尼西亚		青山集团	80		40	40
马来西亚		齐力铝业	7.5		7.5	
越南	Dak Nong	Tran Hong Quan Trading Ltd	45	30	15	
印度	Jharsuguda II	韦丹塔集团（Vedanta）	3.5			3.5
印度	BALCO	韦丹塔集团（Vedanta）	43.5	24	13.5	
沙特		创新集团	50		50	
哈萨克斯坦		东方希望	300			100
加拿大	Arvida	RioTinto	16	16		
安哥拉	华通安哥拉实业有限公司	华通线缆	36	12	12	12
安哥拉	项目 1		20			10
安哥拉		田园化工	40		20	
坦桑尼亚		宏旺集团	12		12	
合计				182	308	331

资料来源：SMM，ALD，华创证券整理

我们预计 27-28 年海外产量增速 12.2%、7.3%，全球增速 5.3%、3.0%，27 年供给快速放量近半来自复产项目爬坡。考虑 2027 年中东及欧美部分项目或持续复产，预计 2027-2028 年该部分增量分别为 162 万吨、22 万吨；综合考虑新建项目在电力配套、出海资金审批、项目建设及爬产周期等多重因素，我们预计 2027-2028 年海外电解铝产量分别为 3259 万吨、3496 万吨，分别同比增长 356 万吨、237 万吨；预计 2027-2028 年全球电解铝产量分别为 7835 万吨、8072 万吨，分别增长 392 万吨、237 万吨。

图表 15 2022-2028 年全球电解铝产量及增速情况



资料来源：安泰科，阿拉丁，SMM，Wind，华创证券

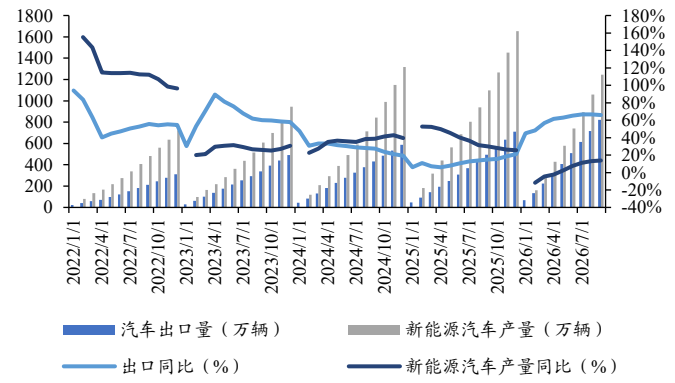
当前看海外电解铝供给规划充足，但海外投产节奏存在较大不确定性。虽然当前印尼、印度、非洲等国已披露一批电解铝大型新建规划，市场对海外增量预期较高，但我们判断海外项目从规划到稳定投产的兑现风险显著，实际投放节奏难均给予乐观预期。**根据 SMM 统计，市场对 2027 年海外拟投产产能的预期在年内经历了大幅变化：由年初约 160 万吨升至 8 月高点约 420 万吨，9 月回落至约 340 万吨，波动幅度超过一倍。**当前看海外电解铝项目电力配套仍是核心卡点，部分铝项目配套电源建设明显滞后于冶炼主体工程。此外，从存量项目看，叠加国内 ODI 备案审核趋严，国内企业出海项目的推进节奏持续受到约束。2027 年海外电解铝有效供给释放不宜简单按照规划产能测算，大量规划项目存在延期、降负荷甚至搁置可能，若项目延期，2027 年全球供给幅度将相应收窄。

（二）需求韧性仍存，全球库存冗余有限，沪铝有望支撑

传统需求端，建筑用铝预期偏弱、但降幅可控，耐用品需求依靠以旧换新政策托底。2026 年 1-9 月建筑业房屋竣工面积 12.4 亿平方米，同比-31.5%；预计 27 年保障性住房、城中村改造、平急两用公共基建持续落地，叠加建筑标准升级推高单位用铝强度，能够部分对冲地产竣工下行压力。家电板块受益以旧换新刺激，2026 年 1-9 月家用洗衣机、电冰箱总产量 1.8 亿台，同比+5.7%。

