

金属行业中期投资策略

供给收缩需求稳增，逆全球化下金属价值重估

行业研究 · 行业投资策略

有色金属

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：杨耀洪
021-60933161
yangyaohong@guosen.com.cn
S0980520040005

证券分析师：焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

证券分析师：马可远
010-88005007
makeyuan@guosen.com.cn
S0980524070004

证券分析师：谷瑜
021-61761033
guyu@guosen.com.cn
S0980524110001

◆工业金属：表观需求高增长叠加供给端有序可控，价格重心不断抬升

铜铝表观需求高增长，库存不断下降，价格重心不断抬升。上半年表观需求增速5%以上。电力、光伏、新能源汽车贡献增量需求；地产、出口需求下滑。由于地缘政治因素，叠加近年来全球范围内铜、铝供不应求，当前库存已跌至历史最低值，均有逼仓风险，价格维持高位且弹性很大。

矿企利润不断增厚，估值便宜。美联储未来将进入降息周期，叠加铜、铝下游需求稳增，供给端有序可控，商品价格重心不断抬升，上市公司利润不断增厚，但当前市场依然存在分歧，估值处于较低水平。

锡：需求提升叠加供给催化，锡价上行。从2023年8月开始，对锡造成最大扰动的是佤邦矿山停产，2025年4月1日佤邦召开锡矿复产会议，标志着复产启动，2025年6月，佤邦称锡原矿品位由1%下降至0.5%，品位大幅下滑对全球锡矿供给带来冲击；全球半导体销售额已连续1年同比正增长；全球交易所显性库存已将至2023年初水平；精矿TC降低7800元/吨，反应锡矿紧张程度加剧。

◆贵金属：金价持续创新高之后盘整，年内有望保持强势

美国经济衰退预期有所提升，特朗普关税政策扰动市场，影响美元信用。年初至今金价快速上涨，Comex黄金最高触及约3500美金/盎司。主因：1) 地缘风险推升避险情绪；2) 美元信用担忧；3) 美联储今年年内降息预期。特朗普2.0政策预计将会推升美国国内的通胀数据，进而影响到美联储降息节奏，但美国国内经济数据边际下行的趋势不变，美联储货币政策调节的难度加大。同时，其对外关税政策不断反复，或持续触发避险情绪。另外金价长周期逻辑：逆全球化发展叠加美元信用下降推升各国央行增持黄金的需求。综上我们预计2025年金价中枢有望持续抬升。

◆能源金属：供给端产能逐步出清，或有望迎底部反转

锂：锂价仍处在底部磨底阶段。行业成本曲线75%-90%分位线对应的资源需要在一定时间内持续亏现金成本才有可能出现较大面积产能出清的现象，考虑到截止至目前，锂资源端产能出清的规模并不大，虽然锂价已跌至底部区间，但是之后可能会有较长时间磨底的阶段。我们认为锂价今年更有可能在6.0-7.0万元/吨区间内容幅震荡。另外，需重点关注澳洲锂矿产能出清节奏，此部分产能一旦出清，短时间内很难恢复生产。

钴：供需失衡背景下，刚果(金)政策调整主导钴价。自2022年以来，钴价因供需失衡持续下行，今年初国内电钴价格一度跌至约15万元/吨。随着刚果(金)连续延长钴原料出口禁令，全球供应或收缩超10万吨金属量，支撑钴价短期重回20万元/吨上方、下半年价格有望维持25万元/吨以上，长期价格中枢抬升。

镍：镍价有望获成本支撑。印尼镍矿供给成为产业链关键环节，印尼镍矿内贸价格稳中有升；另外，中国NPI生产位于行业成本曲线最右端的部分，根据我们的测算，目前国内镍铁成本换算成美元计价约为1.5万美元/吨(含税价)，所以预计镍价在1.5万美元/吨的位置能够获得较强的成本端支撑。

◆小金属：出口管制叠加供需错配，小金属多头逻辑强化

稀土：我国25年第一批指标仍未公布，海外供给难见增量。据SMM预测，25年开采指标增速或低于去年。叠加海外出口受限，供给端偏紧态势持续。稀土海外供应来源主要包括美国的Mountain Pass、澳大利亚的Mount Weld以及缅甸矿。新能源车高增长带动需求旺盛，主要稀土品种价格环比小幅上涨，后续仍有支撑。

钨：战略地位凸显，钨价中枢上移。国内钨价在需求增长、矿山安全生产以及环保督察等导致矿端供需紧张，而此前可用库存已被消耗。哈萨克斯坦巴库塔钨矿具备潜在增量，但产能释放仍需时间，短期内供需缺口或加剧。叠加我国加大出口管制、钨作为战略金属地位提升，包括钨在内的相关战略小金属的价格或继续上行。

铀：核电景气，需求上行。天然铀消耗量跟随核电装机量逐年提升。预计到2035年，我国核能发电量在总发电量的占比将达到10%左右，实现翻倍。2035年天然铀需求预计将增至9.1万吨，较当前显著提升。供给端，矿山供应低迷，核事故之后几无新增投资，与此同时，铀的二次供给未来呈衰减态势。此外，投资基金大量采购天然铀，降息后金融购买或将进一步增加，铀价中枢有望持续上移。

锑：短期出口下滑阻碍锑价进一步上涨。锑资源稀缺、回收困难，叠加国内生产扰动与海外进口受限，年内价格大幅上涨。出口管制虽缓解部分原料紧张，但造成内外价差扩大，海外溢价率高达58.7%。实行出口管制后，海外锑供应形势严峻，出口恢复有望拉动国内锑价上行。

◆ **推荐组合：**紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、西部矿业、铜陵有色、五矿资源、中国有色矿业、云铝股份、中国宏桥、中孚实业、天山铝业、神火股份、中国铝业、山东黄金、赤峰黄金、山金国际、兴业银锡、中矿资源、华友钴业、博威合金、中国稀土、北方稀土。

◆ **风险提示：**国内经济复苏不及预期；国外货币政策边际放缓幅度不及预期；全球资源端供给增加超预期。

工业金属行业分析

表观需求高增长，低库存价格弹性大

◆ 铜铝表观需求高增长

- 今年上半年国内铜、铝维持高需求增速，表观需求增速都在5%以上。其中电力、光伏、新能源汽车贡献增量需求，地产、出口需求下滑。由于地缘政治因素，叠加近年来全球范围内铜、铝供不应求，当前库存已跌至历史最低值，都有逼仓风险，价格维持在高位并且弹性很大。

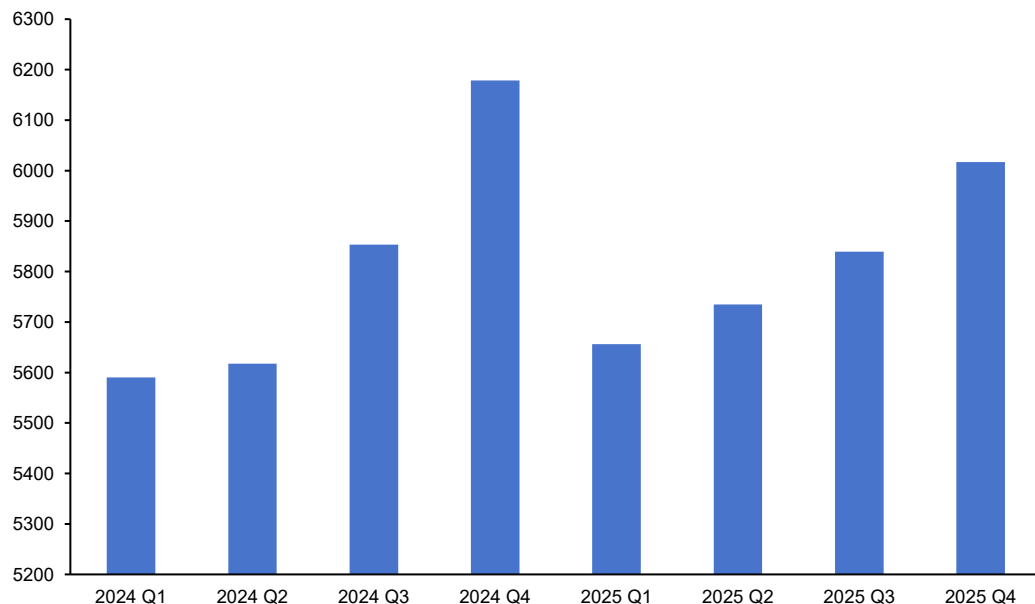
◆ 布局有色金属行业格局改善、价格上涨的机会

- 当前处于美联储降息周期，叠加铜、铝下游需求总体较好，同时工业金属供给端有序可控，商品价格有望稳中有升，业内上市公司利润继续增厚。相关标的，铜：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、西部矿业、铜陵有色、五矿资源、中国有色矿业；铝：云铝股份、中国宏桥、中孚实业、天山铝业、神火股份、中国铝业。

铜：全球铜矿产量低增速

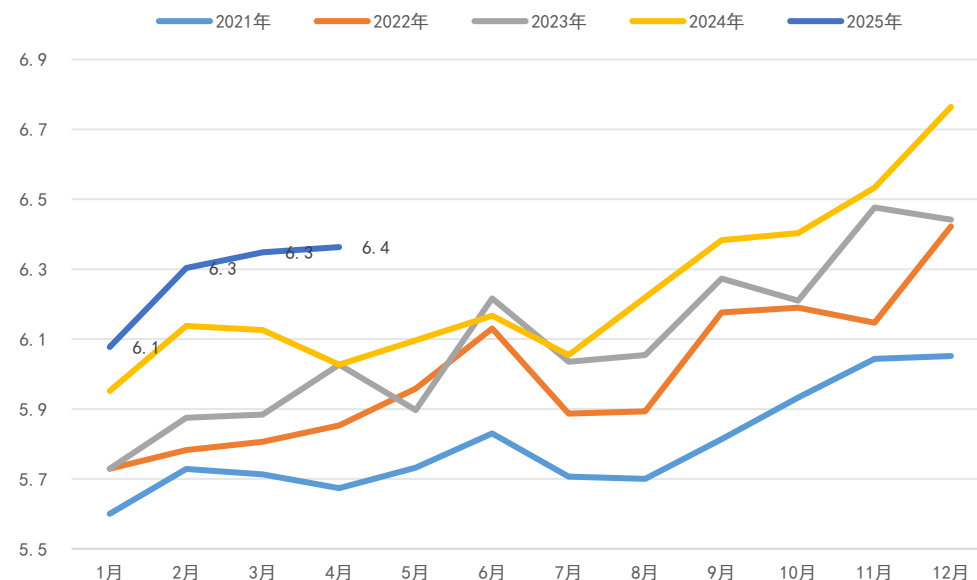
- ◆ **普遍下调2025年铜矿产量预测。**2025年年初时，普遍预测2025年铜矿产量增量在60-100万吨。截至6月末，不少机构将2025年全球铜矿产量增量下调到20万吨以下；下调的原因主要是增加了干扰率、卡库拉铜矿下调产量指引，以及智利矿山扩建项目延期等。
- ◆ **前4个月全球铜矿产量增速2.6%。**根据国际铜研究小组数据，1-4月份全球铜矿产量752.6万吨，同比增长2.6%。由于去年下半年高基数，叠加卡库拉铜矿二季度开始的生产扰动，预计下半年铜矿产量同比增速显著下降。
- ◆ **根源还是在于铜矿扩张资本开支不足，风险偏好下降。**根据标普数据，2024年全球铜勘探预算为32亿美元，同比增2.0%，达到近年来最高，但仍低于2012年47亿美元及2013年34.7亿美元峰值。突出的问题是草根项目占比新低，现有矿山深边部找探矿比例高。2024年Grassroots（草根项目）勘探预算7.9亿美元（同比-9.3%），Late-stage and feasibility（后期及可研阶段项目）勘探预算11.7亿美元（同比+1.2%），Minesite（现有矿山深边部找探矿）勘探预算12.4亿美元（同比+11.6%）。Minesite趋势性的超过了Late-stage and feasibility。最近20年以来草根项目占比越来越低，现有矿山深边部找探矿项目占比越来越高，反映的是早期项目发现难度增加，以及矿企风险偏好下降。这也导致近年来新发现的铜矿越来越少。

图：全球铜矿季度产量（千吨）



资料来源：CRU，国信证券经济研究所整理

图：全球铜矿日均产量（万吨）

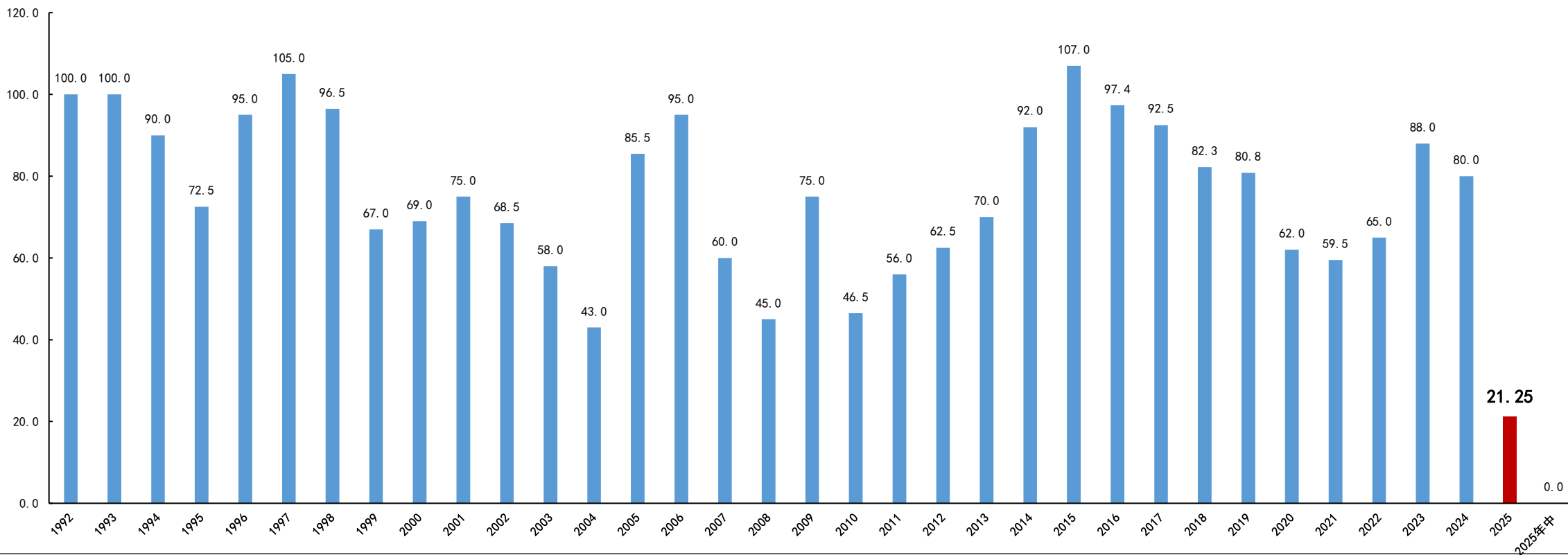


资料来源：ICSG，国信证券经济研究所整理

铜：粗炼产能扩张太快，TC新低

- ◆ **铜粗炼长单TC新低**：6月末，Antofagasta与中国冶炼厂就2026年50%的铜精矿供应量的长单TC/RC敲定为0.0美元/干吨及0.0美分/磅。反映了冶炼产能扩张与矿山供应增速严重不匹配，部分地区冶炼产能保产量、保产值；另外今年硫酸和贵金属价格高，铜冶炼厂依靠副产品和高回收率，未出现大规模减产。
- ◆ **国内铜冶炼厂优势凸显**：中国铜冶炼厂具备规模优势、技术优势，得益于便利的上下游配套及副产品消纳，国内铜冶炼成本是全球洼地；国内铜冶炼厂多为国央企，抗风险能力强。自去年以来的低TC环境，国内冶炼厂没有出现大规模减产。全球铜冶炼减产集中在嘉能可旗下3家冶炼厂、日本JX金属、第一量子Kansanshi等。

图：铜矿长单TC（美元/吨）



资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

铜需求：上半年表观需求增速偏高

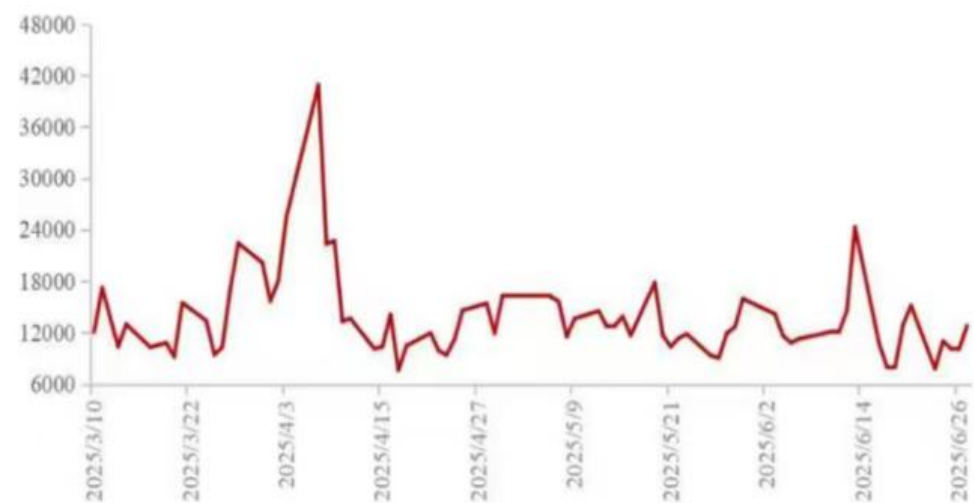


- ◆上半年国内精炼铜表观需求增速8%。上半年中国精炼铜产量同比增速达到11%以上，虽然全球铜精矿相对短缺，但中国冶炼厂采购意愿比较强，铜精矿进口量同比增长7%；其次冶炼厂增加了废铜使用量，据上海钢联统计上半年国内多用了15-20万吨废铜生产阳极板，进而生产阴极铜，因此国内铜表观需求被高估了3%左右。
- ◆从需求节奏来看，下游需求随铜价波动。需求最好的时候是4月初美国宣布对等关税导致铜价暴跌，下游逢低采购或者点价，使得4-5月份国内铜库存持续去化，月度表观需求同比增速达到15%以上。随着铜价反弹，需求随之趋于平淡。

表：中国精炼铜供需平衡表（万吨）								
月份	中国精炼铜产量	精炼铜进口	精炼铜出口	国内库存变动	表观需求-当月值	表观需求-累计值	表观需求-当月同比	表观需求-累计同比
2024年1月	108.6	35.9	0.9	3.63	140.0	140.0	31.7%	31.7%
2024年2月	100.3	25.2	1.4	23.29	100.8	240.8	1.9%	17.3%
2024年3月	103.6	29.6	2.3	10.21	120.6	361.4	-8.4%	7.3%
2024年4月	105.0	28.4	2.5	1.46	129.5	490.9	4.3%	6.5%
2024年5月	103.5	32.5	7.4	7.11	121.5	612.4	-8.6%	3.1%
2024年6月	105.0	28.6	15.8	-3.43	121.3	733.6	-6.0%	1.5%
2024年7月	102.1	27.4	7.0	-4.8	127.3	860.9	2.4%	1.6%
2024年8月	102.1	25.0	3.1	-10.63	134.6	995.5	1.5%	1.6%
2024年9月	101.0	32.3	1.5	-12.44	144.3	1139.8	7.6%	2.3%
2024年10月	104.1	35.9	1.0	5.6	133.4	1273.1	-3.6%	1.7%
2024年11月	103.0	36.0	1.2	-7.71	145.6	1418.7	2.7%	1.8%
2024年12月	105.7	37.0	1.7	-7.08	148.1	1566.8	11.5%	2.6%
2025年1月	113.6	26.6	1.7	5.81	132.7	132.7	-5.2%	-5.2%
2025年2月	102.3	26.8	3.2	24.82	101.0	233.7	0.2%	-2.9%
2025年3月	111.8	30.9	6.8	3.31	132.6	366.3	9.9%	1.3%
2025年4月	112.6	25.0	7.8	-22.21	152.0	518.3	17.4%	5.6%
2025年5月	113.83	25.3	3.4	-4	139.8	658.0	15.1%	7.5%
2025年6月	113.11	27.0	6	0	134.1	792.1	10.6%	8.0%

资料来源：ifind、国信证券经济研究所整理

图：国内铜杆日度成交量（吨）



资料来源：上海钢联，国信证券经济研究所整理

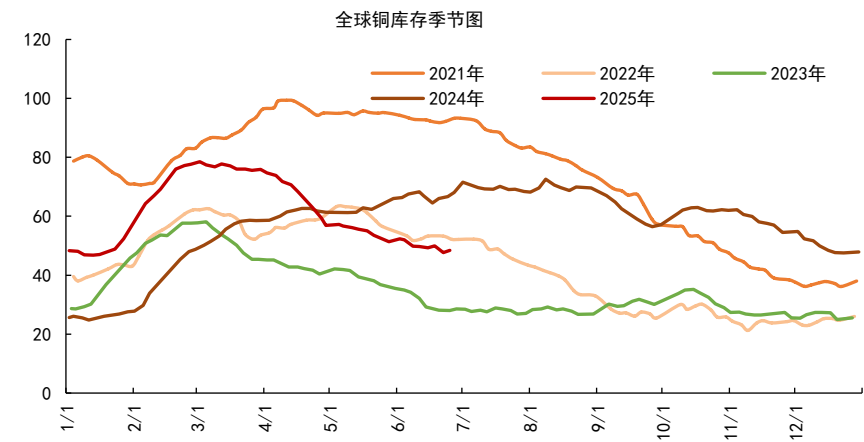
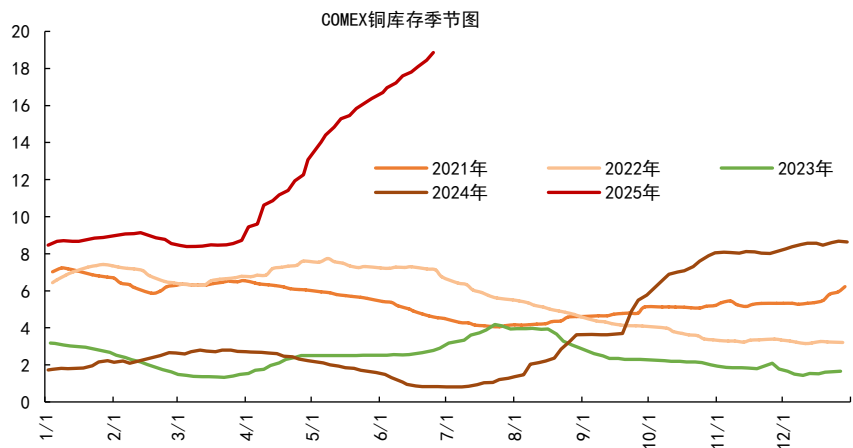
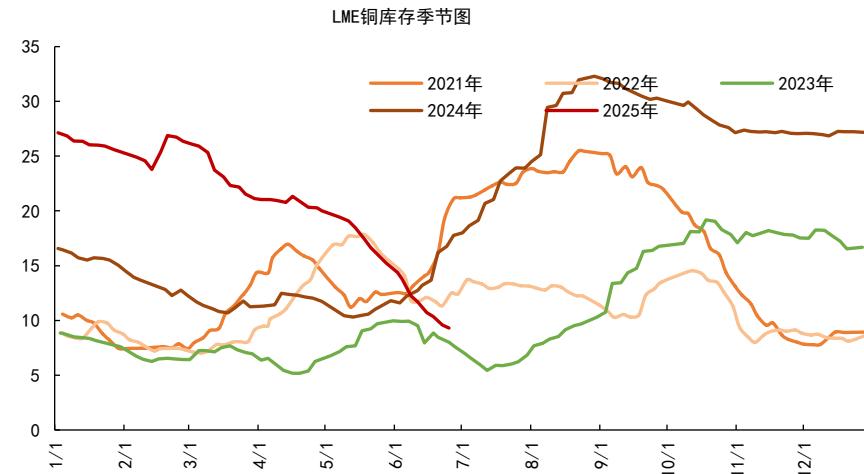
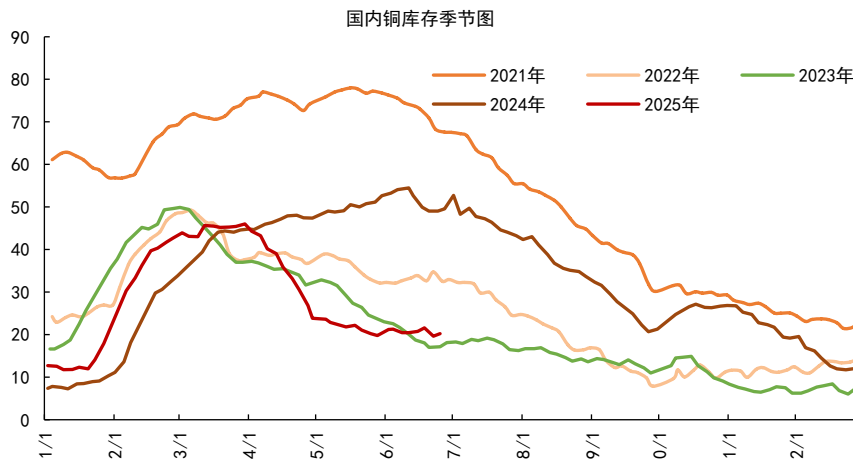
铜：库存向美国聚集

◆ 美国总统特朗普在2025年2月25日签署了一份行政命令，宣布对铜启动“232调查”。市场预期美国对进口铜加征25%关税，COMEX与LME铜价价差拉大，美国进口铜数量大增。

◆ 海关税号740311项下，美国每年进口铜数量在80万吨上下。今年4月份4月份进口高达20万吨铜。如果5/6月份维持，那么上半年进口量达到过去全年进口量。

◆ 直接导致非美国地区铜库存下降，LME铜呈现BACK结构，现货对3月升水一度达到300美元/吨以上历史高位。

图：全球铜库存变化（万吨）



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

铜：供需紧平衡，铜价维持高位



- ◆ 我们汇总了几家机构最新的精炼铜供需平衡表，对于2025年供需平衡表，相比年初，普遍下调了铜矿产量增速，但是精炼铜产量增速没有明显调整，可能因为中国精炼铜产量维持高增长缘故；普遍下调了2025年精炼铜需求增速，从3%下调到2%，可能因为美国关税政策。
- ◆ 2026年铜矿产量增速普遍预计在2%以上，精炼铜需求增速重心在2.5%-3.0%附近。总体呈现供需紧平衡，过剩或者短缺幅度都在1%以内。

表：全球铜供需平衡表（万吨）							
2025年	A	B	C	2026年	A	B	C
全球铜矿产量	2315	2318	2325	全球铜矿产量	2378	2369	2424
矿增速	0.60%	0.80%	0%	矿增速	2.70%	2.20%	4.30%
精炼铜产量	2687	2757	2747	精炼铜产量	2737	2793	2865
精炼铜增速	1.50%	1.90%	2.20%	精炼铜增速	1.80%	1.30%	4.30%
精炼铜需求	2674	2747	2751	精炼铜需求	2764	2798	2832
需求增速	1.80%	2.30%	3.60%	需求增速	3.40%	1.90%	2.90%
供需平衡	13.1	10	-4	供需平衡	-27	-5	33
资料来源：CRU、花旗研究、高盛、国信证券经济研究所整理							