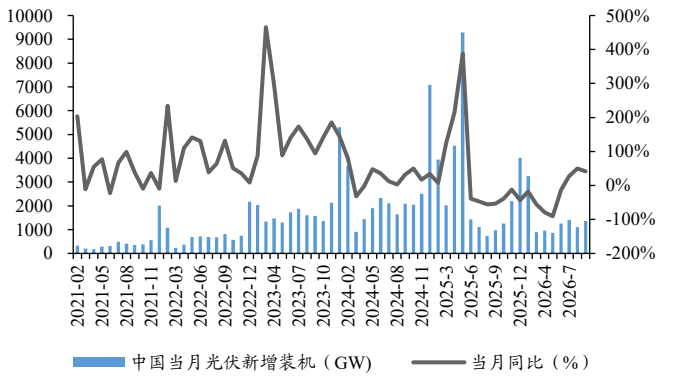
新能源用铝主线分化，新能源车轻量化逻辑延续，光伏需求 2027 年有望企稳。汽车端，2026 年 1-9 月国内汽车总产量累计同比-2.8%，其中新能源车产量同比+13.6%，传统汽车产量同比-16.6%，汽车出口同比+66%；内需受补贴退坡、购置税优惠退出压制整体产销，但出口高增、新能源车型结构升级托底交通用铝，叠加船舶、摩托车产量上行，交通运输板块已成为国内第一大用铝领域。**光伏端，**2026 年产业链受收益下行、出口退税取消冲击承压，我们认为经过 2026 年行业出清调整，长期能源安全与碳中和支撑装机需求韧性，分布式、光伏支架用铝需求稳健，光伏用铝对电解铝总需求的拖累将显著收窄，2027 年有望由负增转为小幅正贡献。

图表 16　中国汽车累计产量及累计出口情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 17　中国光伏新增装机情况



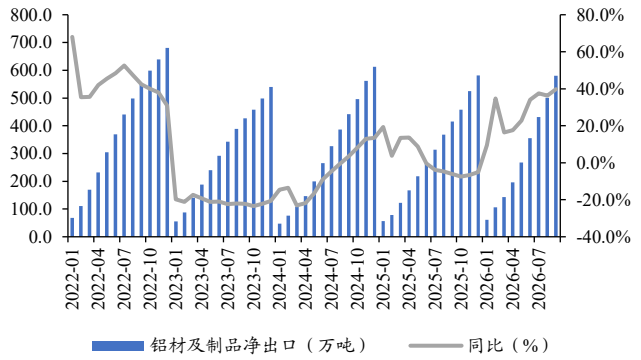
资料来源：国家能源局，华创证券

电网投资依旧亮眼，特高压工程建设稳步发展。电线电缆方面，铜铝具备一定替代性，当前伴随铜价上涨，铜铝比到达历史高位，而城市化下配电网现代化和电力电缆等配套设备需求增加提振用铝量。根据国家统计局，2026 年 1-9 月，我国电网基本建设投资完成额同比增长 4.93%，1-9 月新增 220 千伏及以上线路长度同比增长 5.21%。根据 ALD，2026 年 1-9 月输电线用铝累计增长 4.47%，9 月同比增长 11.04%。考虑“十五五”期间，我国国家电网固定资产投资预计达到 4 万亿元，较“十四五”投资增长 40%，叠加南方电网及地方电网，全国电网总投资规模预计突破 5 万亿元，电网长期用铝有所支撑。

机器人等新领域逐步崛起，未来需求蓝海。铝合金因其轻质、高强度和耐腐蚀特性，成为人形机器人领域的首选材料，市场需求正在迅速增长。根据 ALD 数据，2026 年 1-9 月机器人板块累计用铝增速达 44.43%，工业机器人量产与人形机器人产业化突破共同带动高性能铝合金需求释放。