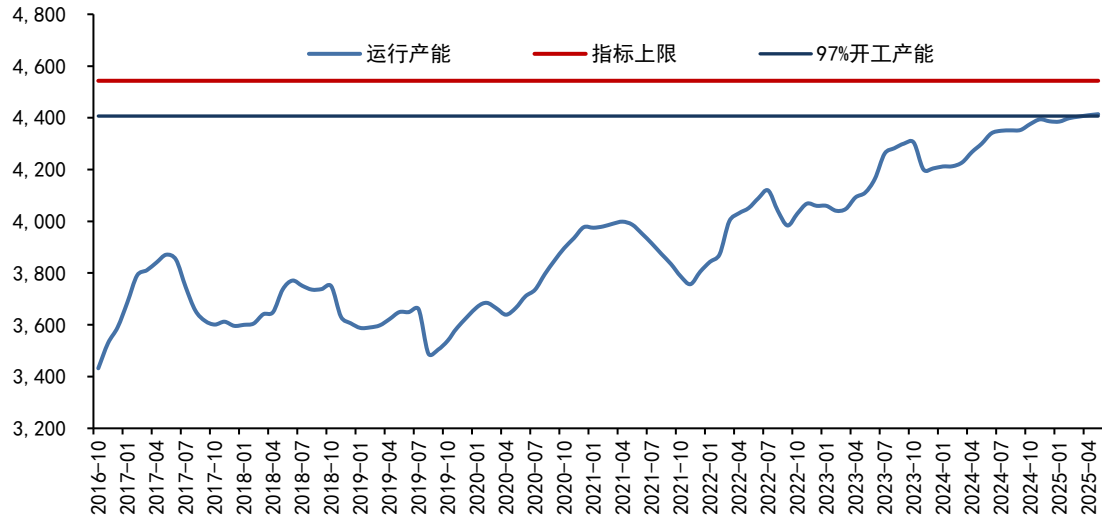
铝：国内产量即将见顶，国外建设进度缓慢

- ◆ 2025年是中国电解铝产量见顶的一年。中国电解铝合规指标4543万吨，其中比较大的闲置产能有三个：辽宁某铝厂闲置43万吨，蒙东某铝厂二期未投产35万吨，新疆某铝厂明年Q1即将投产的20万吨，刨除这3个合计98万吨闲置产能，剩余4445万吨产能，综合各家机构预测，2025年国内电解铝产量预计4420万吨左右，已经达到产能上限了。在高额利润刺激下，最近两年国内不少电解铝企业有超产，通过强化电流，实现3%以内超产，总体可控。
- ◆ 国外电解铝产能投放有序。国外新增产能集中在东南亚和南亚地区。比起十几年前中国电解铝产能高速扩张过程，未来几年国外电解铝产能增长速度相对有序可控。有些企业规划了较大规模产能，但也会根据市场情况灵活变动。

表：2024-2026年中国新投电解铝项目（万吨）					
企业	新建规模	是否产能置换	产能置换后的净增量		
			2024年	2025年	2026年
新疆信发	55	是	20		
华云三期	42	是	17		
中铝青海	50	是		10	
扎铝二期	35	否			35
海源绿能	11	否	待定		
天山铝业	24	否			24
合计			37	10	59

资料来源：安泰科、国信证券经济研究所整理

图：中国电解铝开工率接近极限（万吨）



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

表：未来2年国外电解铝新增产能（万吨）

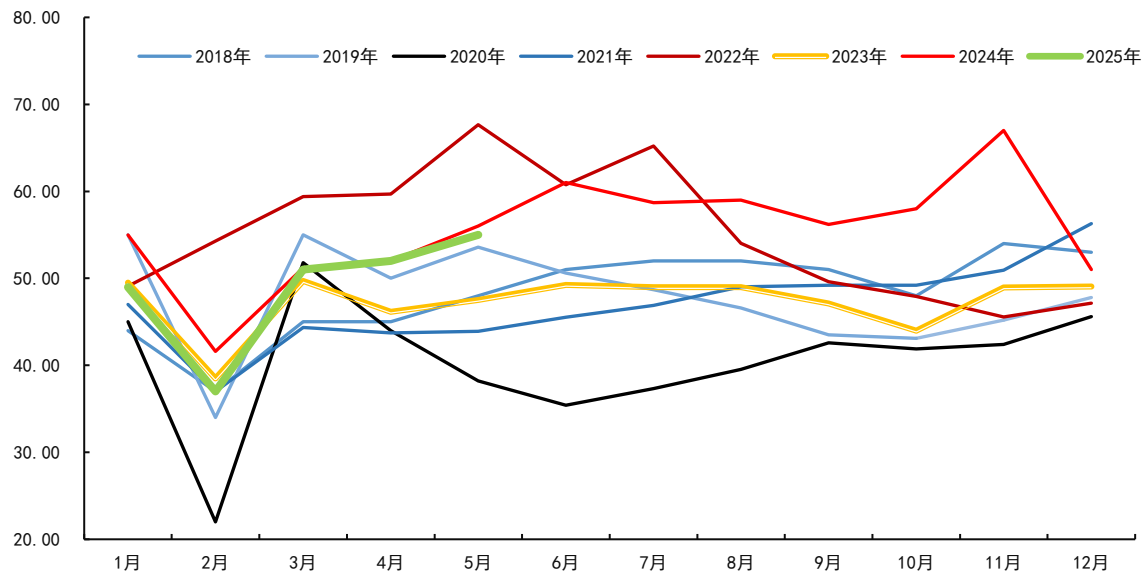
项目	2025年	2026年
越南陈红泉冶金	15	15
印尼华青铝业	25	
印尼聚万	25	
印尼Adaro	25	25
印度Balco	20	
安哥拉华通线缆	12	
合计	122	40

资料来源：安泰科、国信证券经济研究所整理

铝：电力、汽车需求好，铝材出口拖累不大

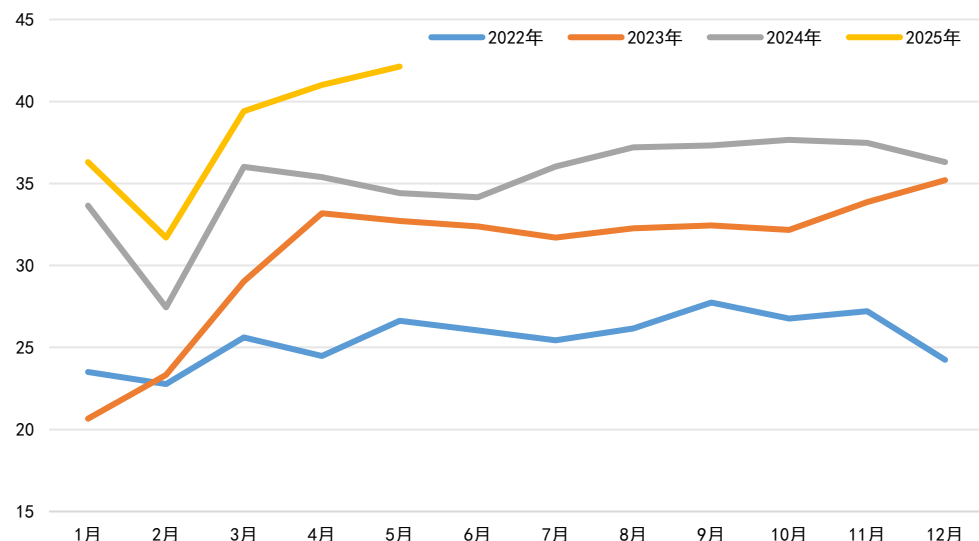
- ◆ **铝材出口好于预期。**2025年1-5月份，未锻轧铝及铝材出口量244万吨，同比下降4.6%，降幅小于预期。本以为去年11月取消铝材出口退税后，铝材出口会大幅下降，实际影响有限，尤其3-5月份单月出口同比增速分别为-0.4%/0.0%/-1.8%，几乎与去年同期持平。
- ◆ **铝制品出口强劲。**铝制品不受铝材出口退税影响。2025年1-5月份，铝制品出口量达143万吨，同比大增13%。
- ◆ **电力领域需求好。**今年内前5个月电网投资增速达到20%，与之对应的铝杆产量增长明显，前五个月铝杆产量同比增长22.4%。
- ◆ **铝棒产量持续增长。**铝棒下游主要是铝合金门窗、光伏边框等领域。前5个月国内房屋开工面积同比下降23%，竣工面积同比下降17.6%。但地产数据下降并未体现在铝棒产量。根据上海钢联数据，今年3-5月份铝棒产量454万吨，同比增长达到4.6%。

图：未锻铝及铝材月度出口量（万吨）



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

图：铝杆月度产量（万吨）



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

铝：供不应求的矛盾即将凸显



- ◆ 下半年国内电解铝供需紧平衡。我们考虑下半年光伏领域需求环比走弱等因素，得出下半年国内供需基本平衡，全年维持低库存状态，现货紧俏，升水较往年偏高，期货月差呈BACK结构，冶炼利润有望维持高位。
- ◆ 电解铝供给端却难以匹配需求增长。之前有观点认为中国电解铝产能受限后，国外电解铝产能仍可以自由扩张。但是电解铝依赖廉价、稳定的电网，所以曾被寄予厚望的印尼电解铝产能扩张并没有预想的那么快。尤其中国宣布不再新建境外煤电项目后，对中资企业在国外扩张产能有很大影响。发达国家则由于电解铝高碳排、缺乏产业配套和产业工人，扩张意愿不强，结果是全球电解铝产量增速大幅放缓。明年可能是国内电解铝产量见顶的一年，全球电解铝供不足需的矛盾将进一步凸显，我们可能在未来1-2年看到铝商品价格及权益类资产的主升浪。

表：国内电解铝月度供需平衡表（万吨）																
日期	原铝产量	铝锭库存变动	月末库存	铝进口	外需（未锻铝及铝材+铝制品+铝制车轮）				国内需求				总需求			
					铝出口	外需增速	外需累计	外需累计增速	铝内需	铝内需增速	铝内需累计	铝内需累计增速	铝需求	铝需求增速	铝需求累计	铝需求累计增速
2025/01	374.9	0.5	49.3	27.6	88.9	0.0%	88.9	0.0%	313.1	3.1%	313.1	3.1%	402.0	2.4%	402.0	2.4%
2025/02	339.7	38.1	87.4	30.4	57.9	-8.9%	146.7	-3.7%	274.1	1.6%	587.2	2.4%	332.0	-0.4%	734.0	1.1%
2025/03	375.5	-7.6	79.8	32.3	82.9	7.8%	229.6	0.1%	332.5	8.3%	919.7	4.4%	415.4	8.2%	1149.4	3.5%
2025/04	363.4	-14.9	64.9	35.2	85.2	3.8%	314.8	1.1%	328.3	4.9%	1248.0	4.6%	413.4	4.7%	1562.8	3.8%
2025/05	376.3	-13.0	51.9	35.2	85.1	-3.3%	399.9	0.1%	339.4	10.9%	1587.4	5.8%	424.5	7.7%	1987.3	4.6%
2025/06	364.2	-5.7	46.2	35.2	85.1	-9.0%	485.0	-1.6%	319.9	11.6%	1907.3	6.8%	405.1	6.5%	2392.3	5.0%
2025/07	376.3	2.1	48.3	35.2	85.1	-5.2%	570.1	-2.2%	324.3	8.9%	2231.6	7.1%	409.4	5.6%	2801.7	5.1%
2025/08	376.3	5.4	53.7	35.2	85.1	-7.5%	655.2	-2.9%	321.0	5.7%	2552.6	6.9%	406.1	2.6%	3207.9	4.7%
2025/09	364.2	-2.6	51.0	35.2	85.1	-1.4%	740.4	-2.7%	316.9	3.6%	2869.5	6.5%	402.0	2.5%	3609.9	4.5%
2025/10	376.3	2.2	53.3	35.2	85.1	-5.4%	825.5	-3.0%	324.2	0.4%	3193.7	5.9%	409.3	-0.9%	4019.1	3.9%
2025/11	364.2	-2.6	50.7	35.2	85.1	-13.1%	910.6	-4.0%	316.8	6.7%	3510.5	5.9%	402.0	1.8%	4421.1	3.7%
2025/12	376.3	-4.3	46.4	35.2	85.1	-0.3%	995.7	-3.7%	330.7	1.9%	3841.2	5.6%	415.8	1.4%	4836.9	3.5%
资料来源：ifind、国信证券经济研究所整理																

锡：近一年价格复盘

◆ 需求提升叠加供给催化，2024年初至今沪锡价格涨幅28%。2024年锡价中枢较2023年明显抬升，沪锡均价24.83万元/吨，同比上涨17%；2025年锡价进一步上涨，截至目前均价26.20万元/吨，同比提升6%；整体来看商品价格随宏观经济数据、供需催化、库存数据等因素不断调整。从23年8月开始，对于锡造成最大扰动的供给侧因素为佤邦的矿山停产，佤邦锡矿复产进度会对锡价产生明显影响。2024年10月，佤邦工矿局针对曼相矿山以外的锡矿发布《办证期限缴费的通知》，通知里面提及“各申请办理相关许可证的矿业公司，务必于中央经济计划委员会领导批示后的15个工作日内，完成所有相关费用的缴纳”，相关企业在收到通知缴纳完相关的费用之后，预计有望复产。2025年4月1日佤邦召开锡矿复产会议，标志着复产启动；2025年6月，佤邦称锡原矿品位由1%下降至0.5%，由于缅甸在全球供给占比较大，此次品位大幅下滑可能对全球锡矿供给产生一定冲击。

图：近一年锡价走势复盘（2024.6.3-2025.6.27）



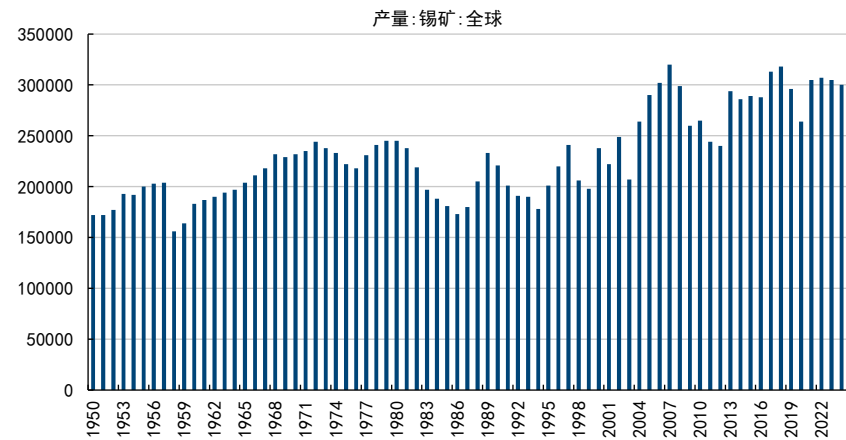
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

锡：新项目主要集中在非洲和澳洲，2025年增量有限



◆ **全球锡矿新增项目有限。**全球锡矿资源大型和特大型矿床数量相对较少，中、小型锡矿床数量偏多，且开采方式以地下开采为主。另外相较其他矿种，全球锡矿资源勘查投入不足，新发现锡矿床较少，新增储量远远赶不上锡矿资源消耗量，因此全球锡矿储量呈现逐渐下降趋势。中国是全球最大的锡资源储量国和产量国，锡矿资源以原生矿、大中型矿为主，但由于矿山开采年限久，近年来存在品位下降的问题，22-24年矿产量为7.1/7.0/6.9万吨。东南亚地区印尼、缅甸和马来西亚等地区为全球最重要锡矿带之一，以锡矿砂、中小型矿为主，其中印尼因雨季、采矿配额延迟发放、出口许可证更新等原因，产量下滑较为严重，24年产量5.0万吨，同比-28%。非洲地区（刚果金、纳米比亚等）改变传统的手工和小规模生产方式，提高机械化，锡矿产量有所增加，23年增幅不大。澳洲地区虽然目前锡矿产量较低，但锡资源成矿条件好，未来有较大的扩产潜力。USGS数据显示，过去几年全球锡精矿供给稳定在30万吨上下的水平，22-24年分别为30.7/30.5/30.0万吨，24年同比下滑1.64%。

图：1950-2024年全球锡矿产量（吨）



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

表：海外主要新增锡矿项目（金属吨）

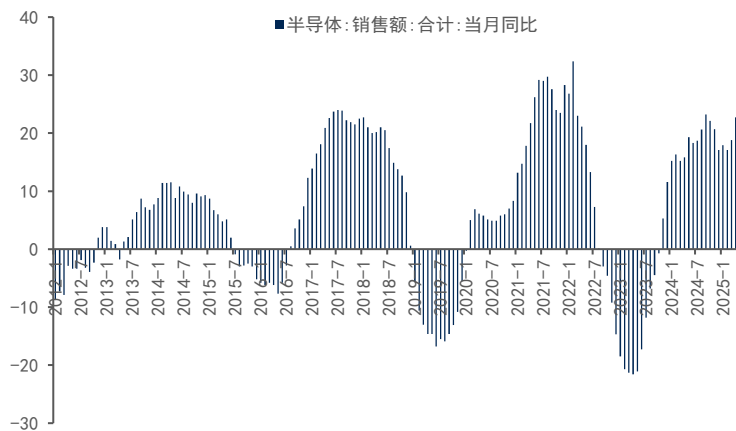
地区	项目名称	所属矿企	2024年增量E	投产时间
刚果（金）	Mpama南部	Alphamin	3000	2022年初开始建设，2024年试产
澳洲	Taronga	AusTinMining/ First Tin Limited	1000	2023年底完成可研，2024年试产
澳洲	renison	Metals X	1000	已达产，可能继续增产1000吨
巴西	Massangana	Auxico resources	1000	2023年二季度投产
秘鲁	Nazareth	Minsur	1000	最快2024年试运营
西班牙	Oropesa	Elementos	1000	2023年初完成钻探活动，2025年达产
刚果（金）	Manono	AVZ Minerals Limited	500	2020年完成可研，2023年开始生产
英国	Hemerdon+Drakelands	Tungsten West	500	2023年下半年复产

资料来源：各公司官网，ITA，国信证券经济研究所整理

锡：全球半导体销售额保持正增长

- ◆ **全球半导体销售额已连续1年同比正增长。**锡焊料是最主要的消费领域，在全球锡消费中的占比达一半左右。鉴于电子焊料在锡消费结构中的重要地位，锡价与全球半导体销售额、费城半导体指数等指标相关性很高。2025. 2-2025. 4，全球半导体销售额分别为549. 2/555. 8/569. 6亿美元，同比增速分别为17. 10%/18. 80%/22. 70%，环比增速分别为-2. 85%/+1. 20%/+2. 48%，同比增速自2023年11月起持续为正。
- ◆ **5月缅甸锡精矿供给维持低位。**2024年2月7日，佤邦中央经济计划委员会发布“关于锡精矿出口统一收取实物税的通知”，称自当日起，全邦锡精矿出口暂停征收现金税，无论锡精矿品位高低，一律统一按30%税率收取实物税。此前20%以下的精矿不征收实物税，政策修改后，我国自缅甸进口锡精矿量有所下降。佤邦自2023年8月开始停产，2024年3月及以前我国自缅甸进口锡矿量仍无明显下滑迹象，但4开始月进口量环比下滑78%，说明23年4-8月之间佤邦囤积的矿石库存几乎消耗完。2025年6月，佤邦称锡原矿品位由1%下降至0. 5%。2025. 3-2025. 5缅甸锡矿进口量分别为0. 23/0. 24/0. 14万吨（实物吨）。印尼3-5月精炼锡出口量分别为0. 58/0. 49/0. 55万吨。

图：全球半导体销售额当月同比（十亿美元，截至2025. 4）



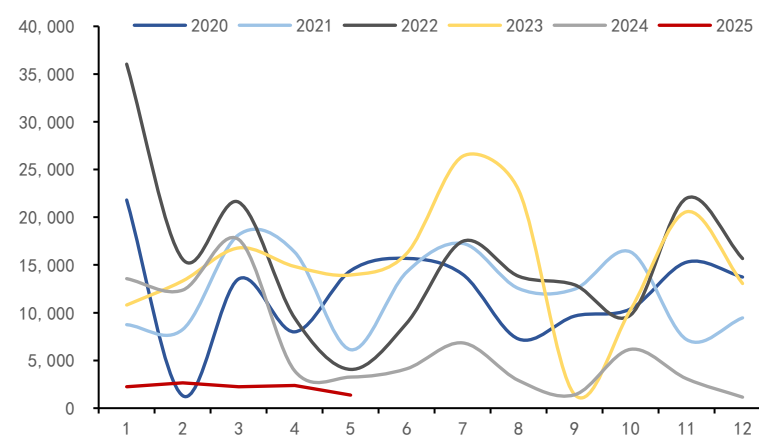
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：费城半导体指数与LME锡收盘价对比（截至2025. 6. 27）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国自缅甸进口锡矿砂及精矿量（吨，截至2025. 5）

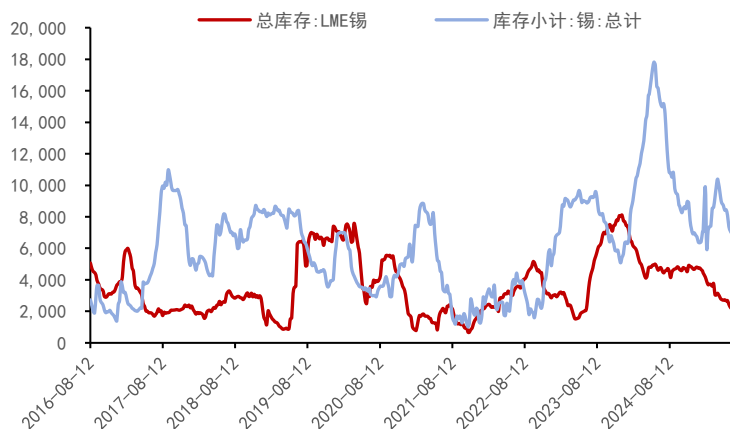


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

锡：交易所库存降至万吨以内，冶炼加工费低位运行

- ◆ **全球交易所显性库存已经降至9,130吨。**截至2025年6月27日，SHFE锡库存为6,955吨，较6月初下降417吨；LME锡库存为2,175吨，较6月初下降265吨；交易所库存合计9,130吨，较6月初下降682吨。2024年锡涨价过程中，冶炼厂希望通过出售过往的低价产成品库存或卖出交割来提升利润，因此2024年3-5月交易所库存快速累积。2024年5月，显性库存合计达到近年峰值22,763吨，随后伦锡和沪锡都开始去库，目前库存回落到2023年初的水平。
- ◆ **60%精矿冶炼加工费降至7800元/吨。**根据百川盈孚数据，截至2025年6月27日，锡锭价格为26.90万元/吨，60%锡精矿价格为26.12万元/吨，冶炼加工费为7,800元/吨。2025年冶炼加工费均值为8,497元/吨，较2024年的11,563元/吨下滑27%，反应锡矿紧缺程度加剧。
- ◆ **产量方面，百川盈孚数据显示，2025年3月-2025年5月，我国锡锭月度产量分别为1.33/1.29/1.24万吨，冶炼开工率分别为57.19%/55.26%/53.11%。**

图：沪锡+伦锡库存与锡价走势对比（截至2025.6.27）



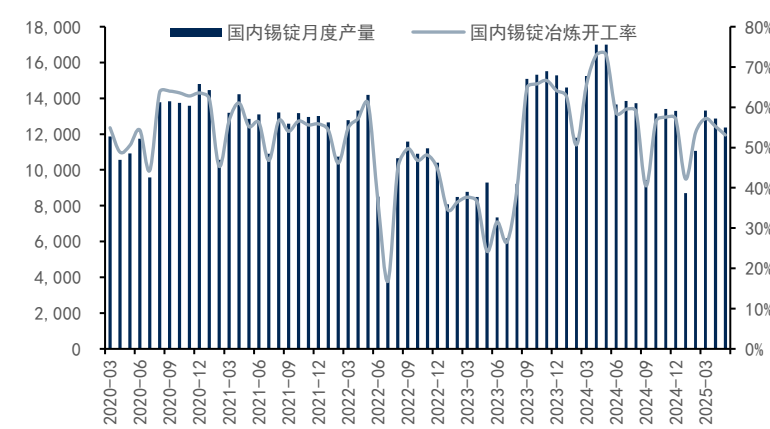
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：精矿冶炼加工费回升（元/吨，截至2025.6.27）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：国内锡锭产量及开工率（吨，截至2025.5）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

锌：精矿港口库存恢复

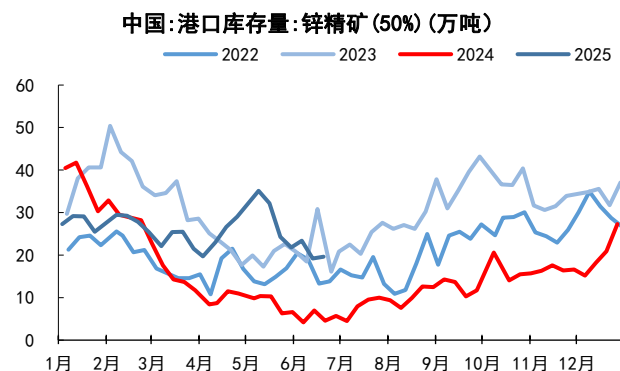
◆ 锌精矿库存有所上升，连云港库存显示精矿供应紧张有所缓解。锌精矿连云港库存与进口矿具有强相关性，2024年以来连云港锌精矿库存已经降至近4年低位，反映进口矿供应紧张的情况。国内锌精矿港口总库存去年10月以来低位上升，近期出现下滑，可能与提货有关，冲高回落后目前处于历年中等偏上水平。

◆ LME锌锭库存处于历史中位，SHFE锌锭处历史低位。

◆ 2025年加工费重心向上修复，具体修复程度受海外矿山的增量兑现以及副产品价格影响。

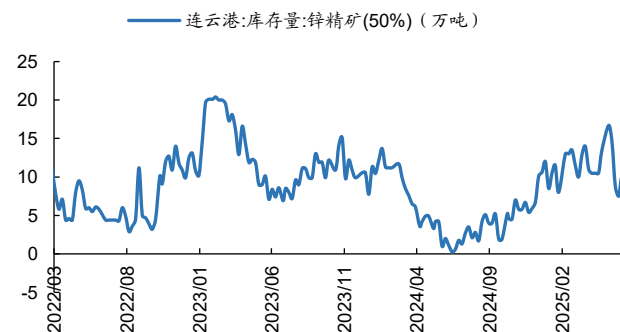
- 原料紧缺压制冶炼利润，25年来加工费触底回升，精炼锌供应逐步释放。锌精矿供应有限，去年炼锌企业亏损逐步扩大，靠副产品利润维持生产，2024Q4加工费跌势暂缓，25Q1有所回升，25Q2涨势放缓，随着加工费回升，锌锭开工率上移至80%以上。

图：国内锌精矿港口库存处于历年中等偏上水平



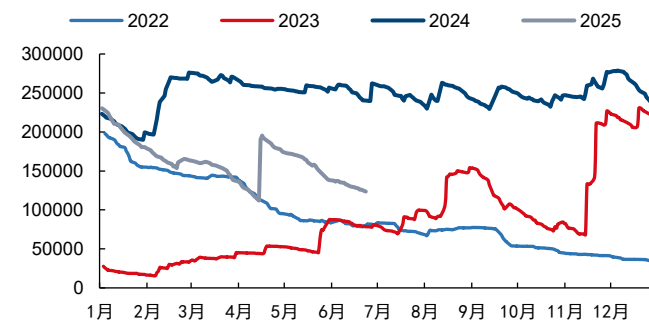
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：连云港库存量底部回升