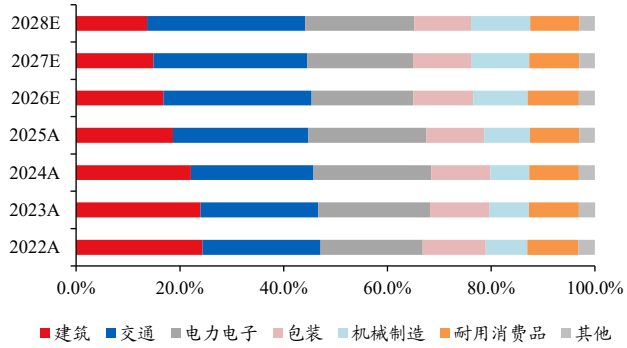
出口韧性持续超预期，9 月中国未锻轧铝及铝材、铝制品净出口大幅提升。2026 年海外供需偏紧、沪伦比值低位运行，国内铝材出口窗口打开。根据海关数据，2026 年 1-9 月我国未锻轧铝及铝材净出口为 260 万吨，同比+72%，铝制品净出口量为 320 万吨，同比+21%，未锻轧铝及铝材和铝制品合计净出口量为 580 万吨，同比+39.8%。其中 9 月份未锻轧铝及铝材和铝制品净出口量为 78.8 万吨，同比+67.7%，环比+12.3%。2027 年随海外新投产能落地、海外紧缺缓解，内外比值修复后铝材出口量或有所落。

图表 18　我国铝材及制品净出口情况



资料来源：钢联，华创证券

图表 19　国内电解铝需求占比变化



资料来源：SMM，Wind，钢联，ALD，华创证券测算

国内新旧动能切换，海外结构性温和修复，预计 26-28 年全球原铝逐步从紧缺转向宽松格局，但预计国内仍保持紧缺阶段，且紧缺程度将进一步提升，或对沪铝价形成支撑。国内铝消费仍处于新旧动能切换阶段，地产链用铝占比趋势性下降但下行斜率放缓，交通轻量化、电力电子、储能等新兴领域成为增量主体，铝材出口在海外紧缺窗口下对冲内需，我们预计 26-28 年国内电解铝需求分别为 4765 万吨、4867 万吨、 4966 万吨，同比+2.4%、+2.2%、+2.0%；海外方面依托能源转型主线形成结构性支撑，美国 IRA 法案推动电网升级改造、欧洲电网互联项目持续落地，印度、东南亚承接全球光伏、汽车产能转移带动本土工业化用铝上行，预计 26-28 年全球电解铝需求分别为 7569 万吨、7742 万吨、7912 万吨，分别+1.7%、+2.3%、+2.2%。

图表 20　2022-2028 年全球电解铝平衡表

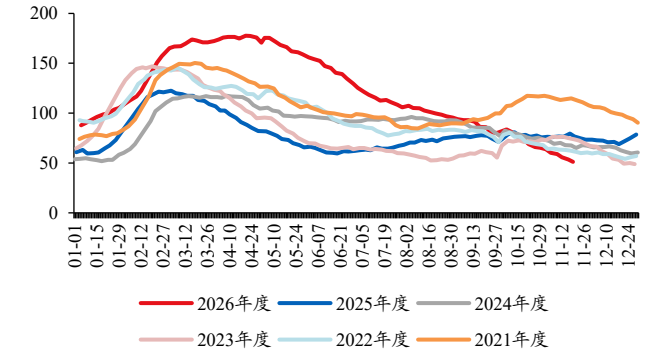
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
全球电解铝产量（万吨）	**6863**	**7054**	**7288**	**7449**	**7444**	**7835**	**8072**
全球产量增速（%）		*2.8%*	*3.3%*	*2.2%*	*-0.07%*	*5.3%*	*3.0%*
中国电解铝产量（万吨）	**4003**	**4174**	**4338**	**4449**	**4540**	**4576**	**4576**
中国产量增速（%）		*4.3%*	*3.9%*	*2.6%*	*2.0%*	*0.8%*	*0.0%*
海外电解铝产量（万吨）	**2860**	**2880**	**2950**	**3000**	**2904**	**3259**	**3496**
海外产量增速（%）		*0.7%*	*2.4%*	*1.7%*	*-3.2%*	*12.2%*	*7.3%*
全球电解铝消费量（万吨）	**6918**	**7044**	**7274**	**7443**	**7569**	**7742**	**7912**
全球需求增速（%）		*1.8%*	*3.3%*	*2.3%*	*1.7%*	*2.3%*	*2.2%*