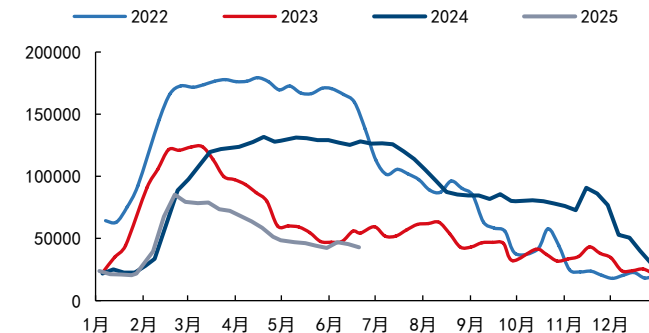
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：LME锌库存处于历年中位



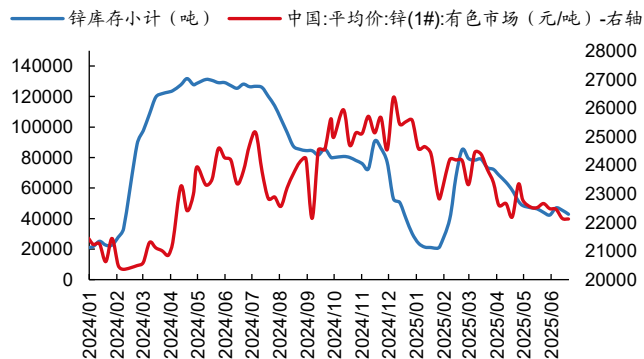
资料来源：Wind，LME，国信证券经济研究所整理

图：SHFE锌库存处于历年低位



资料来源：Wind，SHFE，国信证券经济研究所整理

图：锌库存及中国锌价



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

锌：年内海内外精矿均有增量

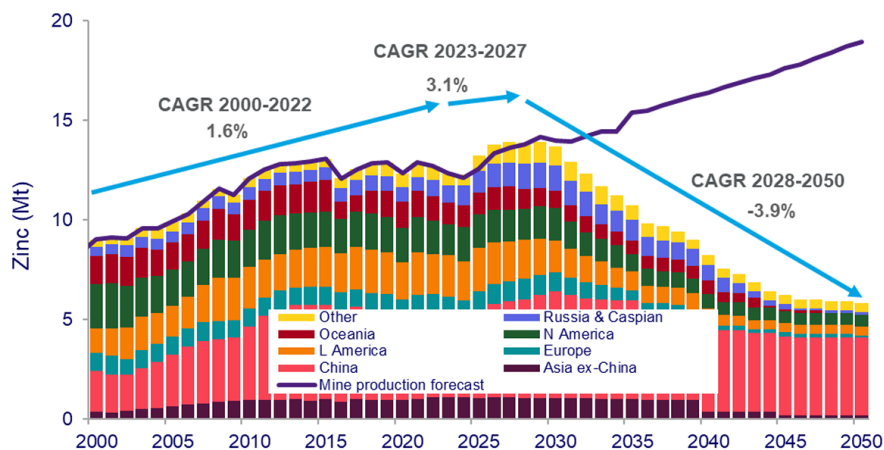
◆ 2024年多因素导致铅锌矿山减产、停产，而矿山增量有限，锌价走高

- 一方面，秘鲁的Antamina采矿顺序改变以及锌品位下滑，预计2024年全年减量20万吨；Glencore位于澳大利亚的McArthur River矿山因飓风影响停产，该矿2023年产量为26.2万吨。另一方面，Peñasquito复产，产量指引24.5万吨，低基数效应下预计带来14万吨的增量；位于爱尔兰的Tara5月宣布Q4复产、俄罗斯Ozernoye、艾芬豪Kipushi年内重启，但贡献十分有限。根据百川盈孚数据及我们的整理，2024年海外矿增量约11万吨，国内矿增加3万吨，预期有所下调。2023年年底时，普遍预期2024年国内矿端增量12-15万吨，海外增量25-30万吨，然而2024年全年，全球锌精矿同比下降4.0%，供给紧缺推升锌价。

◆ 未来2年锌矿山主要增量项目及不同机构预测

- 根据百川盈孚数据，海外矿方面，俄罗斯Ozernoye，刚果（金）艾芬豪的Kipushi项目释放量会主要体现在2025年，其他澳大利亚、秘鲁等知名老矿山未来三年仍存在品位下降、矿山接近退役、新开矿项目延期投产等原因，综合预计2025年海外锌精矿供给增长50万吨左右；国内矿方面，重点关注火烧云矿以及贵州猪拱塘铅锌矿，当前国内铅锌矿新建、改建项目有新疆火烧云、赫章县猪拱塘铅锌矿、江西银珠山铅锌银矿项目、西部铜业多金属选矿技改、巴彦乌拉银多金属矿、广西中金岭南盘龙铅锌矿6000吨/日采选扩产改造、湖南大脑坡矿区的铅锌矿选矿等。从项目进程来看，湖南大脑坡、江西银珠山、猪拱塘、火烧云铅锌矿有望在2025年年底前投放出增量贡献，但贡献形式或以原矿方式为主，锌精矿投放市场或延迟到2026年。另外国内矿山安全管控以及新矿投产出矿的前期准备复杂，耗时较长，2025年给予8-12万吨的新增贡献量。加上海外市场的增量预期，2025年全球锌精矿预计增加60万吨左右。
- 根据Wood Mackenzie数据，目前矿山的生产能力将于2029年达到峰值。

图：目前的矿山生产能力预计将于2029年达到峰值



资料来源：Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

图：全球锌矿山产量连续三年下降



资料来源：Wind，USGS，国信证券经济研究所整理

表：2021年来全球精炼锌供需平衡（万吨）

类别（万吨）	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年1-4月
全球锌精矿产量	1279.3	1294.4	1222.8	1200.2	393.7
同比	4.31%	1.18%	-5.53%	-1.85%	5.07%
全球精炼锌产量	1395.6	1341.6	1391.3	1349.5	442.6
同比	0.73%	-3.87%	3.70%	-3.00%	-1.01%
精炼锌需求量	1404.8	1344.6	1358.8	1351.4	427.5
同比	5.27%	-4.29%	1.06%	-0.54%	-0.47%
供需平衡	-9.2	-3	32.5	-1.9	15.1

资料来源：ILZSG，国信证券经济研究所整理

锌：精炼锌产量低基数，长单TC显著下调

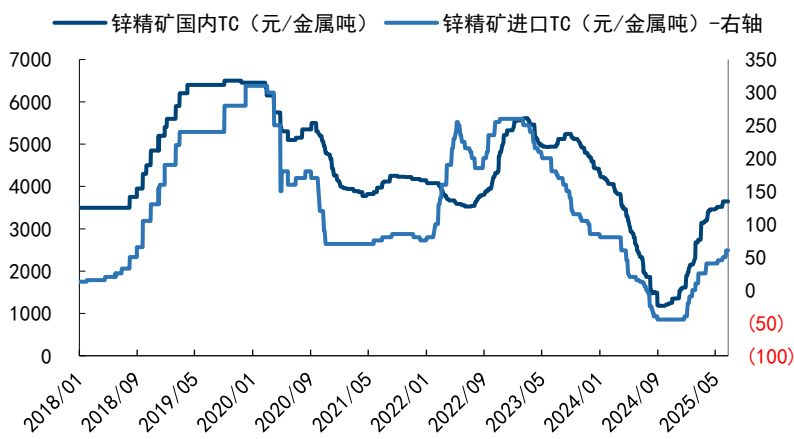
◆ 原料紧缺压制冶炼利润，长单TC显著下调

- 2025年亚洲锌精矿Benchmark 80美元/干吨，显著低于2024年165美元/干吨，以及2023年的274美元/干吨，佐证矿紧缺预期。2024年进口矿和国产矿加工费持续下行挤压冶炼厂利润，国内冶炼厂不包含副产品的利润产生亏损，一度超过3000元/吨，不过随着25Q1锌精矿加工费止跌企稳回升，计算二八分成后，冶炼厂利润修复至正盈利千元/吨左右。

◆ 供应恢复不及预期

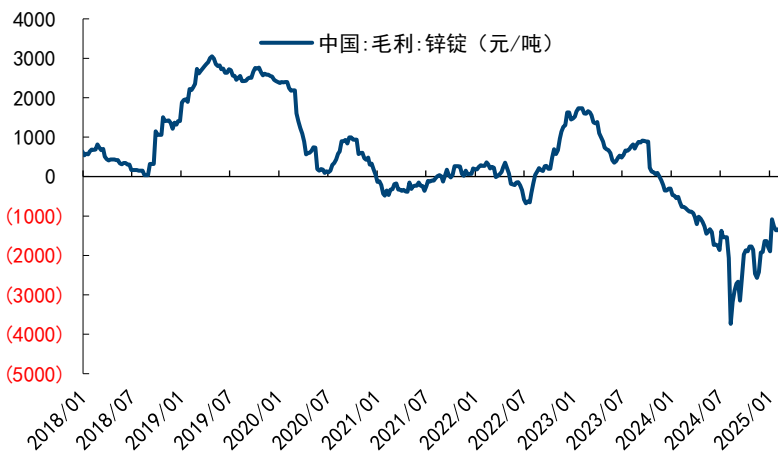
- 全球方面，减产和复产计划并行。全球产量来看，截至2025年4月，全球锌产量443万吨，同比下滑2.3%。2025上半年海外炼厂经营压力较大，减产和复产计划并行，德国和澳大利亚有复产与新扩建项目，韩国炼厂也有持续减产情况存在。
- 国内方面，锌锭累计产量同比下降。根据百川盈孚，25Q1四环锌锗、山西锌业的锌合金项目落地有产出，西部矿业扩建电解锌产线；25Q2云铜锌业搬迁产线落地生产。新增投产产能均在5-6月才稳定释放出量，供应增量不及此前预期。截至5月底，我国精炼锌累计产量292吨，同比减少3%。

图：国内锌精矿TC显著下滑



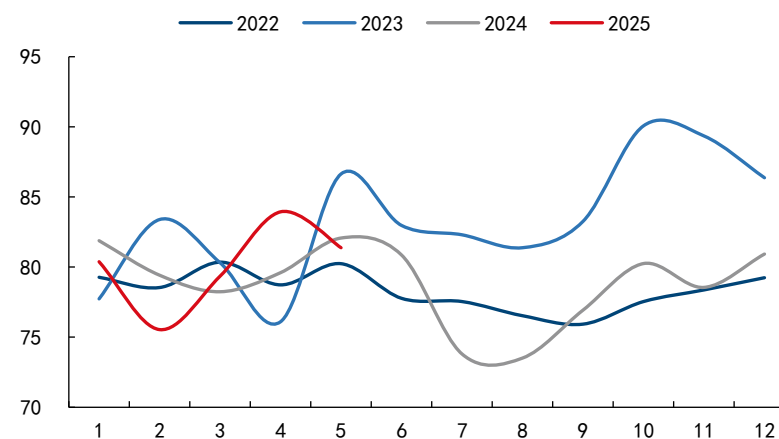
资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：锌冶炼利润受低TC影响承压



资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：2024年下半年锌锭开工率处于历史低位



资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

锌：直接需求同比小幅增长



◆ 镀锌，据Wind数据，截至4月，我国累计生产镀锌板931万吨，同比增加4.0%；累计出口镀锌板（带）131万吨，同比增加21.3%；累计进口镀锌板（带）15.5万吨，同比减少17.8%。

◆氧化锌，据百川盈孚数据，2025年5月累计产量27.5万吨，同比增长0.7%。

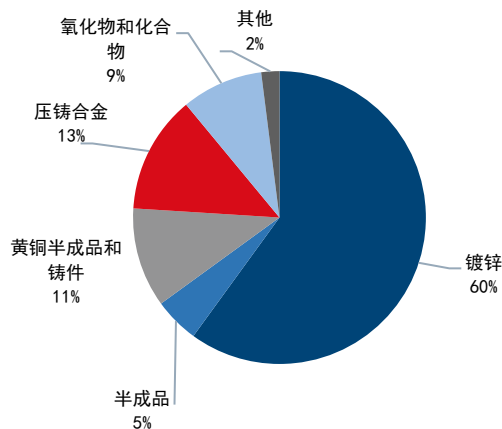
- **轮胎行业**，目前轮胎市场维持内需疲软、外需萎缩、高位库存的特征。

- 陶瓷方面，整体需求较为稳定。

- **饲料行业**，市场猪源供应较为充足，但消费跟进缺乏利好提振，消费需求承压，进而抑制氧化锌需求。

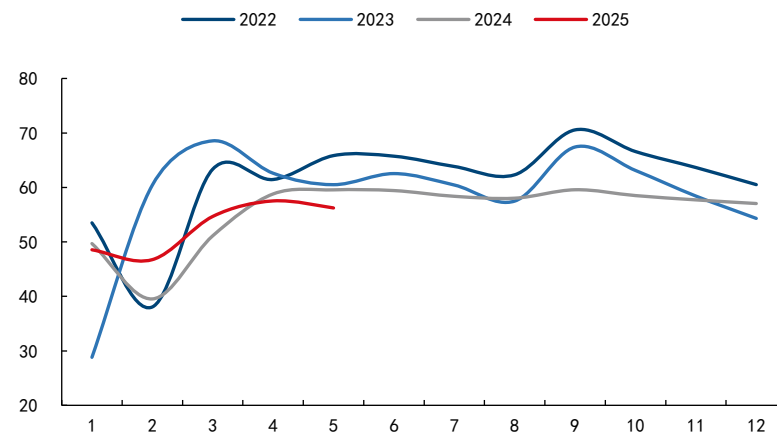
◆ 锌合金，据百川盈孚数据，2025年5月累计产量67.5万吨，同比上涨4.2%。

图：锌全球直接下游应用



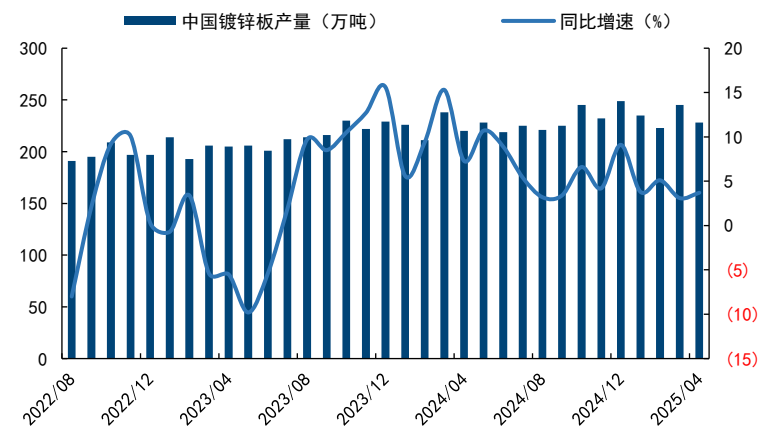
资料来源：Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

图：氧化锌开工率维持近年来低位



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：镀锌板产量小幅增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

锌：终端需求汽车家电贡献增量

◆ 虽有政策加持，房地产数据好转仍需实际传导。

- 房地产投资和销售面积增速降幅扩大，截至2025年4月，房地产开发企业房屋施工面积63.0亿方，同比下降9.7%。其中，住宅施工面积43.2亿方，下降10.1%。房屋新开工面积1.8亿方，下降23.8%。其中，住宅新开工面积1.3亿方，下降22.3%。房屋竣工面积1.6亿方，下降16.9%。其中，住宅竣工面积1.1亿，下降16.8%。
- 一般新开工领先竣工约3年，新开工累计同比增速自2021年7月转负，过去三年较差的新开工数据拉低今年的竣工需求，竣工累计同比增速或有下滑，后期地产销售及投资将构成锌消费拖累项。

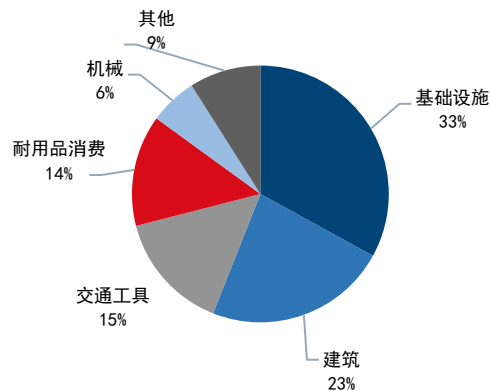
◆ 汽车出口增速有所放缓。

- 中汽协数据显示，截至2025年5月，汽车产销分别完成1282.6万辆和1274.8万辆，同比分别+12.7%和+10.9%；新能源汽车产销分别完成569.9万辆和560.8万辆，同比分别增长45.2%和44.0%；新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的44%。5月，汽车整车出口249万辆，同比增长7.9%。

◆ 家电出口持续放量。

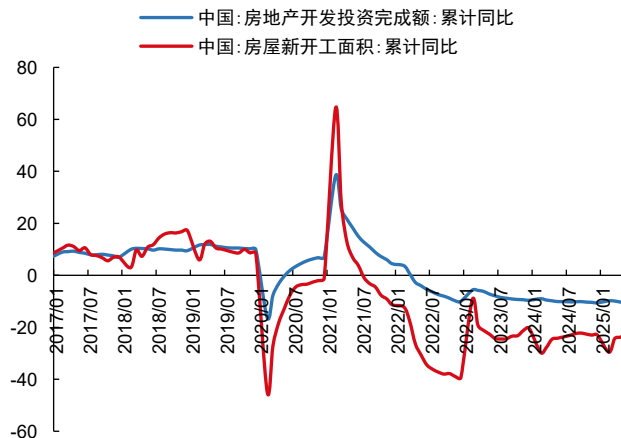
- 截至2025年5月，全国家用电冰箱产量4071.3万台，同比减少1.5%；家用洗衣机产量4911.5万台，同比增长9.3%；空调累计产量13490.9万台，同比增长5.9%；根据产业在线数据，截至2025年5月，家用空调类累计销量10349万台，同比增长9.2%，其中内销5424万台，同比增长7.4%，出口4925万台，同比增长11.3%。

图：锌中国终端消费领域



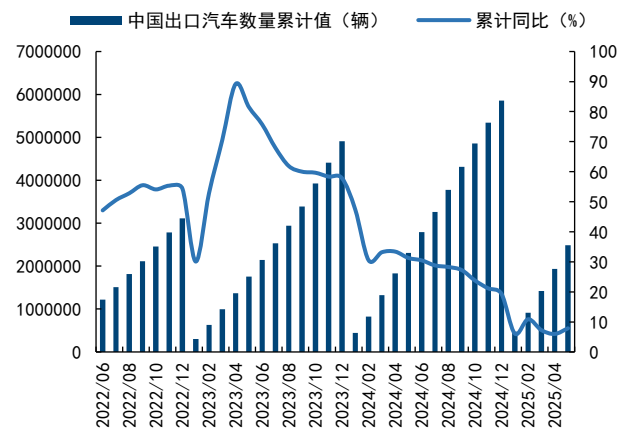
资料来源：正信期货，国信证券经济研究所整理

图：中国房地产新开工面积及开发投资完成额降幅扩大



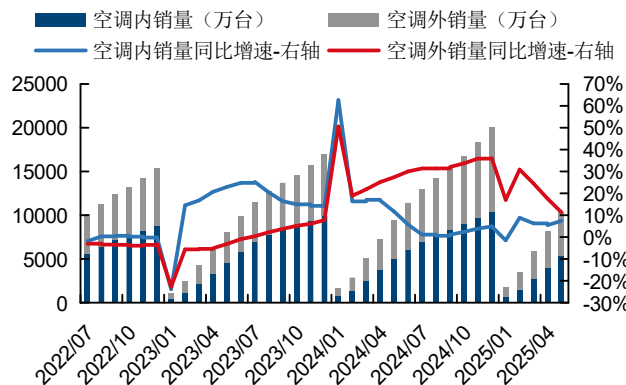
资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：中国出口汽车数量增速有所放缓



资料来源：Wind，中汽协，国信证券经济研究所整理

图：中国家用空调出口持续增长



资料来源：Wind，产业在线，国信证券经济研究所整理

铅：国内库存较低，海外消费弱势致累库

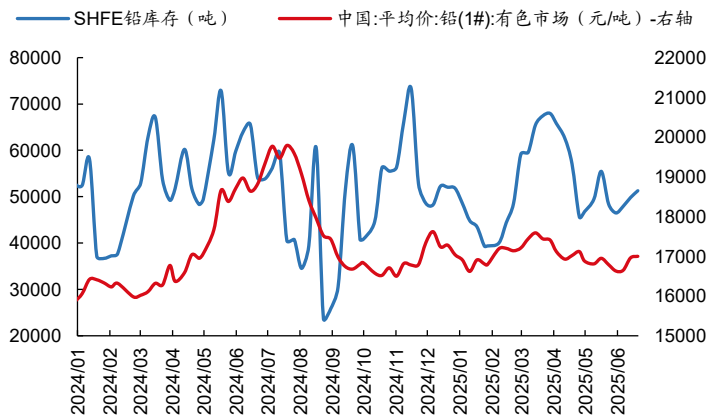
◆ 国内库存较低，LME库存处于历史高位。

- 海外方面，关税导致市场风险偏好下行，海外消费减弱，市场供过于求，库存大量增加。
- 国内方面，市场库存仍处于较低位置。一方面进口货源的迅速补充弥补可交割货源有限的短板；另外二季度再生铅受生产亏损倒逼减产，淡季消费下仍推动原生市场去库。

◆ 2025上半年内外铅价前涨后跌，区间震荡。

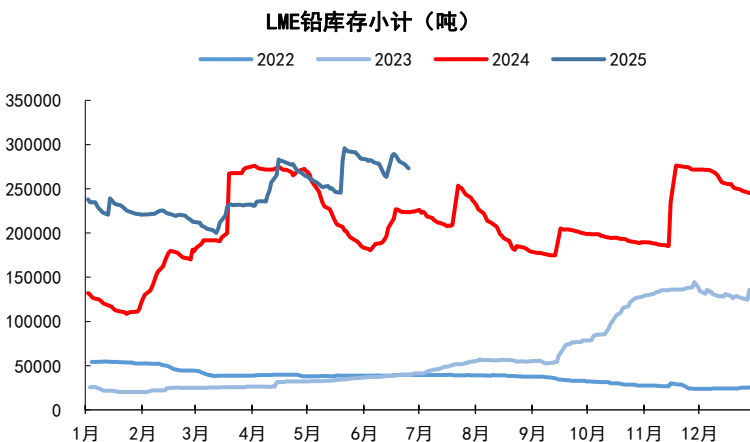
- 1) 年初至3月中旬：1月美国经济数据整体表现偏强，伴随特朗普政府相继公布对外关税政策以及政策预期，美国通胀数据抬头美联储释放不急于降息的信号，市场避险情绪出现，美元走势承压。伦铅跟随有色板块整体开启上行走势。国内春节后消费回暖，同时废电瓶价格跟随上行再生铅利润收缩，铅价围绕宏观及成本支撑定价，沪铅跟涨。
- 2) 3月下旬至4月上旬：特朗普宣布美国对约60个贸易伙伴加征关税并计划于4月9日开始实行，美联储3月议息会议继续维持利率水平不变，并继续以观望的心态来评估关税对通胀回升预期的影响。对全球经济衰退的担忧使股市及有色金属板块集体暴跌。
- 3) 4月中旬至今区间震荡：特朗普宣布暂停对56个国家和欧盟加征关税90天，这些国家仍将按10%的基准税率征收关税，以及对中国进口商品的关税将从145%“大幅”下降。市场风险的到一定缓和，伦铅重心上行修复至1950美元/吨。后续经济数据表现未显示出明显衰退迹象，同时鉴于贸易、财政和监管政策的持续变化，美联储5月、6月继续维持利率水平不变。中东战火燃起，多空局势动荡，美元指数围绕100整数关口波动，伦铅维持1950-2000美元/吨区间震荡。国内淡季效应显著下游开工水平偏低，原生炼企二季度常规检修，同时废料价格高企、回收困难再生炼厂持续亏损被迫减产，供需双弱格局下沪铅跟随上行后基本维持16500-17000元/吨区间震荡。

图：铅库存及中国铅价



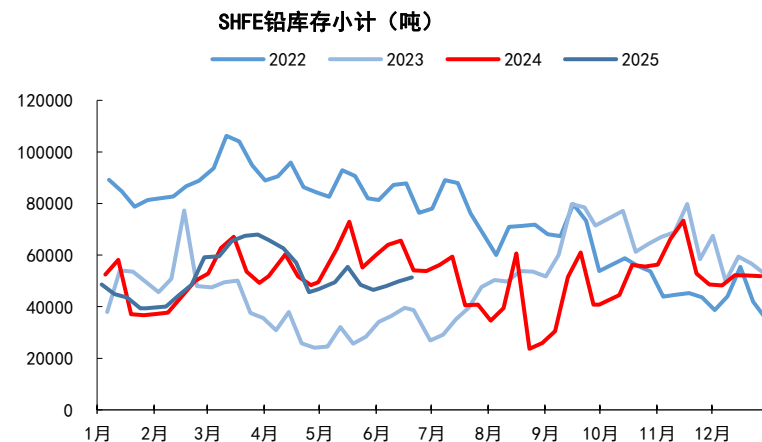
资料来源：Wind，SHFE，国信证券经济研究所整理

图：LME铅库存处于历年高位



资料来源：Wind，LME，国信证券经济研究所整理

图：SHFE铅库存有所回升



资料来源：Wind，SHFE，国信证券经济研究所整理

铅：上半年铅精矿供应不足，预计全年增量有限

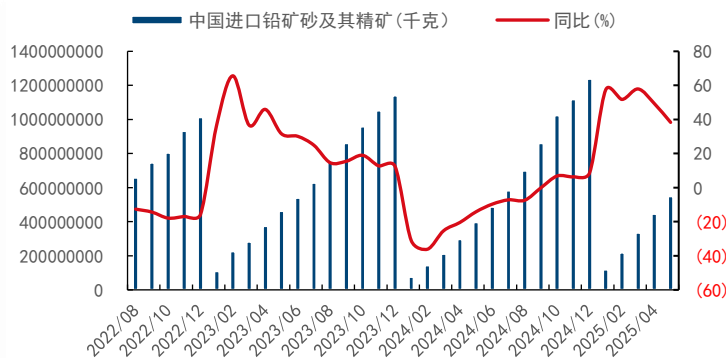
◆ 全球铅精矿产量呈现长期下降趋势，2025年上半年铅精矿供应不足，主要因内外铅精矿产量下降，加上我国进口铅精矿减少导致。

- 根据USGS数据，全球铅精矿产量从2015年的495万吨下降至2024年的452万吨，呈现长期下降趋势。Wind数据显示，2024年全年全球铅矿产量452万吨，较去年同比减少0.1%；而据百川盈孚数据，2024年全年中国铅精矿产量53.1万吨，同比增加0.1%。
- 2025年上半年铅精矿供应不足，主要因内外铅精矿产量下降，加上我国进口铅精矿减少导致。根据百川盈孚数据，2025年1-5月中国铅精矿产量（主流企业）18.85万吨，同比下降14%。近年来铅冶炼厂原料构成发生明显变化，目前铅精矿需求炼厂同步也会大量采购铅废料作为原料，且锌冶炼系统中的渣料也是铅炼厂的原料之一，对于铅锌冶炼均有的企业形成内循环模式，对铅精矿的需求量减少。
- 另外，随国内银矿的开发及产量上升，银矿含铅为铅炼厂的主要原料之一。银精矿含铅进口量同比增加，据测算2025年1-5月银铅矿含铅量达到28万金属吨左右，铅精矿含铅22万吨左右，总体进口铅量同比增幅约14%。

◆ 2025年海外铅锌矿山增产复产下，铅精矿体量预计同步增长，紧张格局仍持续。

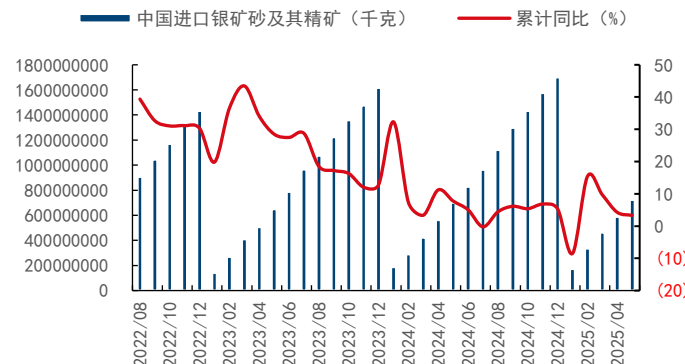
- 根据百川盈孚，国内铅精矿产量增长主要体现在银铅多金属矿的项目投产上，下半年新增产量预期在内蒙古前期停产矿山选厂复产增量上，但铅精矿增量预计量较少，合算新疆火烧云、西藏鑫湖矿业的原矿增量预计还有6-8万吨增量，但原矿对铅金属的供给贡献有限。百川盈孚统计2025年全年国内矿山新增项目铅精矿增量预期仅有7.8万吨。
- 上半年进口铅精矿同比增幅明显，下半年预计随海外铅锌矿复产增量兑现，进口铅矿流入国内量继续增加。
- 预计2025年全球铅精矿供应量为430万金属吨，同比增速1.2%，但全球铅精矿增长幅度不及锌精矿，且短期内供应大幅增加可能较小，在国内铅冶炼产能过剩的情况下，预计铅精矿紧张格局仍持续。

图：铅精矿进口大幅增长



资料来源：Wind，海关总署，国信证券经济研究所整理

图：银精矿进口小幅增加



资料来源：Wind，海关总署，国信证券经济研究所整理

铅：再生铅产量显著下滑

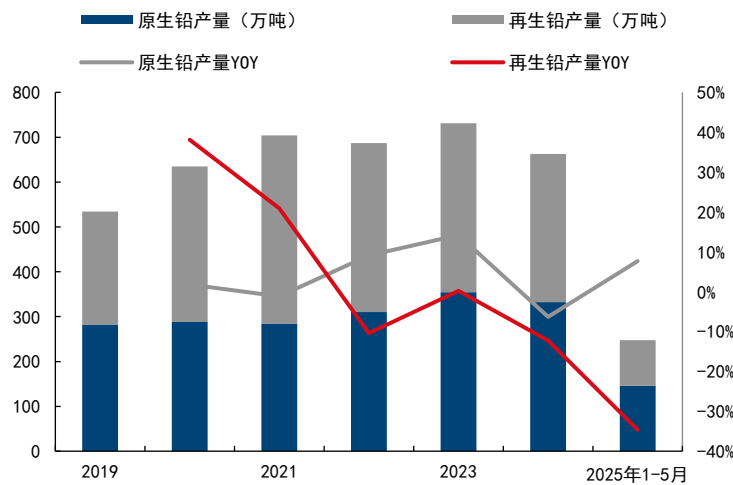
◆ 原料问题传导到冶炼端，再生铅产量下滑明显。

- 原生铅，据百川盈孚统计46家铅冶炼企业样本，2025年1-5月原生铅累计产量146万吨，同比增加7.6%。
- 再生铅，据百川盈孚统计61家主要再生铅冶炼厂，2025年1-5月全国再生铅累计产量102万吨，同比下滑34.6%。

◆ 冶炼端来源1：低基数下，原生铅产量有所增长。

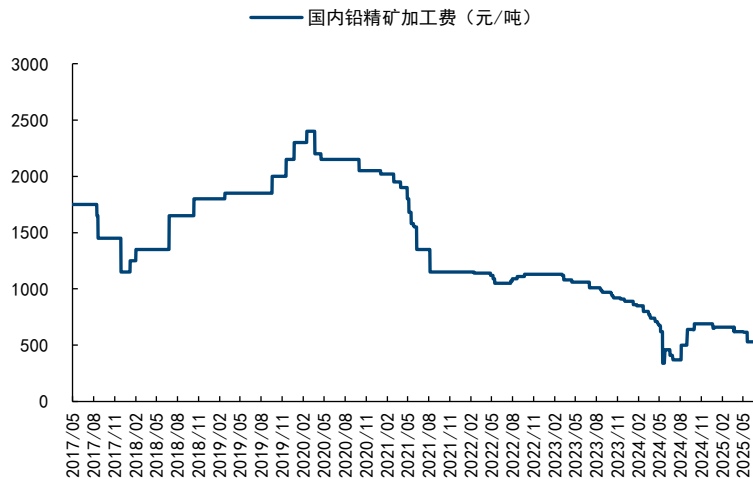
- 2024年前三季度铅精矿供需矛盾偏大，铅精矿TC大幅下跌，铅精矿价格高企，原生铅产量低基数。
- 从国内TC走势看，24前三季度国产铅精矿TC陆续下降，2024年8月国产TC均值最低达到370/金属吨，较年初下降58%，同比下跌63%。2024年四季度铅精矿供应改善，炼厂原料经过进口铅矿、进口银铅矿以及粗铅等补充，加工费持续向上调整。25年上半年修复乏力，6月份底TC仅为530元/吨，处于历史低位。
- 进口TC下降明显，2024年长协加工费98美元/干吨，较2023年的125下降22%，现货TC在2025年内最低跌至-60美元/干吨。

图：2025年原生铅、再生铅产量均下滑



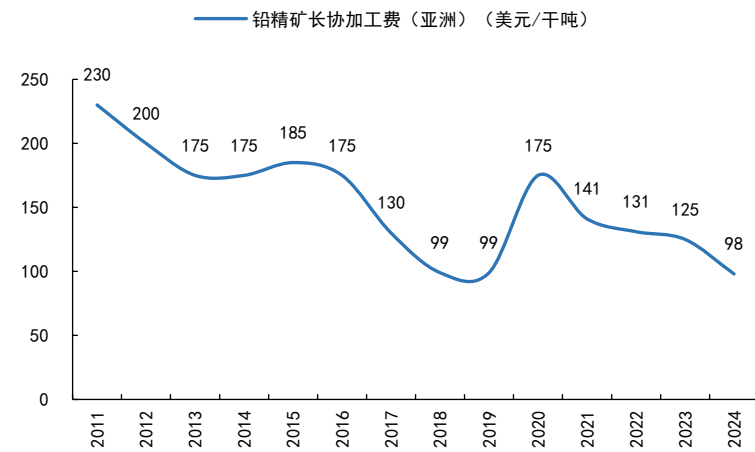
资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：2024年8月国内铅锌加工费触底上升



资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：铅精矿长单连续下降



资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

铅：进口窗口打开形成补充

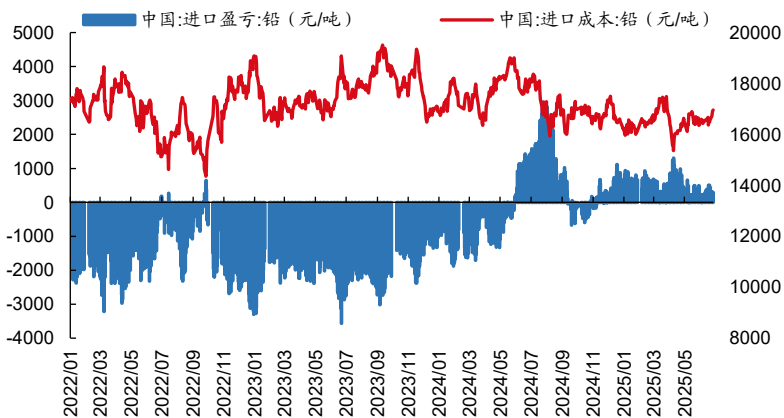
◆ 冶炼端来源2：进口窗口打开，进口铅精矿有所补充。

- 铅精矿进口窗口年内打开，一定程度上缓和国内原料供应矛盾，但加工费议价能力仍薄弱。

◆ 冶炼端来源3：出口废料流失，废电瓶价格上调抬升成本。

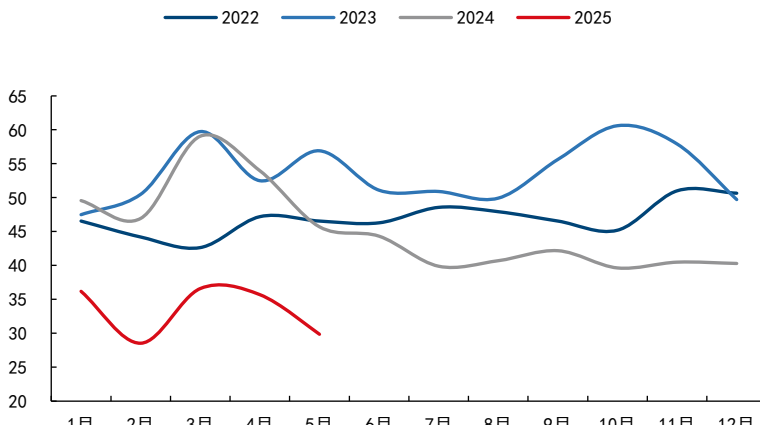
- 废电瓶整体流通依旧不多，下游再生铅企业整体生产多处于减产运行的情况，对废电瓶的采购需求释放缓慢，再加上下游消费淡季，再生铅炼厂持续面临亏损压力，
- 国内再生铅市场近年来一直存在供应紧缺的情况，废电瓶处理能力远超废电瓶发生量，2024年国内废料供应缺口扩大，加之铅蓄电池出口导致的废料流失，再生铅过剩产能开始出清。据百川盈孚，铅蓄电池出口较多，废旧电瓶作为危废品难以回流国内参与再生循环，近几年每年流失铅约60万吨，占国内整个铅供给10%左右；同时，在两轮电动车领域锂电池的占比已提升至约20%，导致废电瓶供给偏紧；从统计回收商样本来看，2024年以来废旧电瓶的到货量较往年同期少了近三成。

图：2025年铅进口窗口打开



资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：2024年5月起再生铅开工率处于历史低位



资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：废电瓶与再生铅价格趋势



资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

铅：紧平衡格局

◆需求：2025年国内消费预期增减并存，电动自行车板块期待新国标，汽车行业关注政策与更换

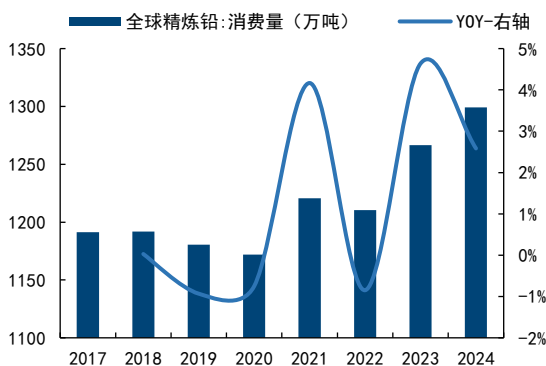
- 展望2025年，SMM预计2025年中国电动自行车保有量相较于2024年或将小幅下行，耗铅量也将有所下滑，期待新国标对电动自行车行业的带动；汽车板块，预计2025年汽车保有量或将持续攀升，耗铅量也将相比2024年有所提升，期待政策对汽车行业的带动以及更换带来的需求。总体来看，2025年国内铅消费无明显亮点。

◆供给：2025年原生铅无产能增量，产量低增速；再生铅方面，国内新增270万吨废电瓶年处理能力，废料争夺加剧。

- 原生：三季度季节性消费旺季到来之际铅市场消费有望回升，原生铅库存消化完之后，铅供应或将趋紧。2025年原生铅产能增速放缓，根据百川盈孚，原生铅全年供应增量1%左右。
- 再生：据百川盈孚调研，2025下半年仍有贵州、辽宁、安徽等地再生铅企业预计投产，预计投产年产能约为60万吨，但由于短期原料供给增量空间不大，再加上企业利润持续亏损，整体实际投产时间和情况仍有待进一步关注。并且按照现有企业来说，原料供应的缺口对于再生铅炼厂来说仍难满足，后续若总体产能进一步扩大，预计原料供应紧张局面或将进一步加剧，再生铅炼厂整体开工水平提升空间较为受限。

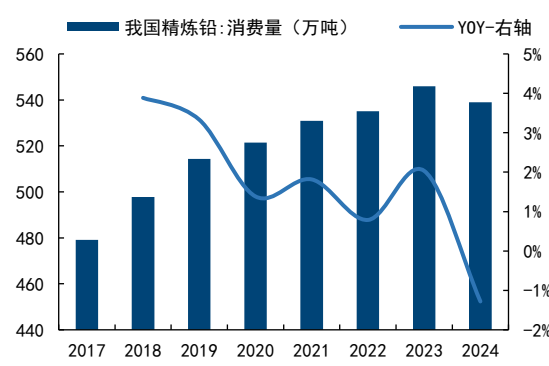
◆根据ILZSG数据，2025年1-3月，全球精炼铅消费量324万吨，供给过剩1.63万吨，供需紧平衡；2024年全年中国精炼铅消费量539万吨，同比-1.3%。

图：2024年全年全球精炼铅消费量+2.6%



资料来源：iFinD，ILZSG，国信证券经济研究所整理

图：2024年全年中国精炼铅消费量-1.3%



资料来源：iFinD，ILZSG，国信证券经济研究所整理

表：2016年来全球精炼铅供需平衡（万吨）

日期	全球铅精矿产量 (万吨)	同比	全球精炼铅产量 (万吨)	同比	铅消耗量 (万吨)	同比	供需平衡	变化
2016年	457.71	-2.82%	1068.53	5.36%	1069.13	5.18%	(0.60)	2
2017年	460.2	0.54%	1196.1	11.94%	1210.4	13.21%	(14.30)	-13.7
2018年	457.1	-0.67%	1230.1	2.84%	1234.8	2.02%	(4.70)	9.6
2019年	469.5	2.71%	1287.2	4.64%	1284.7	4.04%	2.50	7.2
2020年	444.5	-5.32%	1255.2	-2.49%	1239.2	-3.54%	16.00	13.5
2021年	454.6	2.27%	1301.9	3.72%	1295.6	4.55%	6.30	-9.7
2022年	443.6	-2.42%	1280.1	-1.67%	1297	0.11%	(16.90)	-23.2
2023年	444.7	0.25%	1323.7	3.41%	1314	1.31%	9.70	26.6
2024年	450.8	1.36%	1287.8	-2.72%	1298	-1.22%	-10.3	-20.0
2025年1-3月	102.76		325.84		324.21		1.63	

资料来源：ILZSG，国信证券经济研究所整理

黄金行业分析

金价持续创新高之后盘整，年内继续保持强势

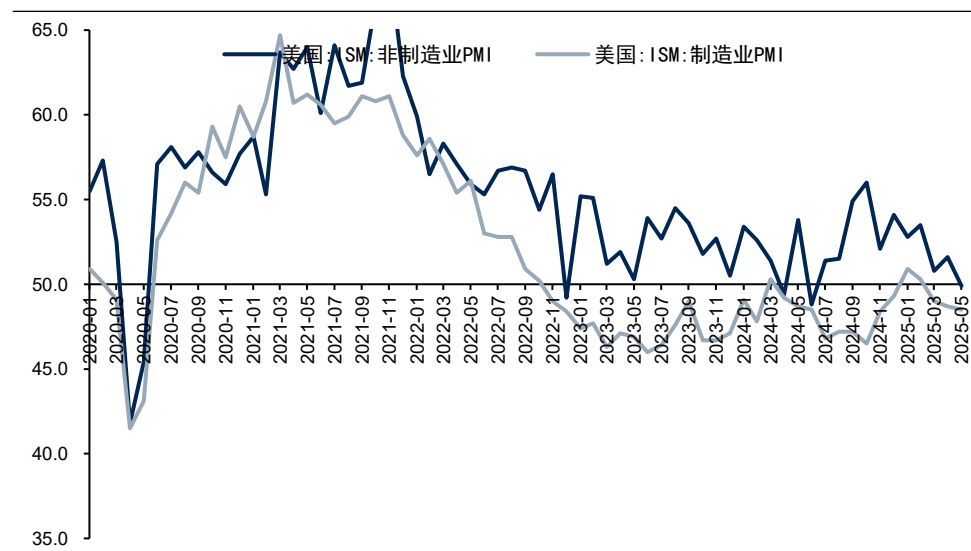
- ◆ **美国一季度GDP表现低于预期。**美国商务部于6月26日公布的最终修正数据显示，2025年第一季度GDP环比按年率计算萎缩0.5%，较此前公布初次估值和修正值明显下调。美国一季度经济萎缩主要是由于美国关税政策导致进口大幅增加。
- ◆ **美国5月制造业PMI连续第三个月收缩。**美国5月ISM制造业PMI为48.5，相较4月的48.7下降0.2个点，在1-2月短暂实现连续两个月扩张之后，3-5月连续三个月收缩。其中，新订单指数录得47.6，前值为47.2，但仍是连续四个月收缩。美国5月ISM服务业PMI为49.9，是自2024年6月以来的最低水瓶，低于预期的52.0，前值为51.6。
- ◆ **美国宽松的货币政策有望刺激经济增长。**美国从2024年9月开始进入到降息周期，前期高利率环境逐步改善的过程当中，对于利率更敏感的部门或行业景气度有望回暖。

图：美国GDP变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国PMI变化



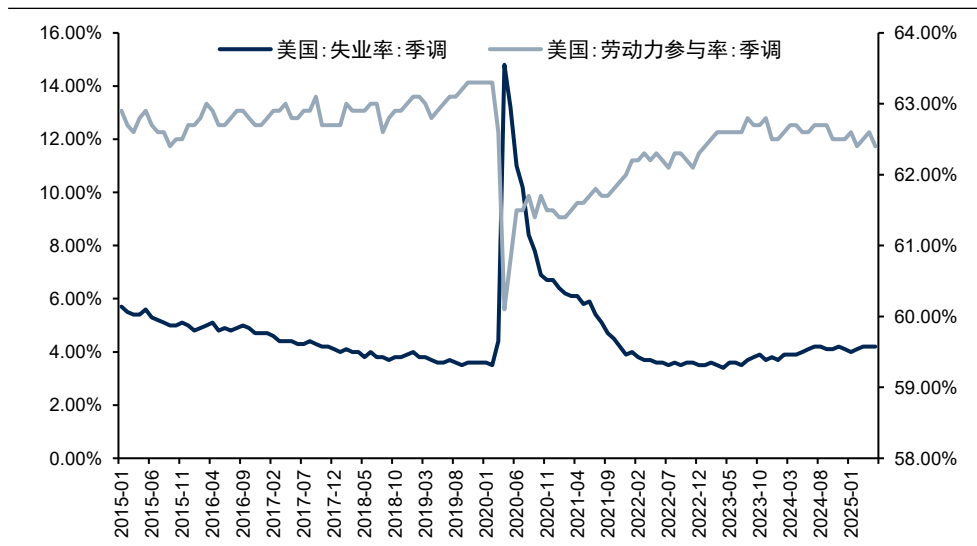
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

美国失业率保持平稳，非农数据略超预期

◆ **美国5月失业率符合预期。**美国5月失业率为4.2%，与4月持平，符合市场预期，表明就业市场保持稳定。美国5月劳动参与率为62.4%，下降了0.2个百分点，这是自今年2月以来的最低水平。

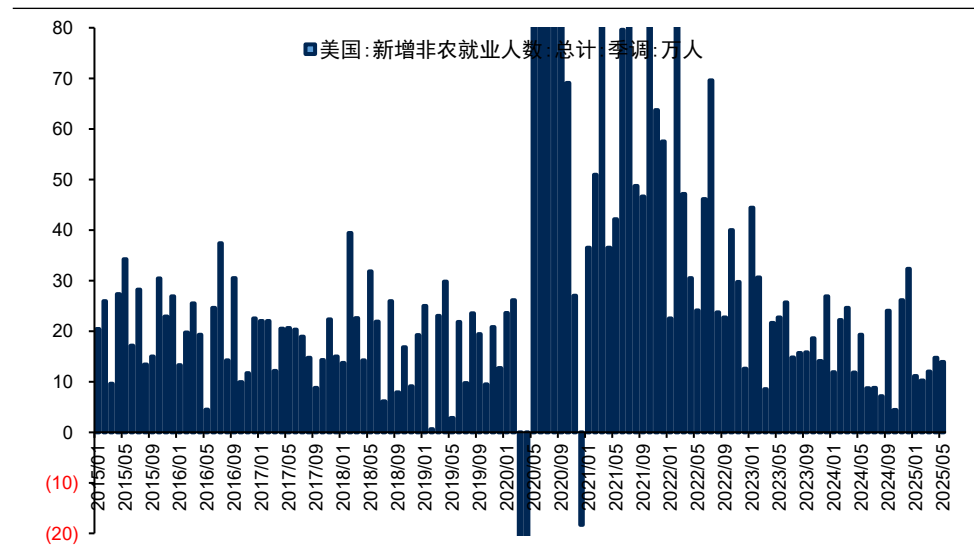
◆ **美国5月非农数据略超预期。**美国5月非农就业人口增加13.9万人，预估为增加12.6万人，前值由17.7万人修正为14.7万人。5月非农数据有所放缓，反映了企业对贸易前景不确定性的谨慎态度。

图：美国失业率与劳动力参与率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国非农就业人数

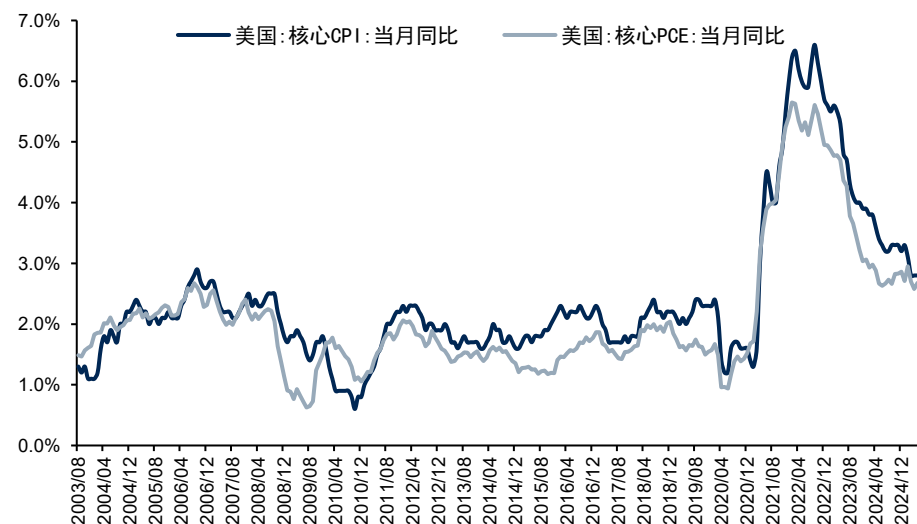


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

美国通胀数据有所反弹，但低于预期

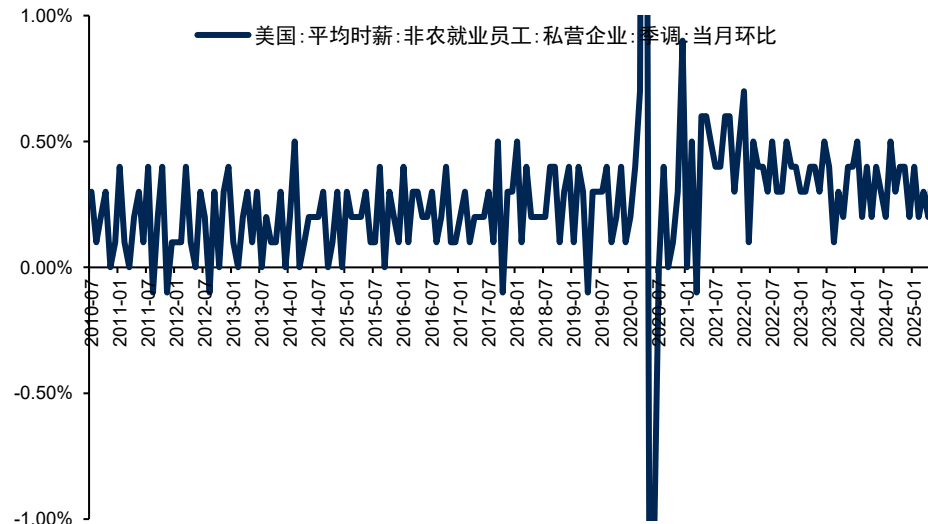
- ◆ **美国5月核心CPI同比增加2.8%，低于市场预期。**美国5月CPI同比增加2.4%，前值2.3%，市场预期2.5%，5月CPI环比增加0.1%，市场预期0.2%；5月核心CPI同比增加2.8%，前值2.8%，市场预期2.9%，5月核心CPI环比增加0.1%，市场预期0.3%。5月CPI数据初步体现美国高关税政策对国内商品价格的推升作用，整体抬升幅度虽不及市场预期，但预计未来核心通胀也将有所回升。
- ◆ **美国5月核心PCE同比增加2.7%，高于市场预期。**美国5月PCE同比增加2.3%，前值2.1%，市场预期2.3%，5月PCE环比增加0.1%，市场预期0.1%；5月核心PCE(剔除食品和能源)同比增加2.7%，前值2.5%，市场预期2.6%，5月核心PCE环比增加0.2%，市场预期0.1%。通胀问题仍是困扰美国居民的棘手问题，预计随着企业将更高的进口关税转嫁给居民，未来几个月核心通胀仍将有所回升。
- ◆ **美国5月平均时薪同比增速3.9%，高于市场预期。**美国5月平均时薪同比增速录得3.9%，预期3.7%，前值由3.8%修正为3.9%；平均时薪环比增速录得0.4%，预期0.3%，前值0.2%。这一数据反应出薪资增长加速的趋势，可能加剧通胀压力。