中国电解铝消费量（万吨）	**4078**	**4312**	**4534**	**4653**	**4765**	**4867**	**4966**
中国需求增速（%）		*5.7%*	*5.1%*	*2.6%*	*2.4%*	*2.2%*	*2.0%*
海外电解铝消费量（万吨）	**2840**	**2732**	**2740**	**2790**	**2804**	**2874**	**2946**
海外需求增速（%）		*-3.8%*	*0.3%*	*1.8%*	*0.5%*	*2.5%*	*2.5%*
中国原铝净进口量（万吨）	**47**	**139**	**202**	**224**	**200**	**240**	**260**
全球供给-需求（万吨）	**-55**	**10**	**15**	**6**	**-125**	**94**	**160**
中国供给-需求（万吨）	**-28**	**1**	**6**	**20**	**-24**	**-51**	**-130**
海外供给-需求（万吨）	**-27**	**9**	**8**	**-14**	**-100**	**145**	**290**

资料来源：安泰科、SMM、ALD、Wind、华创证券测算

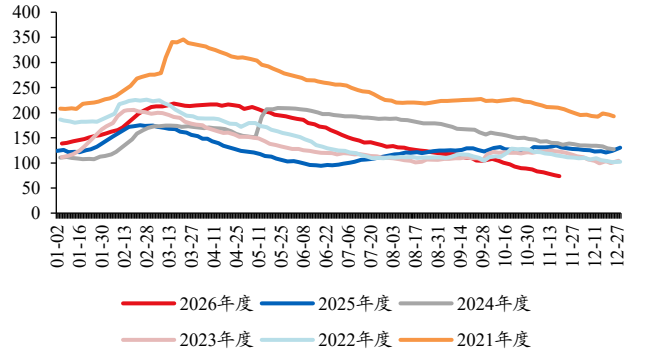
当前全球显性库存连续创历史新低，库存冗余有限，铝价有望支撑。截至 2026 年 11 月 19 日国内铝锭+铝棒社会库存 51.15 万吨，相比年内高点去化接近 127 万吨，LME 铝库存接近 22 万吨，相比年初高点去化超过 28 万吨，且从库存类型看几乎均为俄罗斯库存。当前全球社会显性库存约 73.6 万吨，相比年内高点去化超过 142 万吨，已连续创历史最低，按照 25 年全球消费量粗略测算可用天数不足 4 日。尽管 27-28 年全球供给逐步走向宽松格局，但当前极低库存以及国内铝水转化率总体呈提升趋势，铝价下跌空间或有限。

图表 21　中国铝锭+铝棒现货库存（万吨）



资料来源：钢联，华创证券

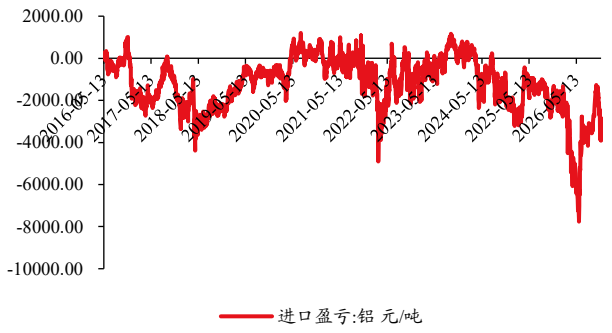
图表 22　全球社会铝显性库存（万吨）



资料来源：钢联，华创证券

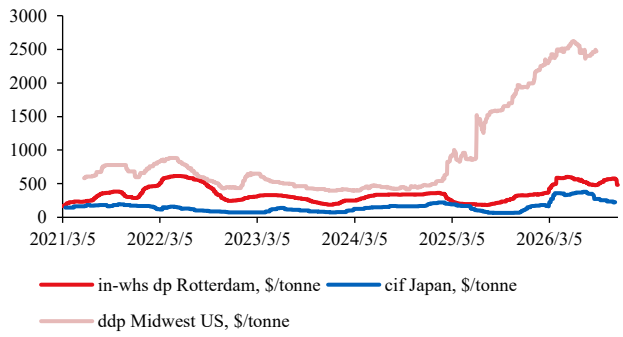
当前看铝价内外价差分化叠加铝水转化率抬升，沪铝价格或有韧性。海内外现货升水显著分化，海外现货溢价维持高位，日本、欧洲、美国现货升水仍处在偏高区间，反映海外现货紧平衡尚未充分缓解；而国内铝水转化率持续抬升，铝锭流通供给持续被压缩，可流通显性铝锭资源进一步收紧。内外价差结构下，国内现货相对价值凸显，我们判断沪铝相较外盘具备更强价格韧性，后续国内或由贴水格局逐步转向升水，在全球远期供给宽松的预期背景下，沪铝的下方支撑将强于伦铝。