图：美国CPI和PCE变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

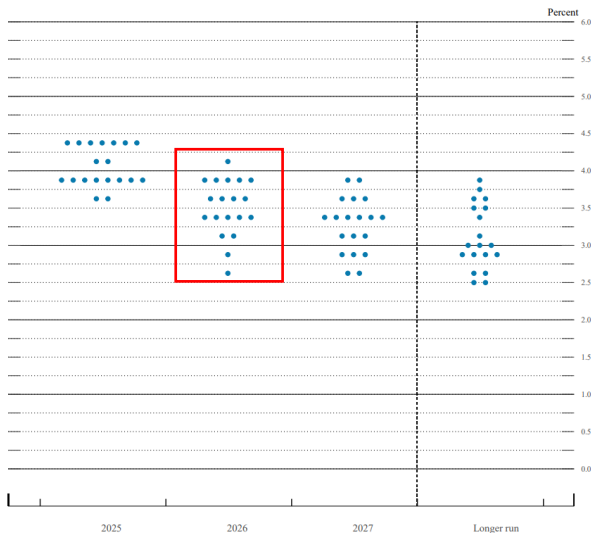
图：美国非农就业员工平均时薪当月环比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- ◆ **6月不降息。**6月18日，美联储发布6月议息决议，联邦基金目标利率维持在4.25%-4.50%，符合市场预期。委员会力求在长期内实现最大就业和2%通货膨胀率。对经济前景的不确定性有所减弱，但仍处于较高水平，委员会将持续关注其双重使命所面临的双向风险。关于未来利率调整的幅度与时机，委员会将密切评估最新数据、经济前景演变及风险平衡。
- ◆ **市场预期将于今年9月降息。**美联储利率决策由数据驱动，也就决定了降息节奏受就业及通胀数据的影响。美国通胀数据有抬头迹象，美联储降息节奏也有所调整。CME预测显示，7月不降息的概率约为81%，降息25bp的概率约为19%；9月不降息的概率约为9%，降息25bp或50bp的概率约为91%。另外对于今年美联储的降息路径，市场普遍预期可能会有2-3次左右的降息。

图：美联储议息会议纪要点阵图



资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图：CME利率预测（6月29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
2025/7/30						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.6%	81.4%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.6%	74.8%	8.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.7%	57.7%	28.1%	2.5%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	47.3%	34.7%	8.3%	0.6%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	26.9%	41.5%	22.4%	4.7%	0.3%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	17.6%	35.5%	30.3%	12.0%	2.1%	0.1%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.5%	23.5%	33.7%	24.2%	8.7%	1.5%	0.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.4%	4.3%	15.8%	28.8%	28.8%	16.2%	4.9%	0.7%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.1%	1.7%	8.0%	20.0%	28.8%	24.7%	12.6%	3.6%	0.5%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.6%	3.8%	12.0%	22.9%	27.5%	20.7%	9.6%	2.6%	0.4%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.9%	4.3%	12.7%	23.2%	27.0%	19.9%	9.1%	2.4%	0.3%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.0%	4.6%	13.0%	23.3%	26.8%	19.6%	8.9%	2.4%	0.3%	0.0%

资料来源：CME Group，国信证券经济研究所整理

央行购金对金价形成中长期推力



- ◆ 黄金储备是一国货币当局持有的，用以平衡国际收支，维持或影响汇率水平。作为金融资产持有的黄金，流动性极佳，在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面有着特殊作用。近年来，全球风险事件多发，为应对逆全球化的发展趋势、日趋复杂的地缘政治局势等，全球央行大幅增加黄金持有量。而对于新兴经济体而言，对黄金的配置还可多元化其官方储备，降低对美元的过度依赖。
- ◆ 央行购金对金价形成中长期推力。世界黄金协会数据显示，2022年各国央行购金大幅提升，全年达1082吨；2023年各国央行继续保持净购入，全年达1037吨，成为最强劲的需求支撑点；2024年各国央行购金同比继续有所增长，全年达1045吨，其中24Q4单季度达约333吨；全球央行购进量连续3年超过1000吨，新兴市场的黄金配置需求持续提升。另外，中国央行从去年11月份开始至今年5月份，已连续7个月增持黄金。虽然金价上涨可能会影响各国央行对黄金的需求，但净购买的长期趋势保持不变。

表：全球黄金供需平衡表（吨）

	2022	2023	2024	2023年第1季度	2023年第2季度	2023年第3季度	2023年第4季度	2024年第1季度	2024年第2季度	2024年第3季度	2024年第4季度	2025年第1季度
供应量												
金矿产量	3,624.80	3,644.40	3,661.20	855.10	900.90	940.40	939.90	853.40	901.00	961.50	957.10	855.70
生产商净套保量	-13.10	17.00	-56.80	39.40	-19.50	19.40	15.90	-8.80	-19.80	-6.80	-19.30	5.00
回收金	1,140.10	1,237.30	1,370.00	311.90	323.90	289.20	314.00	349.60	334.80	326.30	358.80	345.30
总供应量	4,751.90	4,898.80	4,974.50	1,206.40	1,205.30	1,249.00	1,269.70	1,194.20	1,216.00	1,280.90	1,296.60	1,206.00
需求量												
金饰制造	2,195.40	2,168.00	2,003.50	531.00	493.70	581.70	585.80	538.50	411.00	542.30	520.40	434.00
科技用金	308.70	297.80	326.10	71.20	71.00	75.40	80.20	80.20	80.20	82.90	82.90	80.50
投资需求	1,113.00	945.10	1,179.50	275.30	252.50	155.80	257.10	204.40	267.50	365.20	344.70	551.90
金条和金币总需求量	1,222.60	1,189.50	1,186.30	303.90	273.70	295.00	312.90	317.30	274.60	270.50	326.00	325.40
黄金ETFs及类似产品	-109.50	-244.40	-6.80	-28.60	-21.10	-139.20	-55.70	-113.00	-7.10	94.70	18.70	226.50
各国央行和其他机构	1,081.90	1,037.40	1,044.60	286.20	173.60	357.70	219.60	309.90	211.50	199.50	365.10	243.70
黄金需求	4,699.00	4,448.40	4,553.70	1,163.70	990.80	1,170.60	1,142.80	1,133.00	970.20	1,189.80	1,313.00	1,310.00
场外交易和其他需求	52.80	450.40	420.70	42.70	214.50	78.40	126.90	61.20	245.90	91.10	-16.50	-104.00
总需求	4,751.90	4,898.80	4,974.50	1,206.40	1,205.30	1,249.00	1,269.70	1,194.20	1,216.10	1,280.90	1,296.60	1,206.00
LBMA黄金价格（美元/盎司）	1,800.09	1,940.54	2,386.20	1,889.90	1,975.90	1,928.50	1,971.50	2,069.80	2,338.20	2,474.30	2,663.40	2,859.60

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

- ◆年初至今金价快速上涨，Comex黄金最高触及约3500美金/盎司。主要是因为：1) 地缘风险，美国对外加关税以及俄乌冲突和中东战争等推升避险情绪；2) 对于美元信用的担忧，美元作为避险资产的功能有所弱化；3) 中美之间博弈，国内技术创新有重大突破，也会弱化美元；4) 美联储于今年年内仍有降息预期。
- ◆美国经济衰退预期有所提升，特朗普关税政策变化或将持续扰动市场。特朗普2.0政策强调：对外加征关税、对内减税、鼓励化石能源、移民政策收紧等，系列的政策预计将会推升美国国内的通胀数据，进而影响到美联储降息节奏，但美国国内经济数据边际下行的趋势不变，美联储货币政策调节的难度加大。与此同时，特朗普自上任以来，对外关税政策不断反复，或持续触发避险情绪。另外金价有其长周期的逻辑：逆全球化发展叠加美元信用下降推升各国央行增持黄金的需求。综上我们预计2025年金价中枢有望持续抬升。

表：特朗普提及经济政策一览

	对经济影响	对通胀影响	具体内容
税收政策	++	++	提议为国内制造商提供特殊的低税率，把在美国生产产品的公司所缴纳的公司税率从21%降至15%，免征社保福利、加班工资、小费收入的税收
关税政策	-	+	对所有美国进口商品征收10%的统一基准关税。对从中国进口的美国商品征收60%的关税，考虑用关税取代所得税
移民政策	-	+	拟计划以大幅减少合法移民，包括家庭依亲和企业聘用外籍劳工等各类签证的受理
能源政策	/	-	拟终止《通胀削减法案》，降低可再生能源税收抵免，增加国内石油和天然气产量

资料来源：华尔街日报，国信证券经济研究所整理

能源金属行业分析

供给端产能逐步出清，或有望迎底部反转

锂：全球锂资源供给开始释放产能出清的信号

◆ 全球锂资源供给开始释放产能出清的信号——

- **澳洲锂矿**：2023年新增产能包括由Core Lithium所主导开发的Finniss项目、由Mineral Resources和赣锋锂业所主导开发的Marion技改项目；2024年新增产能包括Pilbara的P680项目(锂精矿产能提升10万吨，于2023年10月份完成)、Mt Kathleen项目(于2024年年中投产)、Mt Holland项目(锂精矿环节于2023年年底率先投产)。目前澳洲锂矿仍是国内锂盐厂最主要原料来源，但随着非洲锂矿大量涌入市场，澳洲锂矿商的定价权有所削弱。但与市场此前所认知不同的是，澳洲锂矿成本高于预期，主要是由于老矿山品位下降、部分矿山由露采转地采、新矿山投产初期成本较高等因素影响，在当前国内进口锂辉石精矿价格在600-650美金/吨的底部范围内，澳洲锂矿能盈利的矿山并不多。截至目前为止，Finniss项目、Bald Hill项目和Ngungaju项目已经停止生产，进入到矿山维护阶段；Greenbushes矿山、Cattlin矿山和Pilbara下调了产量指引；Holland矿山和Kathleen矿山投产初期成本较高。
- **南美盐湖**：2023年，南美盐湖当中投产且放量的新项目只有赣锋锂业和美洲锂业所主导开发的Cauchari-Olaroz盐湖项目，另外紫金矿业所主导开发的3Q盐湖项目年产2万吨碳酸锂第一阶段于2023年12月投料试车成功。2024年，Eramet的Centenario Ratones和POSCO的Hombre Muerto项目相继投产。2025年年初，赣锋锂业的Mariana盐湖正式投产。自2023年以来，阿根廷五个新锂矿陆续投产，使得阿根廷的锂年产能实现翻倍以上增长。但与市场此前所认知不同的是，南美盐湖成本高于预期，尤其是对于一些新投产的项目而言，爬产周期较长，投产初期成本较高，且在阿根廷还存在一定汇兑损失的风险。另外以Arcadium Lithium的盐湖为例，单位碳酸锂成本普遍在6500美金/吨上下，相较于2020年前后成本有非常明显的抬升，这主要是受到阿根廷高通货膨胀的影响，削弱了其成本的优势。
- **非洲锂矿**：非洲锂矿资源储量丰富，矿石品位高，过去两年中资企业大规模进入到非洲大陆的锂矿项目，主要是因为非洲的矿业环境对于中资企业来说会更加友善，到目前为止中资企业所开发非洲锂矿总体进展速度还是比较快的，中资企业在矿山资源开发的效率优势充分体现出来，且于2023年下半年开始，非洲矿陆续运出，陆续到港，已开始形成有效产出。另外与市场此前所认知不同的是，非洲锂矿成本低于预期，中资企业所运营的矿山持续降本以应对行业的下行周期。但是由于目前国内锂盐价格仅在6.0-6.5万元/吨，非洲锂矿基本处在亏完全成本，甚至部分亏现金成本的状态。

表：2023-2024年投产的非洲锂矿项目信息汇总

公司	矿山	国家	矿石量 (Mt)	资源量 (万吨LCE)	品位	产能规划
华友钴业/TIMGO	Arcadia	津巴布韦	61.85	170	1.10%	项目建成后原矿处理规模将达到15000吨/天，年产能23万吨透锂长石精矿+29.7万吨锂辉石精矿，折合年产约5万吨LCE。项目建设周期1年；2023年3月Arcadia项目全部产线已完成安装调试工作并投料试生产，成功产出第一批产品；目前已达产达标。
盛新锂能/Liujun	萨比星锂钽矿	津巴布韦	——	——	——	项目设计原矿生产规模90万吨/年，折合锂精矿约20万吨，项目于2023年5月试车投产；目前已达产达标。
中矿资源	Bikita	津巴布韦	113.35	288.47	1.16%	新建200万吨/年透锂长石精矿(技术级和化学级透锂长石柔性生产线)选矿改扩建工程和200万吨/年锂辉石精矿选矿工程，两个项目于2023年7月初相继建设完成并正式投料试生产，达产后公司将拥有锂辉石精矿产能30万吨/年、化学级透锂长石精矿产能30万吨/年或技术级透锂长石精矿产能15万吨/年，预计将形成折合约6万吨LCE/年的产能规模；目前已达产达标。
雅化集团控股公司KMC	Kamativi	津巴布韦	24.22	75.09	1.25%	根据开发计划，雅化集团将分两期开发Kamativi矿山，一期每年处理锂矿石30万吨，已于2023年内投产；二期每年开采和处理锂矿石约200万吨，二阶段建设已于2024年11月全部完成并已全线投产，届时Kamativi锂矿每年生产锂精矿规模将超过35万吨。未来公司还将继续扩展采选规模至330万吨/年。
赣锋锂业	Goulamina	马里	211	714	1.37%	项目一期产能50.6万吨/年锂精矿于2024年12月正式投产；二期产能可扩建到100万吨/年锂精矿。

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

锂：全球锂资源供给开始释放产能出清的信号



◆ 全球锂资源供给开始释放产能出清的信号——

- **四川**：四川省主要锂辉石项目中，目前在产的有康定市甲基卡锂辉石矿、金川县业隆沟锂辉石矿和马尔康党坝锂辉石矿；而金川县李家沟锂辉石矿目前在建105吨/年采选项目，主体工程已基本建成，目前正在开展采-选-尾联动试运行工作。四川省其余锂矿目前暂无投产的时间表，天齐锂业的措拉和烧炭沟锂矿、宁德时代的德扯弄巴、盛新锂能的木绒项目均处于项目早期开发阶段，于2024年3月18日，盛合锂业、斯诺威、惠绒矿业共同投资设立合资公司，拟建设220kV输变电项目，以满足各方的用电需求，合资公司的成立将为甲基卡矿区后续进展提供基础设施保障。
- **江西**：江西宜春地区锂云母资源开发速度快，但对价格敏感度高。从2023年下半年开始，由宁德时代所主导开发的枧下窝项目以及由国轩高科所主导开发的水南段项目逐步放量。另外由永兴材料所主导开发的化山瓷石矿项目900万吨/年采矿证、由江特电机所主导开发的茜坑项目300万吨/年采矿证均于2024年正式获批，正式进入到开发阶段。2024年上半年，江西宜春地区锂云母提锂的环保问题备受市场瞩目，除了正常在春节期间停产检修之外，当地环保部门组织了相关环保督察的会议，另外市场讨论冶炼锂渣是否会定义为“危废”的问题；2024年下半年，江西宜春地区锂云母提锂高成本劣势也逐步显露出来，除了永兴材料和九岭锂业依然能够保持较强的成本优势之外，大部分锂云母提锂企业，尤其是矿石品位较低的企业，按照现在的锂价进行测算，基本处于亏损的状态，甚至有部分企业已经开始亏现金成本。目前江西宜春地区锂云母提锂的产能出现较大面积减、停产的现象，但与澳洲锂矿不同的是，一旦锂价涨到合适的位置，这部分产能复产的速度较快。

表：江西省主要锂云母矿山汇总

矿床	所属企业	状态	矿区面积	生产规模	矿石量	Li ₂ O资源量	Li ₂ O品位
宜春钽铌矿(414)	江西钨业	在产	5.2175 km ²	231万吨/年	13855万吨	50.40万吨	0.38%
白市村化山瓷石矿	永兴材料70%；宜春时代30%	在产	1.8714 km ²	900万吨/年	4507万吨	NA	0.39%
白水洞高岭土矿	宜春国轩51%；永兴材料49%	在产	0.7614 km ²	150万吨/年	731万吨	2.62万吨	NA
狮子岭锂瓷石矿	江特电机	在产	0.1114 km ²	120万吨/年	1403万吨	8.02万吨	0.55%
袁州区新坊钽铌矿	江特电机	在产	0.0739 km ²	60万吨/年	382万吨	NA	0.5-0.7%
宜丰县花桥大港瓷土矿	九岭锂业70%；宜春时代30%	在产	0.5000 km ²	600万吨/年	9192万吨	NA	0.51%
宜丰县东槽鼎兴瓷土矿	同安矿产品58.83%	在产	0.5990 km ²	120万吨/年	超过5500万吨	NA	NA
宜丰县茜坑矿	江特电机	在建	10.3800 km ²	300万吨/年	11000万吨	51.22万吨	0.46%
割石里矿区水南段瓷土矿	宜春国轩	在产	0.2600 km ²	300万吨/年	5507万吨	18.18万吨	0.33%
枧下窝矿区陶瓷土	宁德时代	在产	6.4400 km ²	1000万吨/年	96025万吨	265.678万吨	0.28%

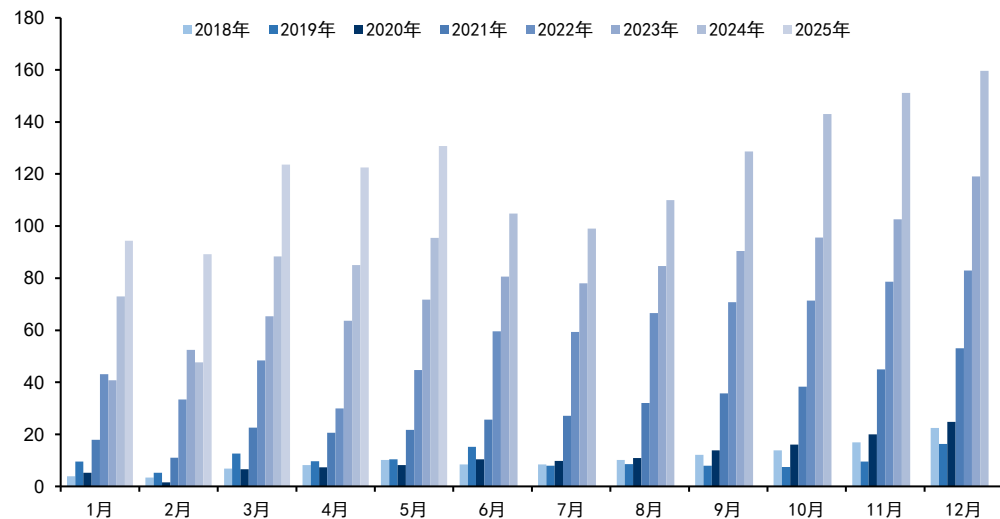
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

- **青海&西藏**：技术路线日趋成熟，产能持续释放。随着对工艺路线不断探索，我国盐湖提锂技术已有所突破，不同企业形成了适合自身资源特征的方法，逐步实现了试产、量产、达产，综合成本也在持续下行。青海地区2023年碳酸锂产量达到11.31万吨，且2024年碳酸锂产量达到11.53万吨。目前，我国青海和西藏已具备盐湖提锂总产能超过15万吨，产量快速释放，发展潜力巨大。

锂：国内电车销量迭创新高，正极材料需求预期提升

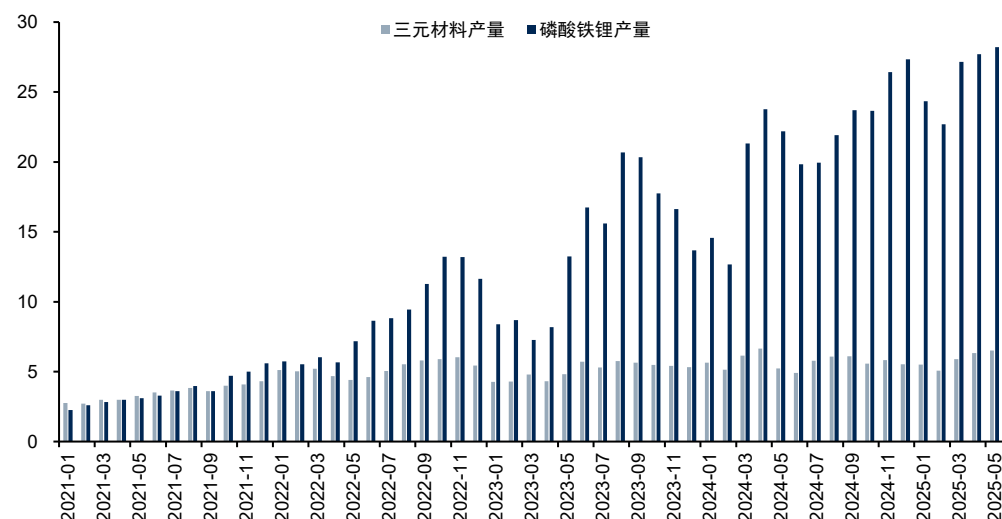
- ◆ **国内电车销量迭创新高。**2024年，从4月汽车以旧换新政策出台，到7月底补贴力度再度加码，国内新能源车单月销量持续创历史新高，12月单月销量接近160万辆。2024年，国内新能源车销量总计约1286.6万辆，同比增长35.5%，新能源车销量占汽车新车总销量的40.9%，较2023年提高9.3个百分点。分类型看，纯电动汽车总销量为771.9万辆，占比60%；插电式混合动力汽车总销量为514.1万辆，占比40%。今年1-5月份，国内新能源车销量总计约560.8万辆，同比增长44.0%。另外对于2025年中国新能源汽车市场发展预期，中汽协预计，全年销量或达到1600万辆，同比增长24.4%。
- ◆ **国内正极材料需求预期提升。**近年来，国内动力电池技术路线中，由于磷酸铁锂性价比更高，装机占比持续提升，目前国内磷酸铁锂电池装机占比已达70%以上，三元材料电池占比下降到30%以下。百川资讯数据显示，2024年国内三元材料产量68.59万吨，同比增长14.18%，国内磷酸铁锂产量256.89万吨，同比增长53.93%；今年1-5月份国内三元材料产量29.30万吨，同比增长1.77%，国内磷酸铁锂产量130.08万吨，同比增长37.85%。另外近期国内固态电池发展有所突破，且国内头部电池企业推出一些新的扩产规划，进一步提振了市场对于中长期锂电池需求的预期。

图：国内新能源汽车销量（单月值，万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

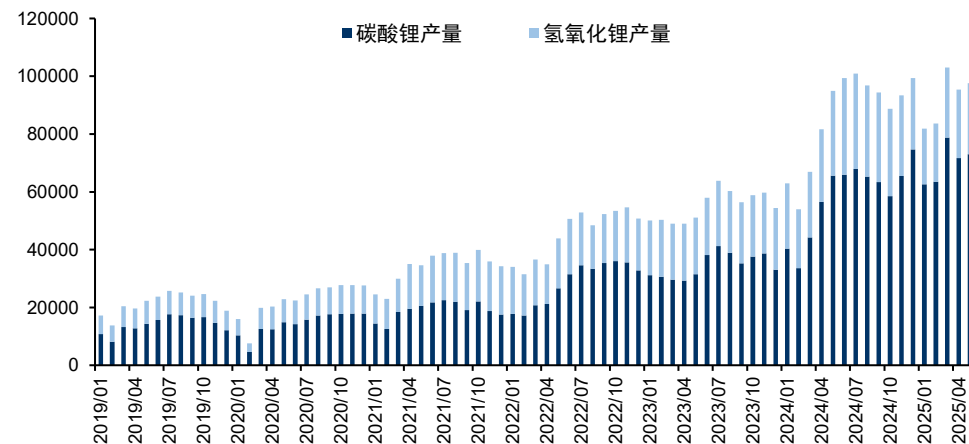
图：国内正极材料生产量（单月值，万吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

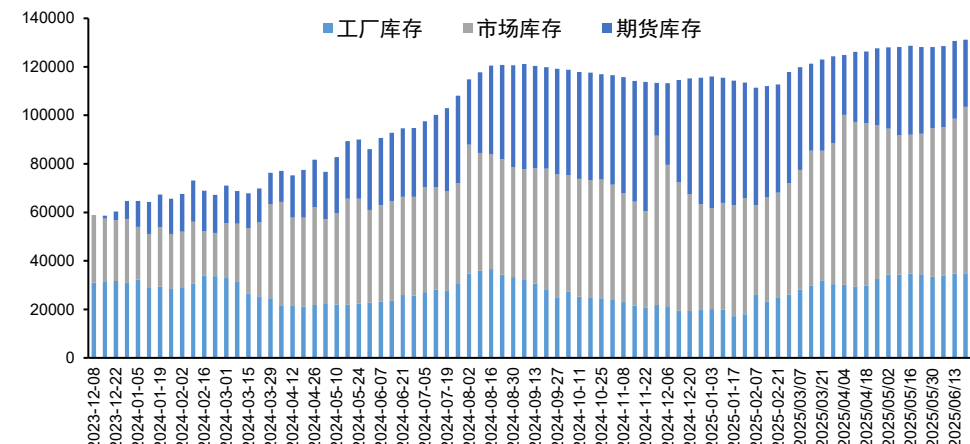
锂：国内锂盐市场有超过1个月的库存周期

图：国内碳酸锂和氢氧化锂产量（月度值，吨）



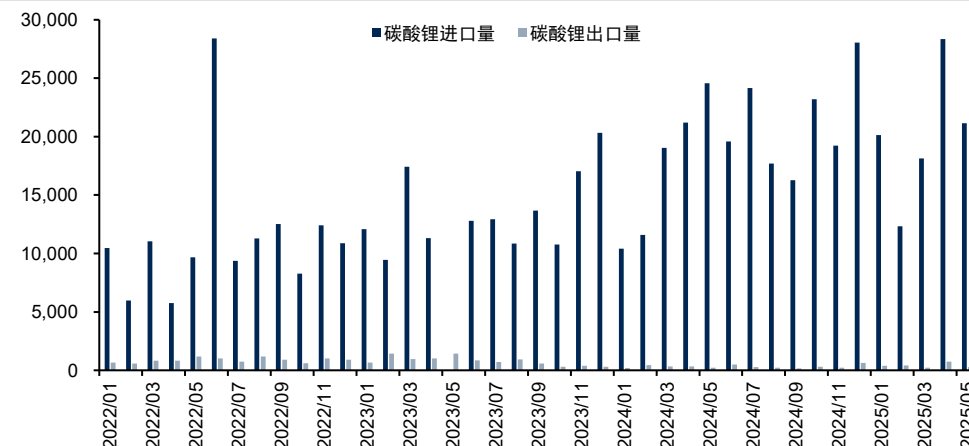
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：国内碳酸锂社会库存（周度值，吨）



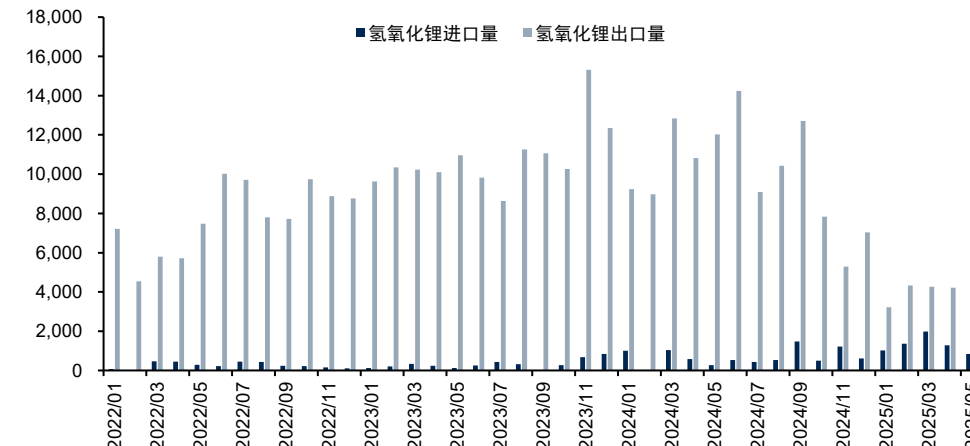
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：国内碳酸锂进出口数据（月度值，吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：国内氢氧化锂进出口数据（月度值，吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