图表 23 铝：进口盈亏



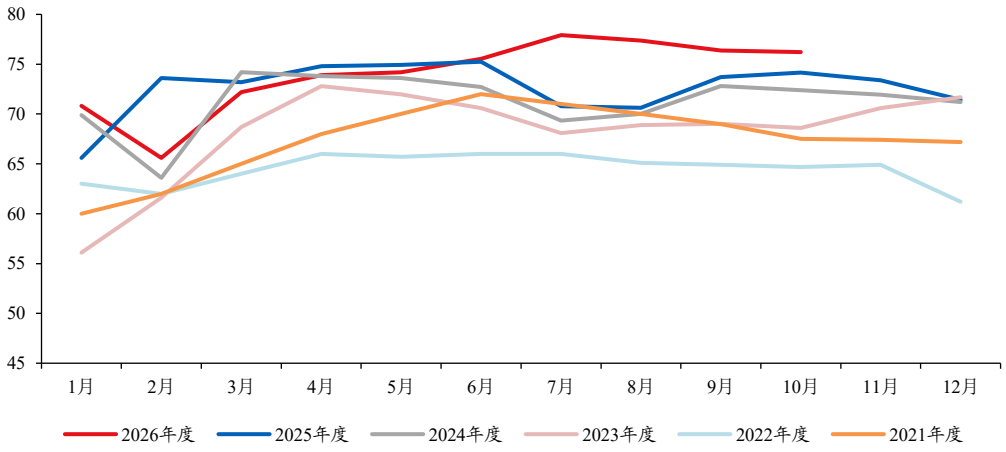
资料来源：iFind，华创证券

图表 24 美国、欧洲、日本铝现货升水情况



资料来源：彭博，华创证券

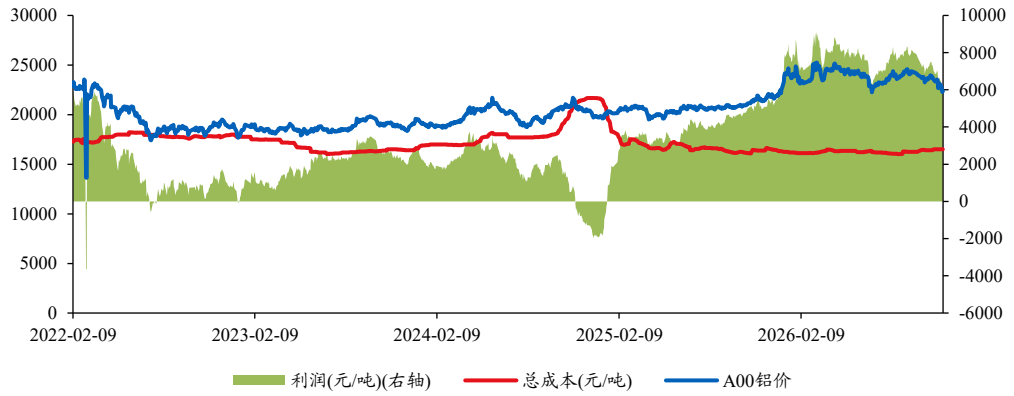
图表 25 中国电解铝铝水转化率（%）



资料来源：钢联，华创证券

目前电解铝行业利润在 6000 元/吨附近，预期 2027 年行业利润韧性仍存。据 SMM 数据，10 月国内电解铝行业加权平均含税完全成本 16,160 元/吨，行业平均盈利约 7,557 元/吨，氧化铝、电力、阳极成本分别占比 32.8%、33.9%、18.4%，预计三大核心原料 2027 年走势分化。**其中：1）氧化铝**维持常态化过剩，预计价格受矿价支撑；**2）电价方面，**火电价格短期跟随煤价上涨，预计 2027 年涨幅有限，水电、风光配套绿电铝电价趋于稳定；**3）阳极受**近期石油焦、煤沥青涨价叠加采暖季环保限产影响价格上行，虽然配套阳极产能持续建设，但阶段性供给约束仍存，预计阳极价格高位震荡。2027 年海外增量集中释放压制铝价上行空间，氧化铝宽松对冲阳极成本压力。我们认为 2027 年随全球供需转向阶段性宽松、铝价中枢回落，吨铝利润将自极值水平向下收敛；但国内产能高开工、成本曲线分化的格局不变，自备电、水电与一体化布局的低成本项目维持盈利韧性。