锂：预计锂价仍处在底部磨底阶段

➤ 全球锂资源供需过剩的格局目前暂未有实质性转变。展望2024-2025年，越来越多的企业进行资源端布局，且经历过2-3年左右开发周期之后，供给将逐步进入放量期，澳洲锂矿、南美盐湖、非洲锂矿和国内的锂资源均能贡献比较可观的增量；需求端，新能源车和储能领域的发展仍将快速带动锂消费，且锂也会有更多的应用场景逐步推出，我们预计全球锂需求年均复合增速仍有望达到20%以上。综在上在需求端成长确定性比较强的同时，供给端也逐步落地，随着前期投入开发的项目逐步进入投产期后，锂供需总体仍将呈现过剩格局，过剩幅度不到10%；同时考虑到锂价维持底部区间，供给释放的节奏会低于预期，锂供需过剩幅度预计缩减到5%左右。

➤ 基于前文分析，我们认为锂价仍处在底部磨底阶段。行业成本曲线75%-90%分位线所对应这部分资源需要在一定时间内持续亏现金成本才有可能出现较大面积产能出清的现象，考虑到截止至目前，锂资源端产能出清的规模并不大，虽然锂价已跌至底部区间，但是之后可能会有较长时间磨底的阶段。综上我们认为锂价今年更有可能在6.0-7.0万元/吨区间内容幅震荡，在这个价格水平之下，一些品质相对来说比较差的资源可能会面临产能的出清，同时也能支持一些较优质的资源持续得到开发以满足下游需求的增长。另外，我们要重点关注澳洲锂矿产能出清的节奏，因为这部分产能一旦出清，很难在短时间内恢复生产。

➤ 另外从股票的角度而言，锂矿标的股价在经历长达1年半以上时间的调整之后，我们认为基本上已经调整到位。随着锂价调整到位之后，锂价疲软对股价的影响会逐步减弱，股价涨跌将更多受到下游需求预期变化的影响，更多受到终端新能源车和储能领域需求预期变化的影响；而锂价一旦有上涨的预期，锂矿标的股价向上的弹性还是比较强的。

表：全球锂供需平衡表预测（万吨）

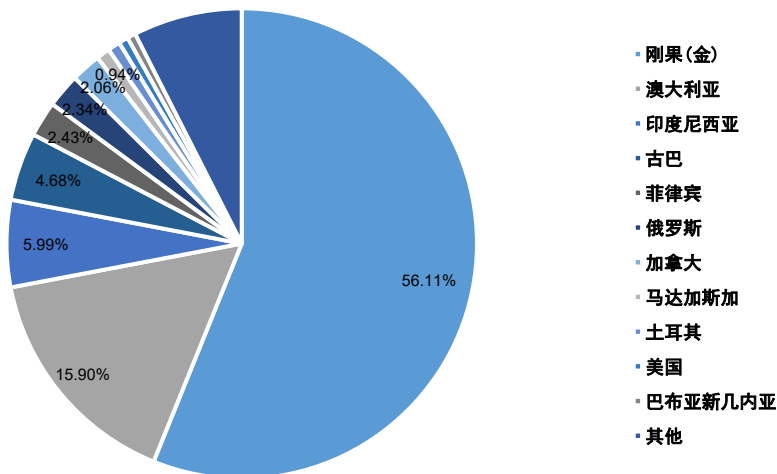
全球锂供给	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
海外锂盐湖	11.95	12.20	18.10	24.98	28.88	34.80	43.40	51.40
海外锂辉石&锂黏土	22.63	18.25	25.30	32.25	48.65	62.22	75.78	88.53
中国锂辉石	0.00	0.60	1.00	1.38	2.00	4.20	6.25	8.25
中国锂盐湖	4.57	5.65	7.16	9.10	11.36	13.83	17.97	21.93
中国锂云母	3.20	4.15	5.90	7.30	10.15	11.15	12.25	18.05
供给合计（不含回收）	42.35	40.85	57.46	75.01	101.04	126.20	155.65	188.16
全球锂需求	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新能源车	10.42	14.34	30.17	48.67	61.01	76.28	95.28	116.38
电动自行车	0.86	1.00	1.75	2.61	3.36	4.15	4.73	5.20
储能	1.15	1.84	4.26	7.02	12.00	18.58	23.16	28.89
3C电池	6.18	6.47	7.63	7.48	6.96	7.10	7.23	7.37
电动工具	1.21	1.44	1.80	2.13	2.51	2.93	3.37	3.80
陶瓷	3.79	3.60	3.78	3.69	3.59	3.50	3.50	3.50
玻璃	3.38	3.21	3.37	3.29	3.20	3.12	3.12	3.12
润滑脂	2.11	2.01	2.11	2.06	2.00	1.95	1.95	1.95
其他工业需求	8.35	7.93	8.33	8.12	7.92	7.72	7.72	7.72
需求合计	37.44	41.83	63.19	85.07	102.56	125.34	150.06	177.94
供需平衡表	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球锂供给（含回收）	44.83	43.51	60.32	78.01	106.04	131.20	160.65	193.16
全球锂需求	37.44	41.83	63.19	85.07	102.56	125.34	150.06	177.94
供需平衡（供给-需求）	7.39	1.68	(2.87)	(7.07)	3.47	5.86	10.58	15.22

资料来源：各公司公告，安泰科，中国汽车工业协会，Marklines，国信证券经济研究所整理和预测

钴：供需失衡背景下，刚果(金)政策调整主导钴价

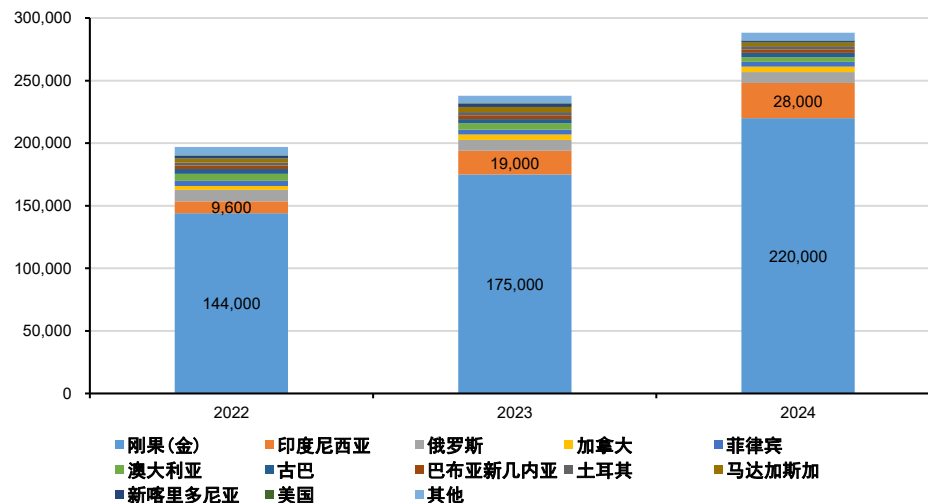
- ◆ 钴资源多以伴生的形式存在于多种矿床之中。Cobalt Institute数据显示，全球约60%的钴来自于铜钴伴生矿，约38%的钴来自于镍钴伴生矿，仅约2%的钴来自于原生钴矿。全球钴资源储量非常集中，USGS数据显示，全球钴资源储量约为1100万吨。刚果(金)是最大的资源国，钴资源储量600万吨，约占全球总储量的56%；其次是澳大利亚，钴资源储量170万吨，占比约为16%；第三是印度尼西亚，钴资源储量64万吨，占比约为6%。
- ◆ 全球钴产业链高度依赖于刚果(金)的钴矿供应。USGS数据显示，2024年全球钴矿产量约为28.8万金属吨，其中刚果(金)钴矿产量约为22万金属吨，同比增长约25%，全球市场占比达到76.4%。2024年刚果(金)钴矿产量之所以保持较快增长，主要是由于洛阳钼业于刚果(金)的钴产量超预期，公司于2024年钴金属产量达到约11.42万吨，同比增长106%，实际产量高出名义产能约31%。
- ◆ 供需失衡背景下，刚果(金)政策调整主导钴价。自2022年以来，供需失衡使得钴价持续下行，国内电钴价格于今年年初最低跌至约15万元/吨。今年2月22日，刚果(金)宣布暂停钴原料出口4个月，目的是应对供过于求的局面，短期内使得国内电钴价格重回20万元/吨上方运行。今年6月21日，刚果(金)宣布钴原料禁令延长3个月，以延长其遏制国际市场供应过剩的努力。若按照2024年的产量作为依据，刚果(金)禁止钴原料出口7个月时间，至少将影响今年全球钴原料供应达10万金属吨以上，或将造成国内钴原料供应短缺的局面。从全年维度来看，我们对钴价持乐观态度，预计国内电钴价格有望重回25万元/吨上方运行。另外从长期来看，刚果(金)可能实施钴出口配额来提升对于钴的定价权，钴价中枢有望抬升。

图：全球钴资源储量



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图：全球钴矿产量（吨）

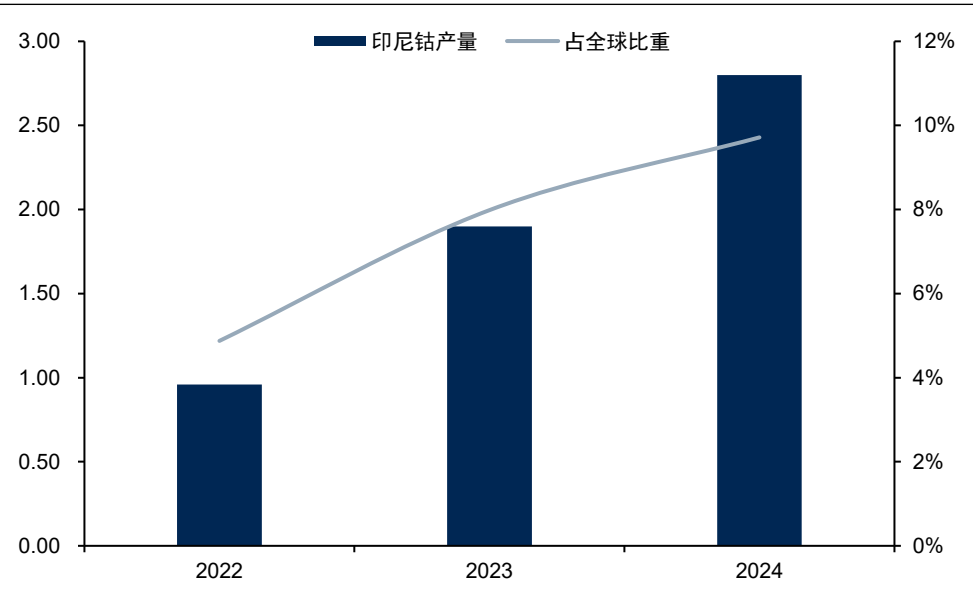


资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

钴：印尼镍钴项目推进重塑行业格局

- ◆ 印尼是全球镍资源储量最丰富、镍矿产量最大的国家。高压酸浸HPAL (High Pressure Acid Leach) 工艺可以处理印尼低品位红土镍矿，且可以回收其中的有价值元素钴，主要产出氢氧化镍钴 (MHP)，能耗低、碳排放量少，较其他工艺路线具有显著的成本优势，目前满产运行的HPAL项目具有很强的盈利能力。另外印尼丰富的低品位镍矿储量使得该工艺资源限制小，具备广阔的发展空间。HPAL工艺经过多年时间技术日趋成熟，中国企业和设计院具备丰富的HPAL工艺设计经验和项目运营经验，为该工艺广泛应用奠定基础。
- ◆ 印尼MHP产能从2022年开始逐步进入到快速放量阶段。印尼目前主要运营的MHP产能包括：1) 华友钴业主导开发的华越和华飞项目，总计18万金吨镍/年；2) 格林美控股产能11万金吨镍/年，参股产能4万金吨镍/年；3) 宁波力勤主导开发的OBI项目，总计12万金吨镍/年。据Mysteel数据统计，2023年印尼MHP (含硫酸镍) 产量约为17.8万镍金属吨，2024年印尼MHP (含硫酸镍) 产量约为32.3万镍金属吨，同比增长约82%。另外据Cobalt Institute数据统计，印尼HPAL工艺所产MHP，镍和钴的比例通常在8:1至10:1之间。综上，印尼MHP产能快速放量的同时伴生钴金属产量也快速提升，据USGS数据统计，2024年印尼钴产量约为2.8万吨，约占全球总产量的10%。展望未来，印尼MHP规划项目众多，镍产量快速增长的同时也会带出来更多的钴，或使得印尼成为钴产量增长最快的国家，重塑全球钴行业格局。

图：印尼钴产量（万吨）



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

表：印尼HPAL产能布局及进展情况

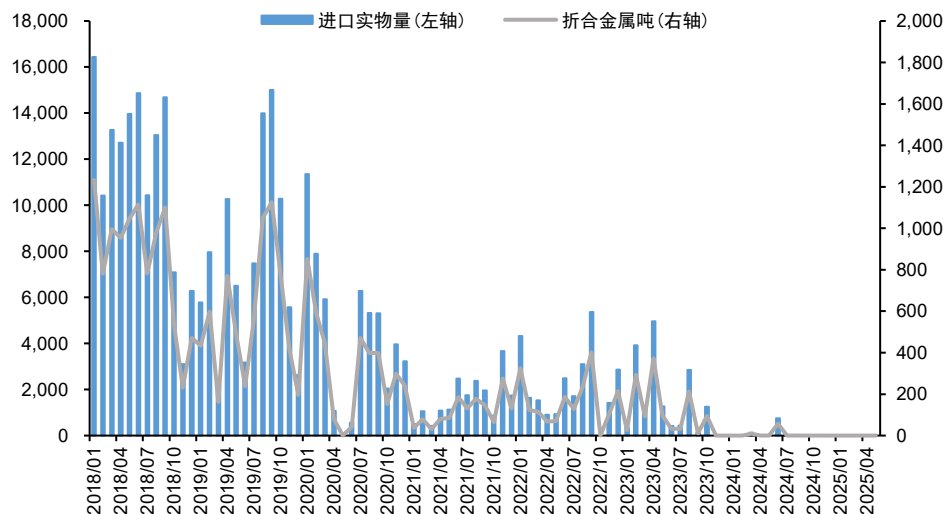
项目	地区	产品类型	镍年产能(万金属吨)	钴年产能(万金属吨)	投产时间
华越	Morowali	MHP	6	0.78	2021年底投产
华飞	Weda Bay	MHP	12	1.50	2023年中投产
华山	Weda Bay	MHP	12	1.50	待定
Pomalaa湿法	Sulawesi	MHP	12	NA	预计于2026Q1投产
Sorowako湿法	Sulawesi	MHP	6	NA	预计于2026Q4投产
青美邦	Morowali	MHP	6.5	NA	二期于2024年9月投产
PT Meiming New Energy Material	Morowali	MHP	2.5	NA	2024年底投产
格林爱科	Morowali	MHP	2.0	NA	2024年底投产
PT ESG New Energy Material	Morowali	MHP	4.0	NA	2024年底投产
格林美和印尼淡水河谷合作项目	Sulawesi	MHP	6.6	NA	待定
力勤OBI	OBI	MHP	12	1.425	三期于2024年7月投产
浦项钢铁和宁波力勤合作项目	Sulawesi	MHP	12	NA	一期6万吨计划于2025年投产
印尼晨曦镍钴湿法项目	Weda Bay	MHP	6	NA	预计于2025年投产
Excelsior Nickel Cobalt (ENC)	Morowali	MHP/硫酸镍/电解镍	7.2	NA	预计2025Q4投产
蓝焰能源湿法冶炼项目	Weda Bay	MHP	6	NA	预计2026Q1投产
PT.Ceria Nugraha Indotama		MHP	12	NA	待定
PT.Kolaka Nickel Industry		MSP	4	NA	待定
埃赫曼和巴斯夫合作项目	Weda Bay	MHP	6.7	0.70	于2024年终止

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

钴：中国钴原料进口数据明显波动

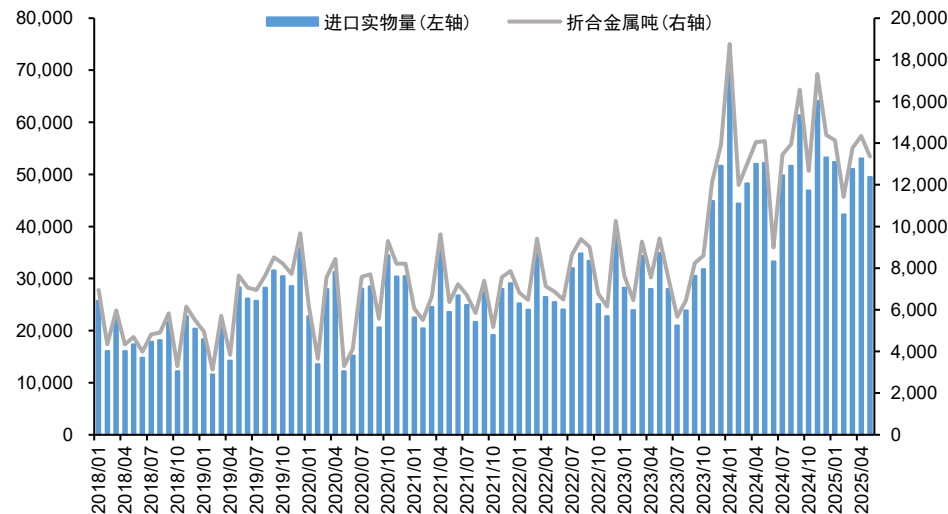
- ◆ 刚果(金)禁止未加工的铜精矿、钴精矿及矿石出口的消息曾多次对钴供应带来威胁。刚果(金)钴精矿几乎全部出口至中国，但近年来中国钴精矿进口量大幅下降，因为多数中国进口商更青睐钴中间产品。2024年中国钴精矿进口实物量约为882.64吨，同比下降94.75%；2024年中国钴湿法冶炼中间品进口实物量约为62.68万吨，同比增加64.47%。
- ◆ 今年1-5月中国钴精矿暂无进口量，钴湿法冶炼中间品进口实物量约为24.83万吨，同比下降6.79%；其中，4月钴湿法冶炼中间品进口实物量约为5.31万吨，单月环比增加4.05%，5月进口实物量约为4.95万吨，单月环比减少6.80%。刚果(金)从今年2月底开始暂停钴出口4个月时间，将会导致短期内钴供应减少，考虑到刚果(金)钴原料从分离开始，经过陆路运输再经过海运，到国内制成产成品释放，需要3-4个月左右时间，所以我们预计从今年6月份开始，刚果(金)暂停钴出口对国内原料供应造成的影响将逐步显现。

图：中国钴精矿进口情况(吨)



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

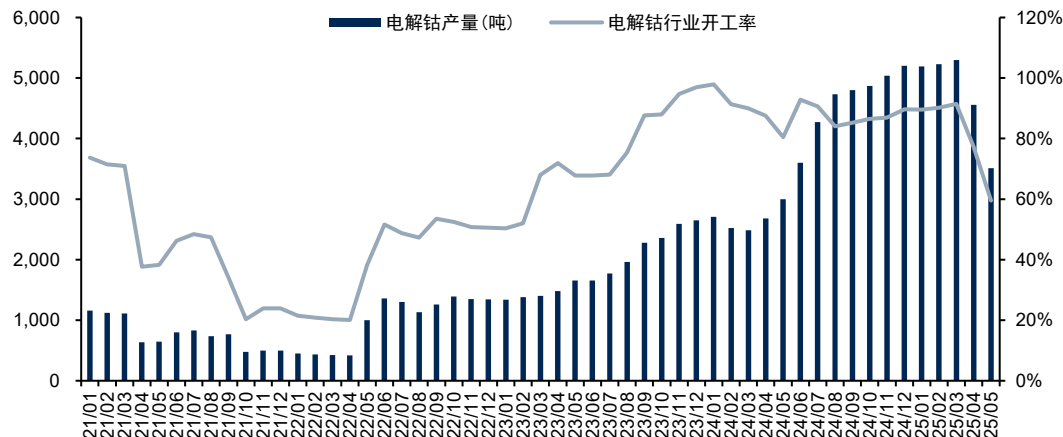
图：中国钴湿法冶炼中间品进口情况(吨)



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

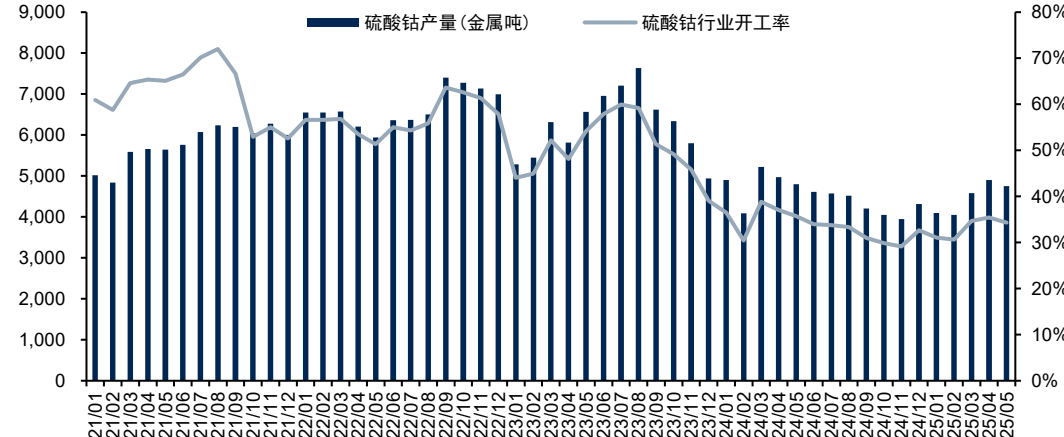
钴：中国精炼钴产能利用率或因原料紧缺而下降

图：国内电解钴产量和开工率(月度)



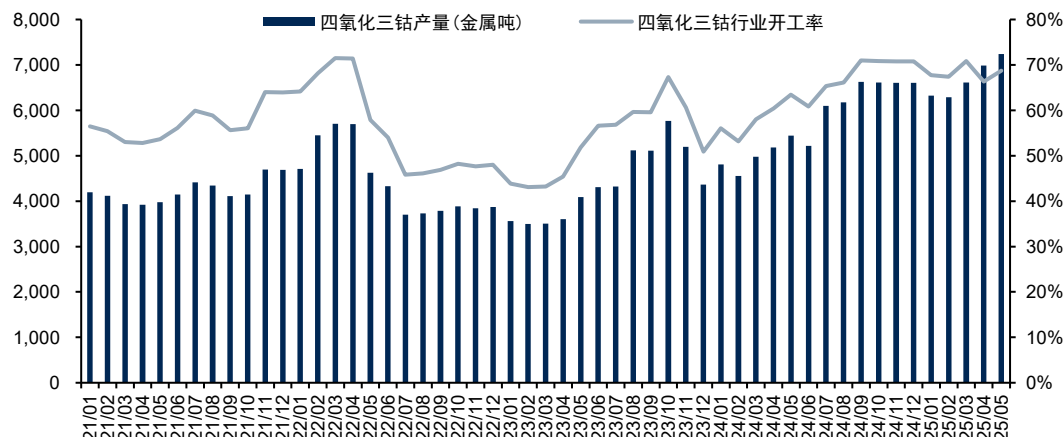
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：国内硫酸钴产量和开工率(月度)



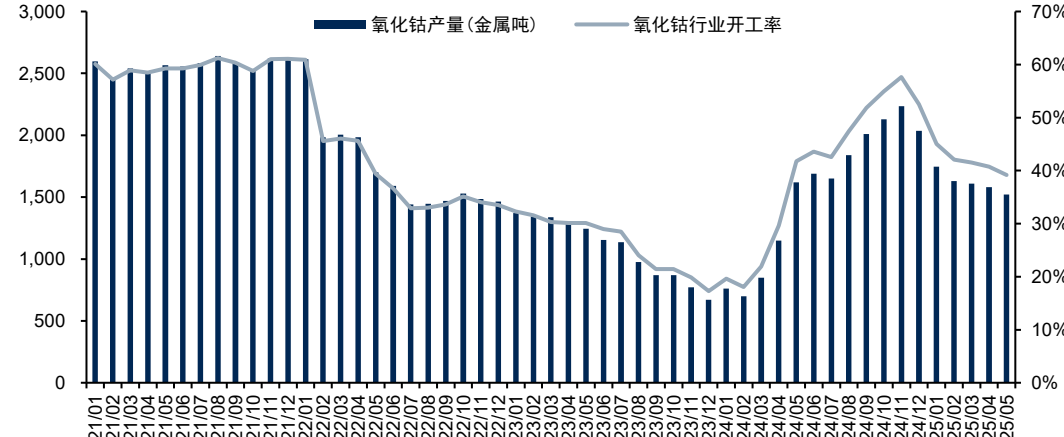
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：国内四氧化三钴产量和开工率(月度)



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图：国内氧化钴产量和开工率(月度)

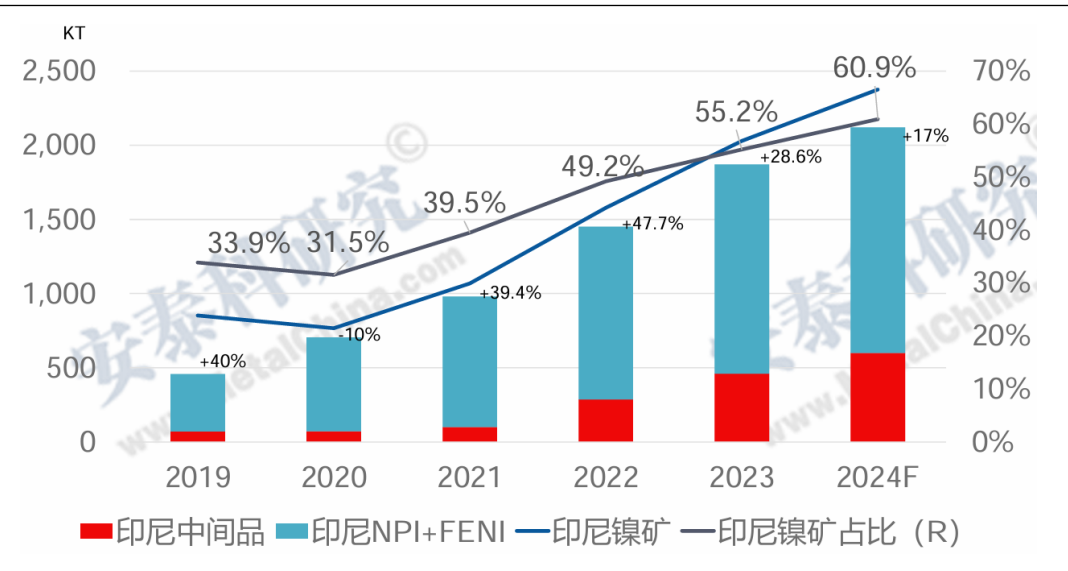


资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

镍：印尼镍矿供给将主导未来镍价的变化趋势

- ◆ **印尼成为全球镍生产的中心。**根据安泰科统计，预计2024年印尼镍产量能占到全球总产量的约60%。印尼是全球镍矿资源储量最丰富的国家，曾多年是全球最大的镍矿出口国，2019年8月，印尼政府最终决定加快对镍矿石的出口禁令，自2020年1月1日起，镍矿品位低于1.7%以下的不再允许出口。然而从另一个角度看，印尼镍中间品产能快速提升。自2013年开始，中国与印尼合作开发青山工业园区，印尼逐渐承接国内镍产业转移：一方面是印尼NPI产量快速提升；另一方面是印尼已经成为全球电池材料的主要生产国，包括MHP和高冰镍。其中MHP主要是由中资企业投资建设，项目投资成本相比以往有明显的下降，从2022年开始产能逐步进入到快速放量阶段；高冰镍主要是将过剩的镍铁产能通过硫化工艺生产高冰镍，进而生产硫酸镍，打破了原有的二元供应结构。印尼镍中间品产量快速增长使得近几年全球镍资源供给呈现过剩局面。
- ◆ **印尼镍矿供给成为产业链瓶颈环节。**24年上半年，印尼RKAB审批进度低于预期，其主要原因是由于新的审批政策较以往的一年一批改为三年一批，从而数据审查与核对的工作量也三倍的增长，导致镍价出现较大幅度上涨，此后随着印尼RKAB新增配额逐步通过，镍矿供应逐步恢复，镍价再度回落。根据Mysteel数据统计，截至今年2月7日，印尼镍矿商协会 (APNI) 透露，政府已批准的2025年镍RKAB已达2.98亿吨，持续增长的审批量一定程度上缓解市场对印尼供给端的担忧，但从现有配额来看，全年尚有4000万吨左右的镍矿缺口，需关注后续补充审批配额的进展。需要注意的是，印尼政府近年来持续调整镍矿出口政策，今年来也有意收紧镍矿配额来挺价，所以我们认为，**未来镍价的变化将主要取决于印尼镍矿配额的调整**，不完全排除印尼政府极端收紧镍矿供给的黑天鹅事件。

图：印尼镍产量占比及增速



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

表：印尼镍产品所消耗镍矿测算

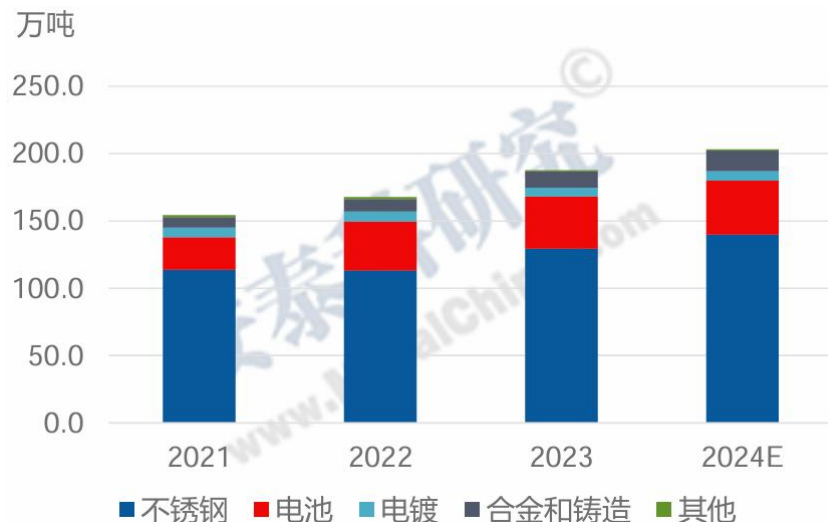
品种	2023年		2024年	
	产量 (万金属吨)	镍矿消耗 (万湿吨)	产量 (万金属吨)	镍矿消耗 (万湿吨)
镍铁	142.94	14621.52	148.00	15139.12
冰镍(含电积镍)	27.10	2772.09	37.54	3840.02
MHP(含硫酸镍)	17.80	2684.77	32.34	4877.83
合计	187.84	20078.38	217.88	23856.96

资料来源：Mysteel 我的钢铁网，国信证券经济研究所整理

镍：不锈钢用镍需求平稳增长，电池用镍需求仍有韧性

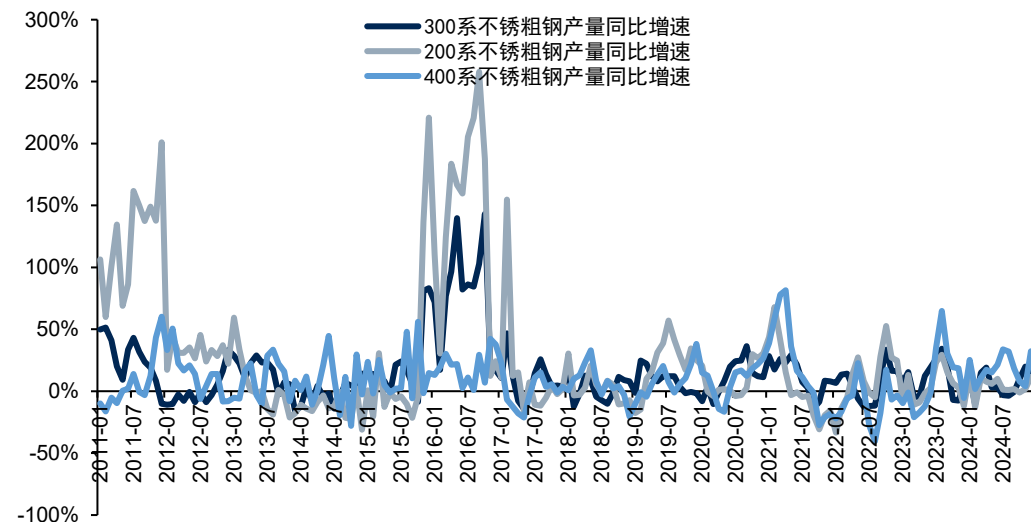
- ◆ **中国是全球最大的镍消费国。**根据安泰科统计，预计2024年中国原生镍消费203万吨，同比增长8.2%，占全球原生镍消费比重达60%以上。其中，不锈钢领域镍消费约140万吨，同比增长约8.0%，占比约69%；电池领域镍消费约40万吨，同比增长约3.4%，占比约20%；电镀领域镍消费约7.5万吨，占比3.7%；合金铸造领域镍消费约15万吨，占比7.3%。
- ◆ **不锈钢用镍需求平稳增长。**2024年，国内300系不锈粗钢产量累计达1985.80万吨，同比增长6.1%，国内200系不锈粗钢产量累计达1138.75万吨，同比增长3.9%，国内400系不锈粗钢产量累计达701.64万吨，同比增长18.0%。不锈钢下游应用领域众多，安泰科的观点表示，24年内中国造船订单增加，LNG运输与集装箱制造增加了含镍量较高的特钢与300系不锈钢的需求，带来一部分不锈钢消费增量。今年1-5月份，国内300系不锈粗钢产量累计达873.13万吨，同比增长11.0%，国内200系不锈粗钢产量累计达464.26万吨，同比增长6.2%，国内400系不锈粗钢产量累计达311.04万吨，同比增长14.2%。今年一季度，国内不锈钢市场表现较好，市场信心走强，期待国家出台新政策刺激需求；今年二季度，受美国对外加征关税冲击，不锈钢市场出口受到明显影响，中美关系缓和之后，“抢出口”动能也逐渐减弱。
- ◆ **电池用镍需求仍有韧性。**近年来，动力电池技术路线中，由于磷酸铁锂性价比更高，装机占比提升，目前国内磷酸铁锂电池装机占比已达到70%以上，三元材料电池占比下降到30%以下，但由于三元材料有高镍化发展趋势，电池领域镍消费同比仍有增长。百川资讯数据显示，2023年国内三元材料产量60.07万吨，同比减少4.3%；2024年国内三元材料产量68.59万吨，同比增长14.2%；今年1-5月份，国内三元材料产量29.30万吨，同比增长1.8%。综上，三元材料市场整体维持相对平稳的状态，短期随着关税政策放缓，企业海外订单情况有所恢复。

图：中国分领域原生镍消费



资料来源：INSG，安泰科，国信证券经济研究所整理

图：中国不锈钢产量同比增速（单月值）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

镍：镍价有望获成本支撑，未来将回归工业属性



- ◆ **全球镍资源供需过剩的格局有所收窄。**虽然印尼镍产品产量同比持续提升，但一些高成本项目的减产、停产也抵消了一部分印尼镍产品的增量，这部分高成本项目主要包括澳大利亚的硫化镍矿以及中国的NPI产量，上海钢联数据显示，2024年全球原生镍产量约为339万吨，需求约为318万吨，过剩由2023年的23万吨收窄至2024年的21万吨，预计2025年过剩量将进一步收窄至14万吨。
- ◆ **镍价有望获成本支撑。**印尼镍矿供给成为产业链瓶颈环节，印尼镍矿内贸价格稳中有升；另外，中国NPI生产位于行业成本曲线最右端的部分，根据我们的测算，目前国内镍铁成本换算成美元计价约为1.5万美元/吨(含税价)，所以预计镍价在1.5万美元/吨的位置能够获得较强的成本端支撑。
- ◆ **镍价未来将回归工业属性。**前几年市场把镍当成是能源金属，主要是电池用镍需求快速提升，但是目前来看，三元材料电池装机占比受磷酸铁锂明显的挤压，总体需求弱于预期。未来，全球镍消费增长将更依赖于不锈钢领域，而不锈钢下游应用领域众多，且和宏观经济形势息息相关，所以预计镍价将更多地回归工业属性。印尼镍矿政策边际收紧的预期，叠加国内逆周期调节政策的预期以及美联储降息的预期，将有望逐步成为催化镍价上行的重要驱动因素。

图：国内镍铁成本测算（换算成美元/吨，含税价）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

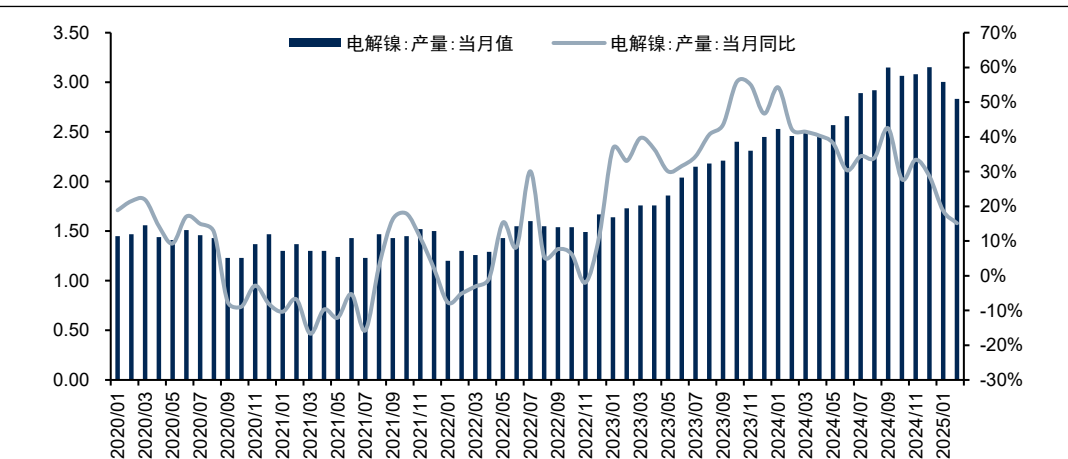
表：全球镍行业供需平衡测算（万吨）

		2022	2023	2024	2025E
供给	全球供应	303	332	339	356
	供应增速	14%	10%	2%	5%
	其中：纯镍+硫酸镍产量	115	122	133	140
	其中：镍铁产量	188	210	206	216
需求	全球需求	290	309	318	342
	需求增速	4%	6%	3%	8%
	其中：不锈钢用镍	186	190	199	208
	其中：电池用镍	40	38	39	41
平衡	总金属量平衡	13	23	21	14

资料来源：Mysteel我的钢铁网，国信证券经济研究所整理

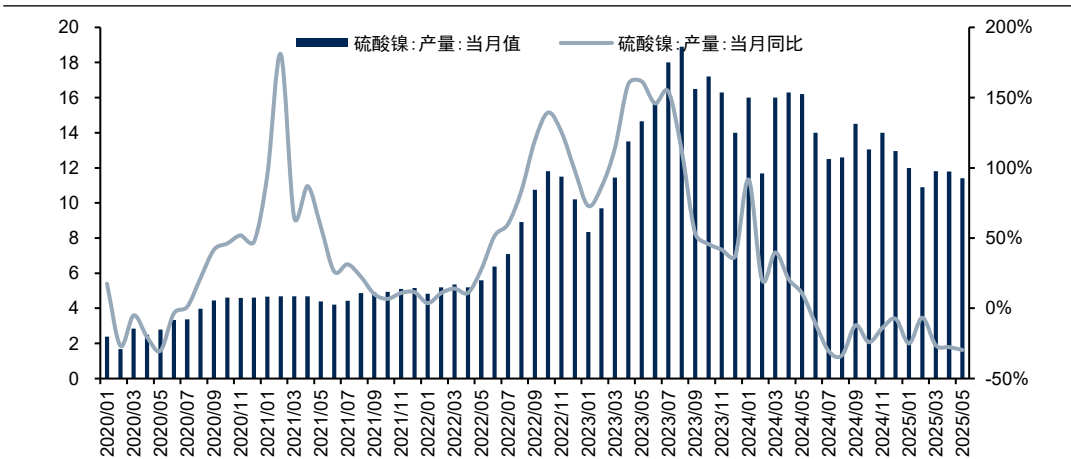
镍：镍价有望获成本支撑，未来将回归工业属性

图：国内电解镍产量（当月值，万吨）



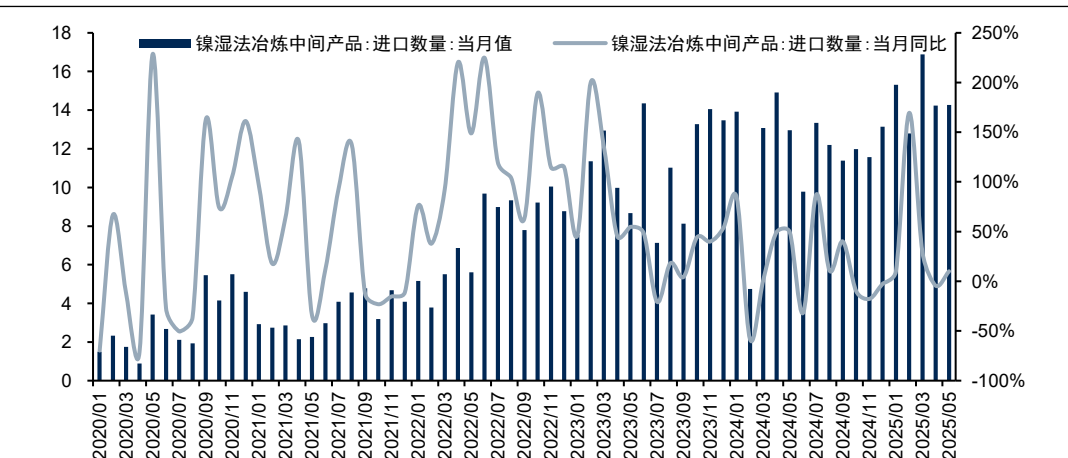
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：国内硫酸镍产量（当月值，万吨）



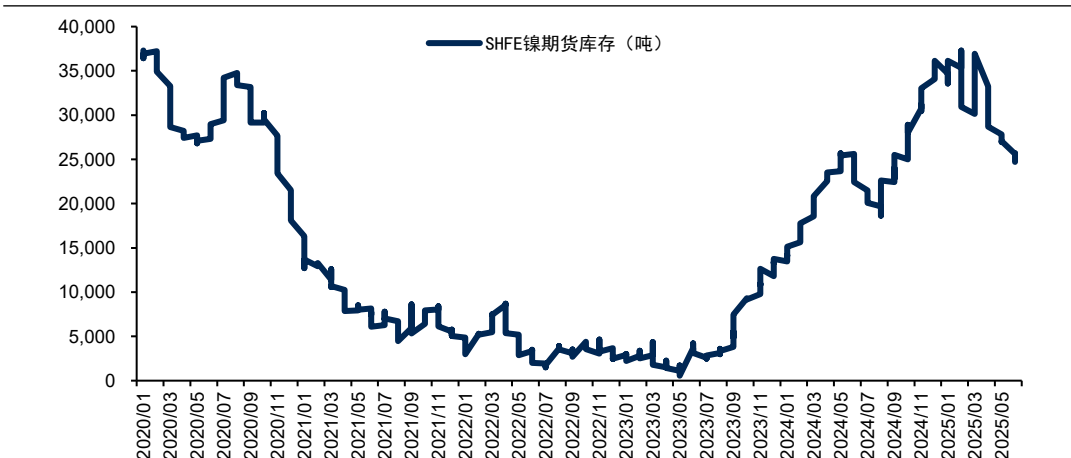
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图：国内镍湿法冶炼中间产品进口数量（当月值，万吨）



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图：SHFE镍期货库存（吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

稀土行业分析

供需格局趋紧，价格有望上行

◆ **我国25年第一批指标仍未公布，海外供给难见增量。**我国稀土开采和冶炼由工信部和自然资源部下达指标，相关企业根据指标进行生产；由往年经验，每年2月附近下达第一批指标、8月附近下达第二批指标，但截至6月末，今年第一批指标仍未公布。据SMM预测，25年开采指标增速或低于去年。稀土海外供应来源主要包括美国的Mountain Pass、澳大利亚的Mount Weld以及缅甸矿。25Q1美国MP资源精矿产量为1.22万吨REO，同比+8.93%，但由于关税原因，MP资源于今年4月宣布不再向中国出口稀土精矿；5月我国自美国进口稀土金属矿量为1,073吨，环比-71%，同比-81%。我国自缅甸进口的稀土氧化物量自4月起环比大幅提升，但这是因为此前库存已久；25年1-5月累计进口量同比仍下滑37%。需求方面，2025年5月新能源汽车销量为130.7万辆，同比+36.9%。商品价格方面，2025年6月氧化镨钕均价44.34万元/吨，较5月的42.91万元/吨环比+3.34%；氧化镱均价1,637元/kg，较5月的1,618元/kg环比+1.17%。

◆ 2月工信部发布稀土行业两则《征求意见稿》，目前正式稿仍未落地。2025年2月19日，工信部发布《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理办法（暂行）（公开征求意见稿）》与《稀土产品信息追溯管理办法（暂行）（公开征求意见稿）》。与此前发布的《管理条例》相比，主要变化包括：1）更新了管控范围，将进口稀土矿和独居石纳入适用范围；2）明确了生产主体，开采和冶炼分离企业应是国家组建的稀土集团及所属企业，其他主体不能获得稀土指标，没有指标不能生产，未来我国稀土资源或进一步向南北两大集团集中；3）细化了问责机制，对企业生产情况进行不定期督察，存在超标生产的企业依法追究责任，甚至移动公安机关处理。此外，还加强了对稀土产品的追溯，即对稀土矿、化合物、金属、合金等运用“稀土追溯系统”，对产品名称、批号、产销数量、产品库存等多项信息进行追溯，并做到数据共享。征求意见稿出台至今，稀土价格没有出现明显的上行，截至2025年6月27日，氧化镨钕价格44.41万元/吨，较2月18日+2.31%。目前两则征求意见稿的正式稿均仍未出台。

图：氧化镨钕（元/吨，左轴）及氧化镨（元/千克，右轴）价格



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2024年开采指标增速6%，2025年指标增速或进一步下降



◆ 稀土开采、冶炼分离总量指标持续增长，但增速放缓。2023年，我国稀土矿开采指标25.5万吨，同比增长21.4%；稀土冶炼分离指标24.4万吨，同比增长20.7%。2024年2月，工信部、自然资源部下达2024年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，指标分别为13.5万吨和12.7万吨；8月20日下达第二批指标，与第一批持平；2024年全年轻稀土与中重稀土开采指标较2023年增长5.9%。在持续增长的需求下，指标保持增长，一定程度上，行业供给由指标调节向市场化调节转向。截至6月末，2025年第一批指标仍未下达，据SMM预测，2025年岩矿型稀土开采指标26.6万吨，同比+6%；离子型稀土开采指标1.9万吨，同比持平；冶炼分离指标将达到34万吨，同比+34%。

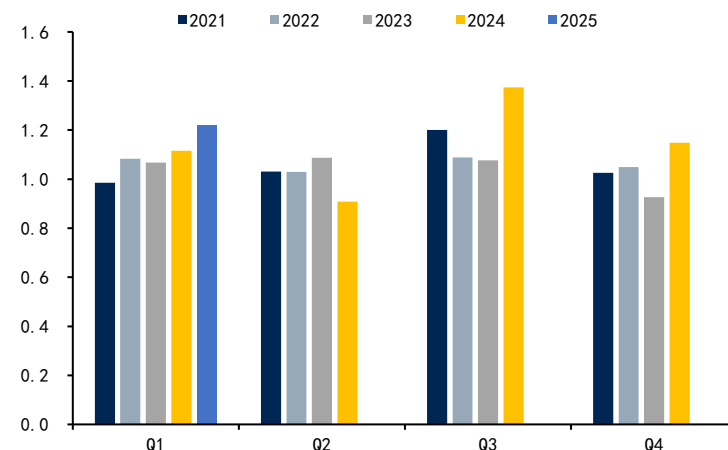
表：稀土矿指标（单位：吨）

稀土矿指标		中国稀土集团有限公司	中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	广东省稀土产业集团有限公司	厦门钨业股份有限公司	合计
2023年第一批	岩矿型稀土	28114	80943	0	0	109057
	离子型稀土	7434	0	1543	1966	10943
	合计	35548	80943	1543	1966	120000
2023年第二批	岩矿型稀土	26086	85707	0	0	111793
	离子型稀土	5576	0	1157	1474	8207
	合计	31662	85707	1157	1474	120000
2023年第三批	岩矿型稀土	3000	12000	0	0	15000
	离子型稀土		0	0	0	0
	合计	3000	12000	0	0	15000
2023年全年	岩矿型稀土	57200	178650	0	0	235850
	离子型稀土	13010	0	2700	3440	19150
	合计	70210	178650	2700	3440	255000
2024年第一批	岩矿型稀土	30280	94580			124860
	离子型稀土	10140	0			10140
	合计	40420	94580			135000
2024年第二批	岩矿型稀土	31920	94070			125990
	离子型稀土	9010				9010
	合计	40930	94070			135000
2024年全年	岩矿型稀土	62200	188650			250850
	离子型稀土	19150				19150
	合计	81350	188650			270000

资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

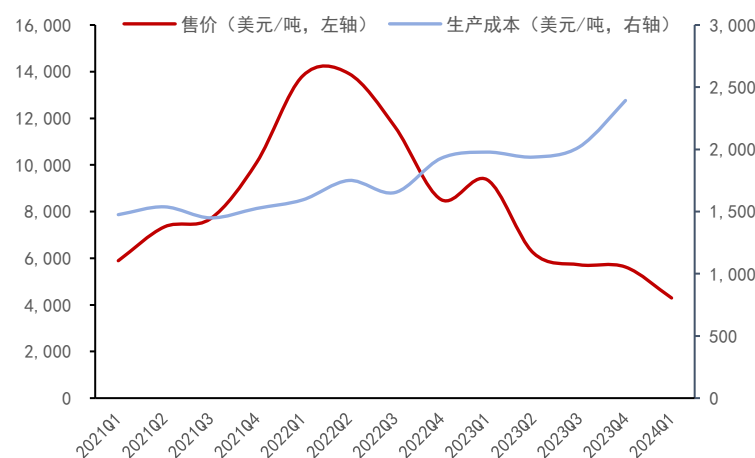
- ◆ 美国是中国外第二大稀土矿供应国，核心在产资源为Mountain Pass。Mountain Pass以产出氟碳铈轻稀土矿为主，稀土储量约130万吨REO，平均REO品位为7.98%。在二十世纪六十年代到九十年代间，Mountain Pass是全球最重要的稀土供应来源；随着中国稀土产业的崛起，MP逐步停产；2017年，MP Materials接手MP矿山，随后立刻开始恢复工作，产能开始逐步爬坡。MP Materials制定了三个阶段的业务计划：1) 稀土精矿阶段，接手MP矿山后主要生产稀土精矿，2021年起，公司稀土精矿的产量达到了4万吨REO/年，2023年11月，公司公告称计划扩大产能至6万吨/年，预计在4年内达产；2) 冶炼分离阶段，23Q3公司开始生产氧化镨钕，2023年产量200吨，2024年产量1294吨，25Q1产量563吨（同比+330%，环比+36%）；3) 生产永磁体阶段，2022年2月公司在德克萨斯州建厂，计划每年生产1000吨的稀土永磁产品。
- ◆ 2022-2024年，MP的稀土矿产量分别为4.25/4.16/4.55万吨REO，24Q3产量环比大幅上升后24Q4和2025Q1有所回落。

图：Mountain Pass稀土精矿单季度产量（单位：万吨REO）



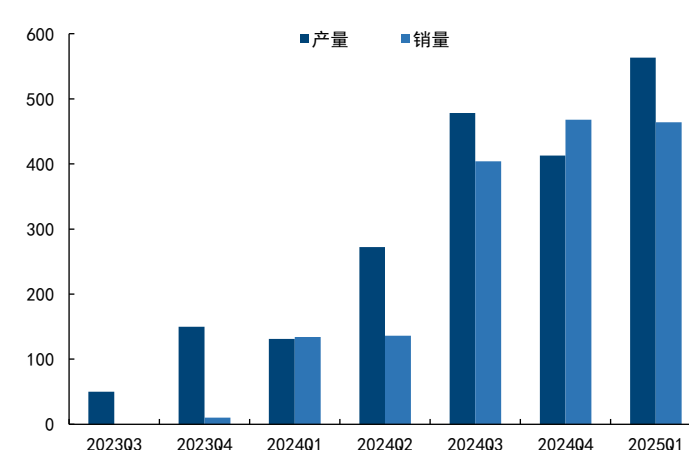
资料来源：MP Materials，国信证券经济研究所整理

图：Mountain Pass稀土精矿季度售价和成本（单位：美元/吨REO）



资料来源：MP Materials，国信证券经济研究所整理

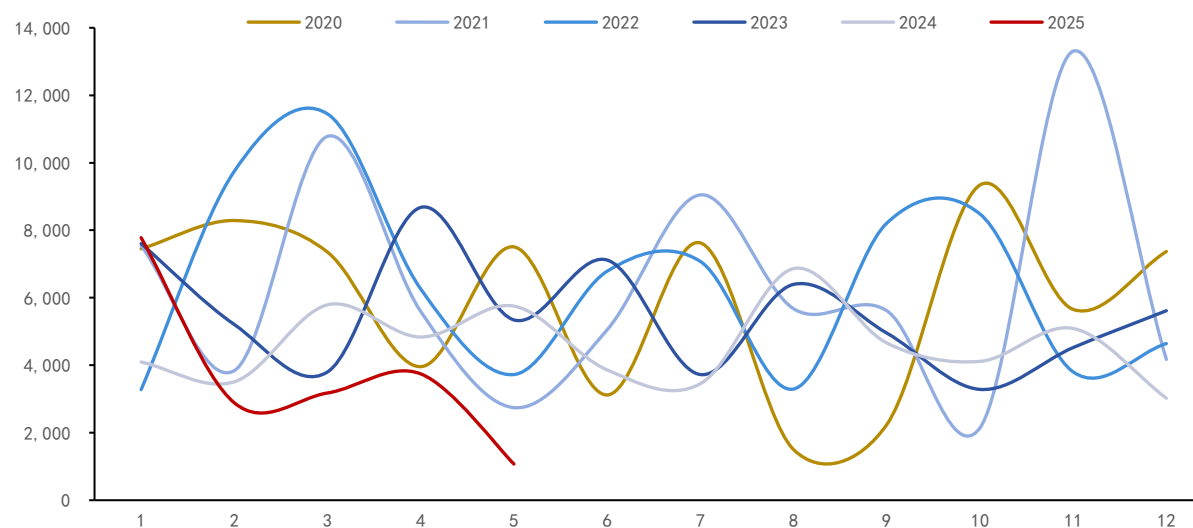
图：MP资源氧化镨钕单季度产销量（吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- ◆ 今年4月美国宣布停止向中国出口稀土精矿。2025年2月和3月，美国以芬太尼问题为由分别向中国加征10%和额外10%的关税；4月2日特朗普签署对等关税行政令，对我国对等关税税率为34%；我国于4月4日对中重稀土相关物项出口管制，作为对美国加征关税的反制措施之一；此后美国不断加码，4月8日将对中国输美商品征收的对等关税税率提升至84%，4月10日进一步提升至125%，我国随后也对原产于美国的进口商品关税税率提升至84%和125%。MP资源此前大部分稀土精矿产品出口至中国，4月17日MP资源宣布在125%的关税下出售稀土这一关键材料不符合商业理性和美国的国家利益，因此停止向中国出口稀土精矿；并表示其加州冶炼分离厂能加工一半稀土精矿，这部分产品能销往日韩美等国家，同时公司也加快推进美国稀土供应链完善。