图表 26 国内电解铝行业利润情况



资料来源：Wind，华创证券测算

（三）投资建议：板块呈高股息特征，红利配置价值或对估值形成支撑

考虑 2027 年供需压力或对铝价形成压制，铝行业利润中枢向下收敛，建议关注低成本一体化与绿电铝成本优势带来盈利韧性。从股票估值看，当前已较充分定价铝价走弱预期，估值性价值比提升，叠加铝企业总体分红规划清晰明确，部分国央企分红比例已经提升到 40%以上，多个民企提升至 50%以上，部分优秀民企分红比例提升至 60%以上，伴随公司分红比例稳定，铝总体资本开支不大和铝价韧性下，铝明确转向红利价值主线，高股息红利稀缺价值持续凸显，或对板块估值形成底部支撑。**建议关注中国宏桥、神火股份、天山铝业、中国铝业、云铝股份、宏桥控股、南山铝业、中孚实业、创新实业。**

图表 27 电解铝公司盈利及分红情况

公司名称	公司代码	市值(亿元)	归母净利润（亿元）				分红比例（%）				PE		股息率（%）
		2026/11/20	2025A	2026Q1-Q3	2026E	2027E	2023A	2024A	2025A	2026H1	2026E	2027E	2025A
中国宏桥	1378.HK	1436	226.4		335.3	325.0	31.0	62.0	62.5		4.3	4.4	9.6
南山铝业	600219.SH	481	47.4	33.7	48.1	55.0	40.4	40.9	42.7	135.4	10.0	8.8	10.4
神火股份	000933.SZ	494	40.1	74.9	92.4	92.7	30.5	41.6	44.6		5.3	5.3	3.6
天山铝业	002532.SZ	482	48.2	64.2	86.9	88.2	31.4	41.4	52.4	32.8	5.5	5.5	5.3
中国铝业	601600.SH	1229	126.7	179.2	218.5	220.5	20.4	30.0	36.5	39.9	5.6	5.6	3.5
云铝股份	000807.SZ	729	60.5	116.1	145.7	154.6	20.2	32.2	40.0	40.0	5.0	4.7	3.3
宏桥控股	002379.SZ	1648	178.6	232.9	305.8	300.6	——	——	18.2	——	5.4	5.5	2.0
中孚实业	600595.SH	188	16.2	29.4	38.6	38.5	——	——	43.4	——	4.9	4.9	3.7
创新实业	2788.HK	213	27.3		47.2	56.0	——	——	51.2	——	4.5	3.8	6.4

资料来源：Wind，华创证券 注：分红比例不含回购情况，2026、2027 年业绩为 Wind 一致预期

三、铜：供给刚性与结构性低库存延续，铜价有望高位震荡

（一）2026 年矿山产铜延续低增速，2027 年有所恢复

矿山端：根据 ICSG 的数据，2026 年矿山产铜 2349 万吨，同比增长 1.3%，2026 年的增长率从 4 月份预测的 1.6%下调到了 1.3%，印尼、智利和中国产量下调是主要原因，并预计 2027 年全球铜矿产量增长 3.1%达到 2422 万吨。

精炼端：根据 ICSG 的数据，2026 年全球精铜炼预计仅增长 0.4%，2027 年全球精铜炼预计增长 3.4%，ICSG 认为，随着铜精矿供应改善，以及湿法冶炼和再生精炼产能扩张，全球精炼铜供应将明显恢复。

消费端，根据 ICSG 的数据，2026 年全球精炼铜消费增速预计为 1.5%，较此前预测略有下调，主要调整来自中东、北美和欧盟的需求预期下降。中国的表观需求估计增长约 2.5%，中国约占全球精炼铜总消费量约 59%，预计 2027 年全球精炼铜消费增长 2.5%。ICSG 数据显示，全球精炼铜市场预计 2026 年过剩 10.4 万吨短缺，2027 年过剩 36.8 万吨。

（二）未来两年矿端供应仍然延续较低增速，库存结构性矛盾仍然突出

矿端增量：假设项目进度完全符合预期，2026-2028 年全球预计矿产铜产量增加约 12 万吨、56 万吨、44 万吨。预计 2027 年主要的矿山增量体现为新项目的投产、已经完成项目的产能爬坡，以及一些项目的恢复性生产，例如自由港 Grasberg 铜矿的复产、力拓的 OT 地下矿、泰克资源的 QB2 项目、印尼的 Batu Hijau 的恢复、卡莫阿产量的恢复、巨龙铜矿二期达产、朱诺铜矿、Kitumba 铜矿产能的释放等等。

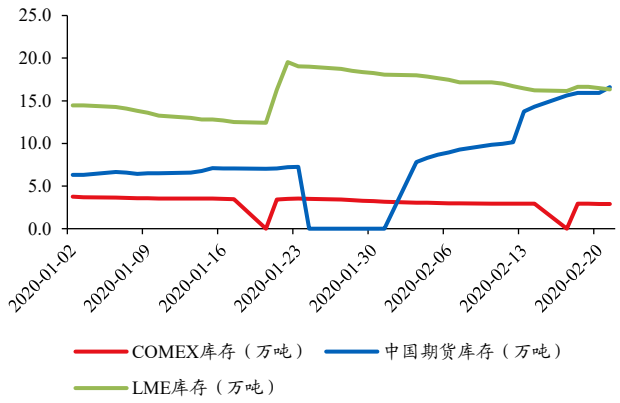
图表 28　全球主要有增量铜矿的产量情况（万吨）

公司	涉及项目	2025	2026E	2027E	2028E
阿曼 MDO	阿曼 Mazoon 铜项目			1	2.5
Hudbay Minerals	加拿大 Copper Mountain	2.38	3	5.8	5.8
力拓	Oyu Tolgoi	34.5	40	45	50
泰克资源	QB2	19	20	24	22
印尼 AMNT	印尼 Batu Hijau	9.48	22	27	30
BHP&Glencore&Teck	秘鲁 Antamina	38.2	44.4	40	37.8
第一量子		39.5	42	47	57
Erocopper	Tucuma/Caraiba	6.4	7.2	8	8.5
Freeport	Grasberg	46	36.3	54.4	68
紫金矿业	巨龙铜矿	19	31	35	40
	Kamola-Kakula	40	29	32	42
	朱诺铜矿	0	0	4	8
西部矿业	玉龙铜矿	15.2	17	20	22
中矿资源	Kitumba	0	0	5	5.5
其他		30	20	20	20
增量			12	56	44

资料来源：各公司公告，华创证券预测

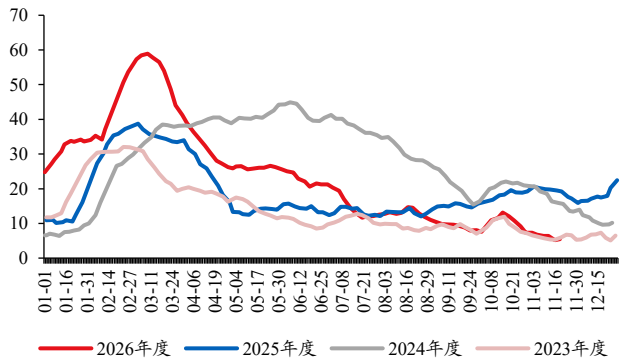
库存：关税预期导致库存结构分化严重，国内极低库存支撑商品价格。2025 年 7 月 30 日美国宣布对部分铜半成品及高含铜衍生品征 50%；*矿石、精矿、阴极铜、阳极铜和废铜*未纳入该轮铜 232 关税，但随后市场开始担忧对阴极铜加征关税，从 COMEX-LME 铜价差走势来看，价差先显著走阔，伴随预期阶段性消化有所收敛，后续预期反复再度拉开；美区溢价抬升引导非美地区铜流向美国，进一步加剧非美区域现货紧张。

图表 29　全球主流地区期货库存情况



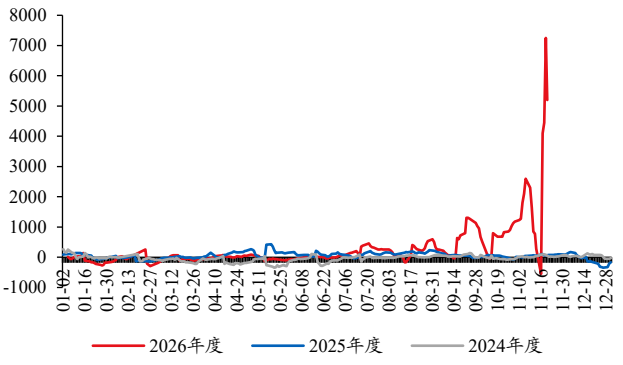
资料来源：Wind，华创证券

图表 30　中国电解铜现货库存情况（万吨）



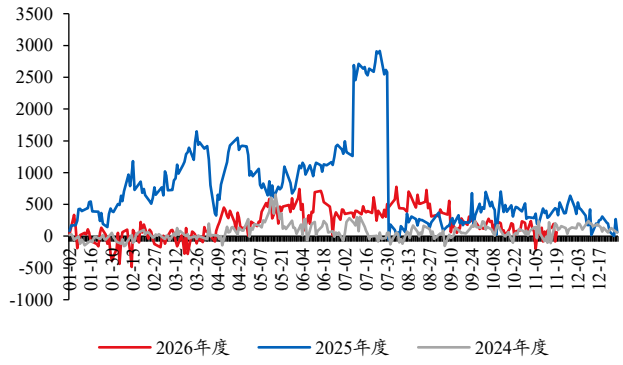
资料来源：Mysteel，华创证券

图表 31　电解铜升贴水:上海（元/吨）



资料来源：Mysteel，华创证券

图表 32　COMEX-LME 铜价差（美元/吨）



资料来源：Mysteel，华创证券

需求端：从下游需求结构上看，2026 年新能源需求中光伏领域需求下滑较大，但储能需求增速表现亮眼，弥补了光伏领域的下滑，2026 年仍达到了接近 20 万吨的增量，2027-2028 年将保持年均 13 万吨以上的增量。

图表 33　新能源铜需求测算（千吨）

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
风电/光伏/新能源车	全球	410	478	448	482	514
储能	全球	170	315	550	650	750
合计	全球	580	793	998	1132	1264

资料来源：Wind，SMM，Mysteel，华创证券测算

（三）全球供需平衡走向过剩，但库存结构导致非美地区供应紧张

从供需平衡上来看，2026 年-2028 年供给分别过剩 15 万吨、22 万吨、20 万吨，但如果考虑到库存大多数囤积在 COMEX 库存，非美地区供应仍显紧张。

图表 34 全球铜供需平衡表（kt）

全球铜供给测算(kt)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
矿山铜产量	22,974	22,890	23,012	23,575	24,019
Yoy	3.10%	-0.37%	0.53%	2.45%	1.88%
精炼铜（矿+再生）产量	27,055	27,635	27,963	28,731	29,392
Yoy	3.77%	2.14%	1.19%	2.75%	2.30%
精炼铜消费量	26,752	27,528	27,810	28,509	29,191
Yoy	2.67%	2.90%	1.02%	2.51%	2.39%
供需平衡	303	107	153	223	201

资料来源：Wind，SMM，Mysteel，华创证券测算

（四）投资建议：铜矿供应低增速与国内低库存并存，27 年铜价有望高位震荡

我们建议重点关注有成长性且具备估值优势的标的：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、西部矿业、藏格矿业。

四、风险提示

美联储加息超预期；海外经济衰退超预期；全球需求恢复不及预期；供需测算有误差。

金属行业组团队介绍

高级分析师：刘岗

中南大学材料学硕士。多年有色金属实业经历，参与过多项国内外大型有色矿企的工程项目。7 年卖方研究经验，多次获得水晶球、金牛、金麒麟、Wind 等最佳分析师奖项，2022 年加入华创证券研究所。

高级分析师：马野

美国东北大学金融学硕士。曾任职于天风证券研究所、浙商证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：李梦娇

对外经济贸易大学人口、资源与环境经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	朱晞毓	高级销售经理		zhuxiyu@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理		zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	郭有渔	销售助理		guoyouyu@hcyjs.com

	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玓	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票藏格矿业（000408），根据上市公司公告，藏格矿业为沙钢集团的关联公司，沙钢集团财务总监李建其为本公司的控股股东华创云信监事。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522