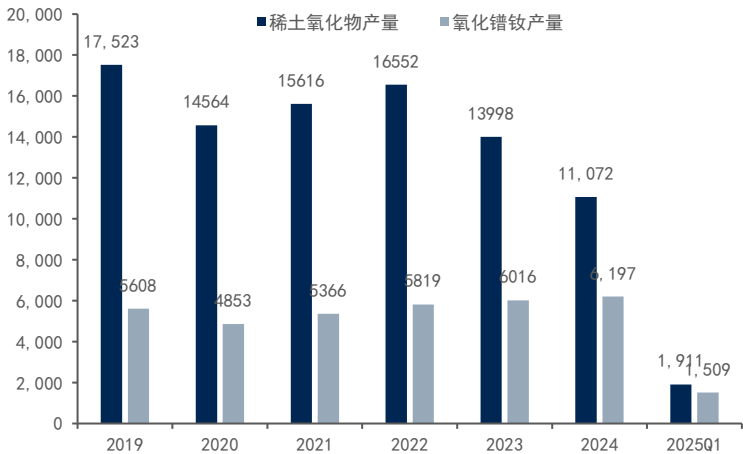
图：我国自美国进口稀土金属矿量（单位：实物吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

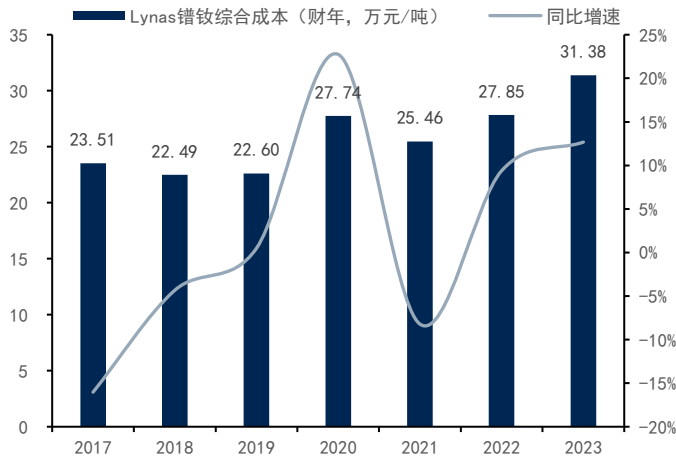
◆ 澳大利亚Mount Weld矿山储量增加，但品位下滑。Mt Weld是另一重要的在产稀土矿山，储量丰富、品位高，以轻稀土为主。截至2024年6月，Mt Weld稀土氧化物总储量达206.4万吨REO，相较于2018年增加了22%，但氧化物含量却从8.6%下降至6.4%。2000年，Lynas获得Mt Weld矿权，经过勘探、试冶等，于2008年开始开采，设计产能2.5万吨/年。矿山产出的稀土精矿全部供给马来西亚关丹冶炼厂进行冶炼分离，2022-2024年，Lynas稀土氧化物产量分别为1.66/1.40/1.11万吨，氧化镨钕产量分别为5,819/6,016/ 6,197吨。2025年一季度，Lynas稀土氧化物产量为1,911吨REO，氧化镨钕产量为1,509吨。据2024年半年报，公司氧化镨钕的设计产能为中期达到0.9万吨/年，远期达到1.05万吨/年。

图：Lynas稀土氧化物（吨REO）、氧化镨钕产量（吨）



资料来源：Lynas，国信证券经济研究所整理

图：Lynas镨钕综合成本（财年，万元/吨）



资料来源：Lynas，国信证券经济研究所整理

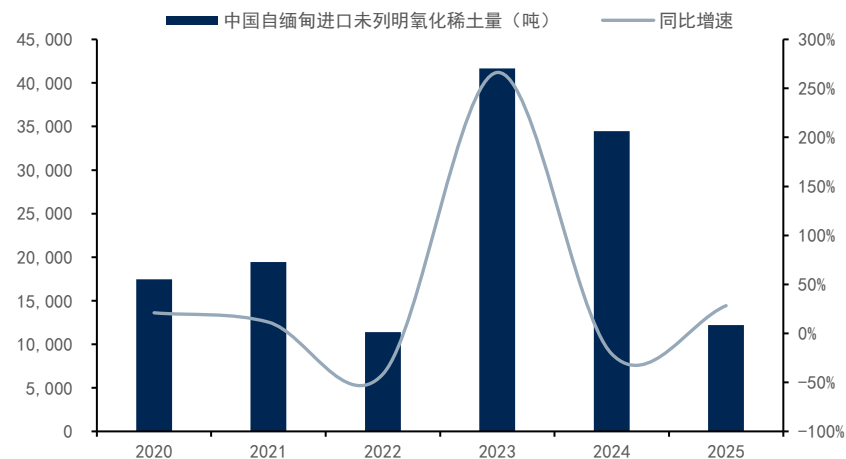
表：2024年Mt Weld储量情况

	矿石量（万吨）	氧化物含量（%）	稀土氧化物储量（万吨）
证实储量	2,120	7.40%	157.9
可信储量	1,080	4.50%	48.5
合计	3,200	6.40%	206.4

资料来源：Lynas，国信证券经济研究所整理

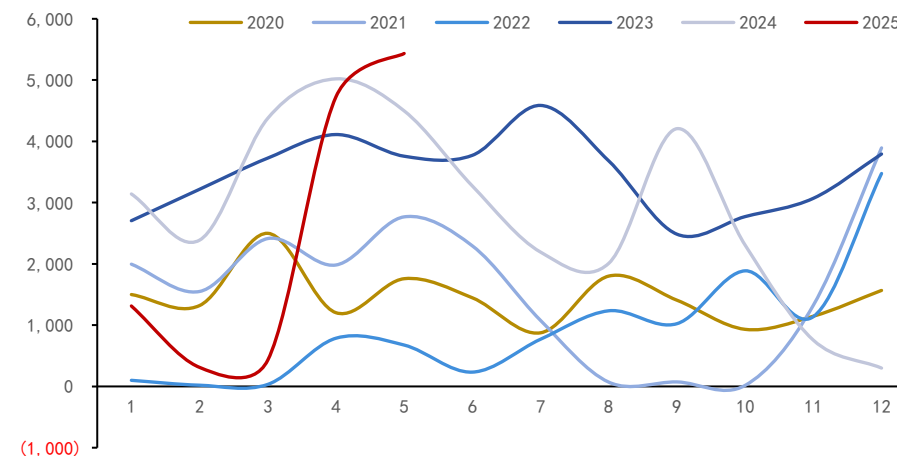
◆ **2025年4月缅甸稀土出口恢复。**缅甸是重要的中重稀土供应国，2022–2024年中国自缅甸进口未列明氧化稀土量分别为1.14/4.17/3.45万吨。24年10月23日，缅甸因克钦独立军控制矿区和边境关闭而中断生产和出口，24年11月中国自缅甸进口稀土量环比下滑了67%；12月3日果敢同盟军宣布在境内单方面停火，随后克钦独立军也表现出通过对话解决冲突的意愿；12月16日中缅边境口岸重新开放，边境贸易恢复，但由于克钦邦的矿商与当地政府之间利益协商存在问题，开关后稀土出口量仍不理想；3月26日，中央财政部、克钦邦政府联合发布了关于稀土出关的通知，自3月27日起东部省开采区合法开采并库存已久的稀土将正式出关，参与建设项目的企业税金为3.5万元/吨，未参与建设项目的企业税金未3.3万元/吨。据海关数据，今年4月我国自缅甸进口未列名氧化稀土数量为4726.57吨，同比-5.85%，环比+1002.72%；5月出口量继续提升，环比+14.99%。

图：年度缅甸未列明氧化稀土进口情况（吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

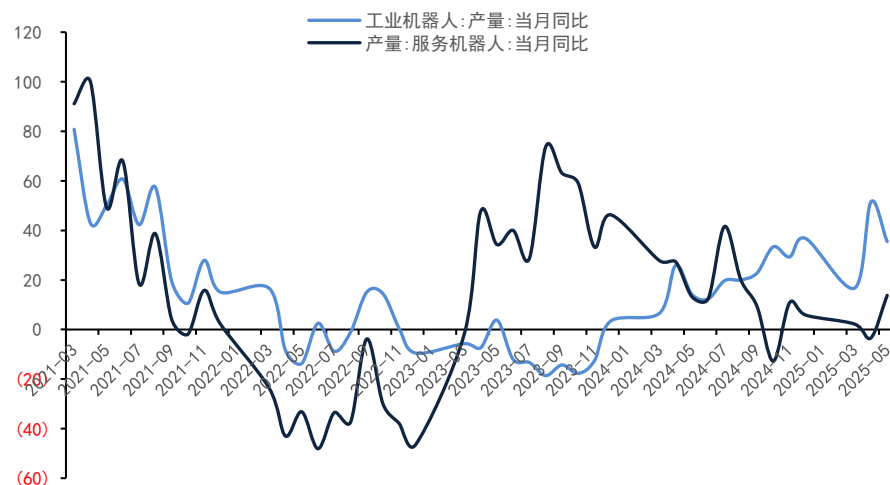
图：月度缅甸未列明氧化稀土进口情况（吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

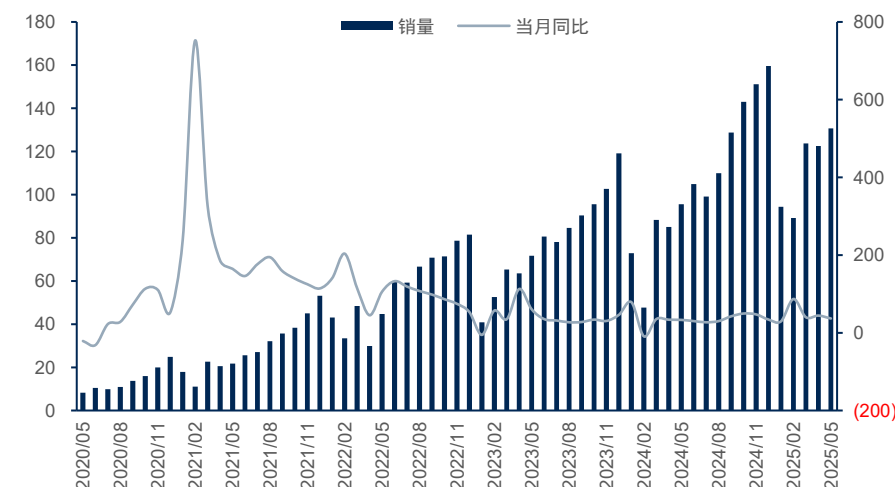
- ◆ **节能降耗导向下，稀土永磁材料优势突出。**稀土具有无法取代的优异磁、光、电性能，对改善产品性能，被广泛应用于永磁材料、抛光材料、催化材料等领域。其中永磁材料用量占比最大，增速也最快。用稀土永磁材料制造的电机具有效率高、功率密度高、力矩（转矩）高，体积小、噪音小、温升小，稳定性可靠性好等优点。在节能降耗导向下，材料优势愈发突出。
- ◆ **新能源汽车用稀土需求有望保持高速增长。**从中长期来看，汽车电动化趋势确定，我国新能源车产销量高速增长。2024年，我国新能源车销量达1285.9万辆，同比增长36%；2025年5月销量为130.7万辆，同比增长36.9%。新能源汽车的快速发展带动稀土需求的大幅提升，新能源车也是目前高性能稀土永磁材料需求增速最快的领域。此外，近期市场对2025年风电新增装机量的预期有所提升，风电新增装机有望提升稀土需求，尤其是海风使用直驱电机，对磁材的用量是半直驱电机的5倍左右。
- ◆ **人形机器人产业保持增长。**2023年11月，工信部发布《人形机器人创新发展指导意见》，提出到2025年人形机器人创新体系初步建立，整机产品达到国际先进水平，并实现批量生产。到2027年，综合实力达到世界先进水平，产业加速实现规模化发展，应用场景更加丰富，相关产品深度融入实体经济，成为重要的经济增长新引擎。人形机器人产业加速发展，未来有望打造稀土磁材需求新的增长点。

图：机器人当月产量变化（%，截至2025年5月）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：我国新能源汽车当月销量（万辆，%，截至2025年5月）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

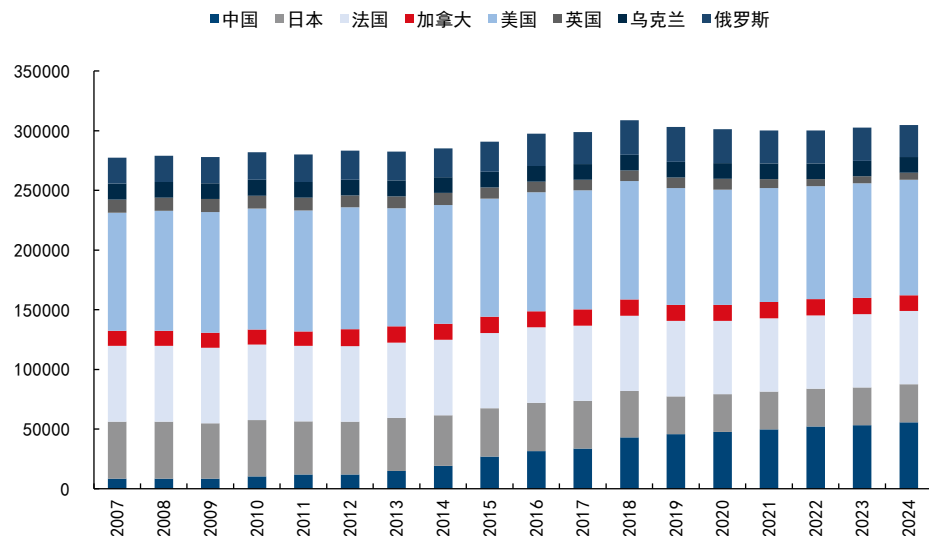
小金属行业分析

出口管制叠加供需错配, 小金属多头逻辑强化

铀：需求跟随核电装机量逐年提升

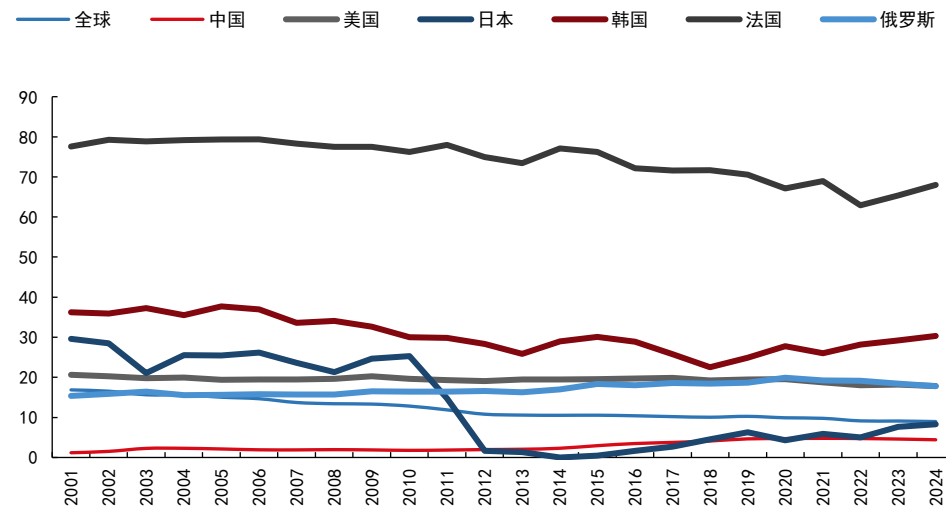
- ◆ 铀可应用于核电、军事、农业等领域，我们重点关注核电需求。铀是核裂变的关键原料，一公斤铀235完全裂变，会损失大约0.09%的质量，而释放的能量相当于燃烧2700吨优质煤，是全球核电的绝对主力“燃料”。铀除了能发电，还广泛用于各种军事和民用领域。比如，航母和潜艇的铀核反应堆、原子弹和氢弹都离不开铀。铀浓缩过程的副产品贫铀，还能用来生产贫铀弹和高强度装甲。再比如，农业辐照育种、生产人造元素、放射治疗、造影诊断都能用到铀。
- ◆ 天然铀消耗量跟随核电装机量逐年提升。截至2024年底，我国核电发电量占发电量比重4.42%。中国核能行业协会预计2030年前，我国在运核电装机规模有望成为世界第一，在世界核电产业格局中占据更加重要的地位。预计到2035年，我国核能发电量在总发电量的占比将达到10%左右，实现翻倍。2024年全球核电装机量为396GW，天然铀需求约为6.8万吨；据我们测算，2035年全球核电装机量或达到566GW，天然铀需求达到9.1万吨。
- ◆ 据世界核协会数据，2024年我国的铀需求量为13132吨，世界铀需求量预计为67517吨。而我国产量（约1700吨）和需求之间的差距需要靠进口来解决，2024年我国天然铀及其化合物进口数量达到17841吨。

图：各国核电并网容量（百万瓦特）



资料来源：Wind，世界核协会，国信证券经济研究所整理

图：核电发电量占比（%）

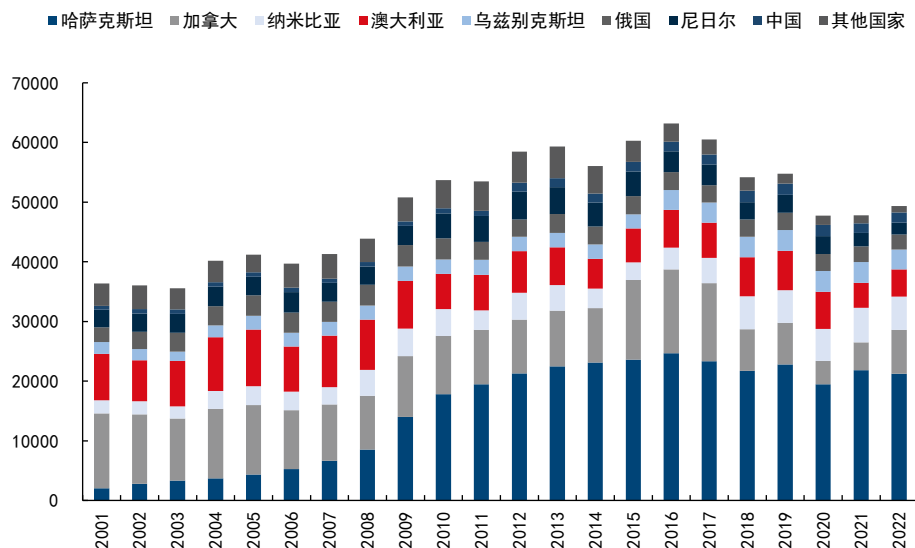


资料来源：Wind，Our World in Data，国信证券经济研究所整理

铀：供给端增量有限

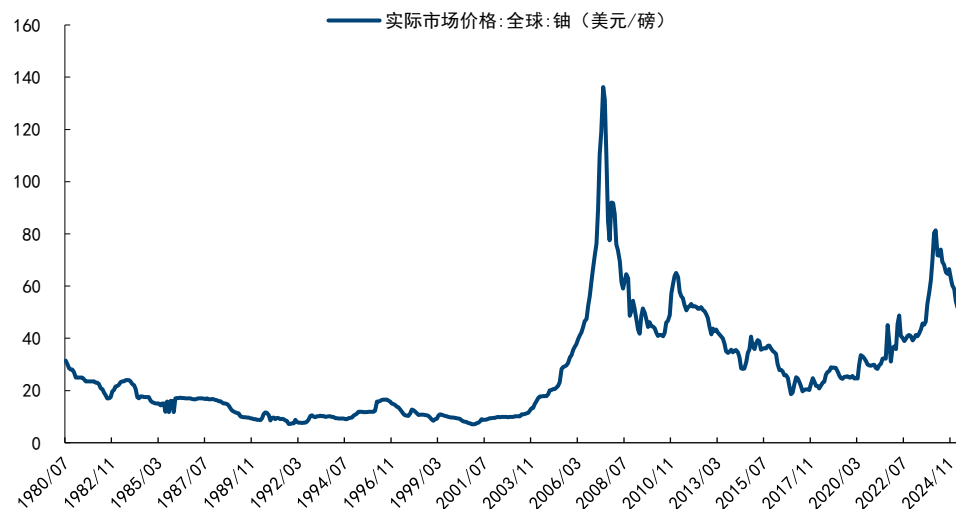
- ◆ **矿山供应低迷，核事故之后几无新增投资。**由于福岛核事故的影响，2019年之前市场长期处于低迷状态，大量矿山不得不减产、停产应对。2020年全球铀产量为47731吨，为2010年以来最低点，近三年产量有所回升，2022年全球铀产量达到49355吨，中国铀产量达到1700吨。结构上，根据世界核协会数据，2022年哈萨克斯坦铀产量21227吨（43%），加拿大、纳米比亚、澳大利亚分别产铀7351吨（15%）、5613吨（11%）、4553吨（9%）。到2024年，随着老矿山复产，全球铀矿产量达到60300吨。
- ◆ **铀的二次供给未来呈衰减态势。**2024年全球需求约6.8万吨，而铀矿产量靠近6万吨，缺口依靠二次供应补足。包括1）商业库存；2）存放在浓缩厂、核电站、后处理设施中的贫铀尾料及乏燃料；3）富余的SWU产能；4）政府富余的军用高浓铀。铀的二次供给未来呈衰减态势，根据WNA统计数据，2022年铀的二次供给占比约为26%，根据UxC统计数据，目前二次供给主要由商业库存提供。
- ◆ **降息后投资机构采购天然铀或将进一步增加，铀价中枢有望持续上移。**Sprott、Yellow Cake、URC等金融机构持续在市场上采购天然铀实物，进一步加剧了市场的紧张格局。截至6月底，Sprott天然铀实物基金规模达到2.8万吨，且近期公布2亿美元融资计划，用于购买天然铀，测算折金属量约为1100吨。

图：全球铀产量



资料来源：Wind，世界核协会，国信证券经济研究所整理

图：铀价格

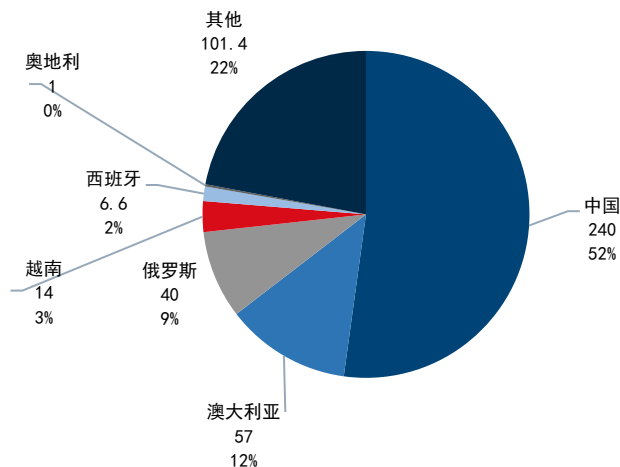


资料来源：Wind，国际货币基金组织，国信证券经济研究所整理

钨：供给配额下产量较平稳，泛亚库存消耗完毕

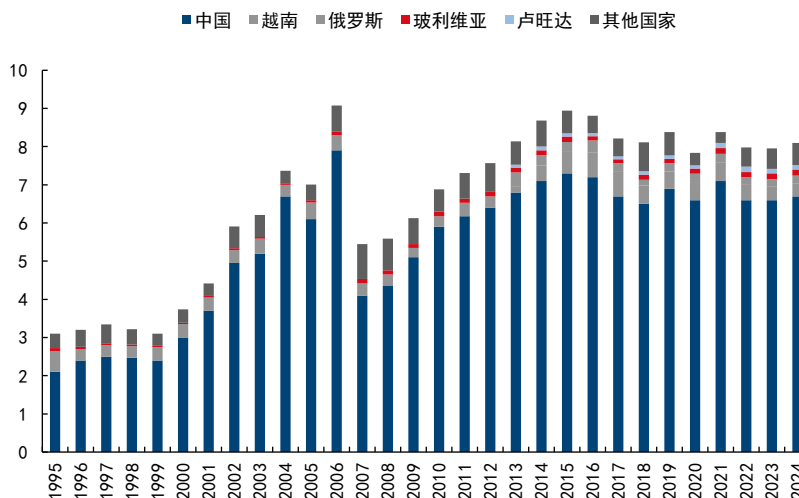
- ◆ **全球钨资源储量增长，产量相对平稳。**由于钨的战略意义，钨矿勘探持续投入，像中国相继发现大湖塘，朱溪等特大型钨矿，对开采量进行补充，全球钨资源储量保持平稳。2024年，全球钨资源储量达到460万吨，较2023年增长20万吨，此前在2008年全球储量首次突破300万吨。按照目前消耗速度静态计算，全球钨矿储量可满足57年的需求。从产量来看，USGS数据显示，2006年全球钨矿产量达到9.1万吨，随着中国对行业进行管控大幅回落，到2015年重新恢复到8.9万吨，近年来全球钨矿产量保持在8万吨左右。2024年全球钨矿产量8.1万吨，其中中国产6.7万吨，占比高达82.7%。
- ◆ **再生钨是行业重要原料来源，经济效益突出。**ITIA分析，现行钨终端应用结构下，再生钨资源比例可达56%。《中国再生钨资源回收利用现状及建议》中指出，生产1吨原生碳化钨，需要消耗2吨钨精矿（65%WO₃），生产周期1个月以上，制造成本约19万元；而生产1吨电溶碳化钨粉或钨熔合金粉，消耗1.1-1.2吨废旧硬质合金，生产周期为7-20天，制造成本仅1-1.5万元。
- ◆ **泛亚库存消耗完毕。**2011年昆明泛亚有色金属交易所成立，名为为国收储，实为金融骗局，2015年7月泛亚出现流动性问题，遗留的2.83万吨APT库存成为压制钨价的不确定因素。直到2019年9月被洛阳钼业拍得，钨价迎来新的起点。经过几年时间库存已被市场消化，行业供需迎来新平衡。

图：全球钨矿储量（万吨）



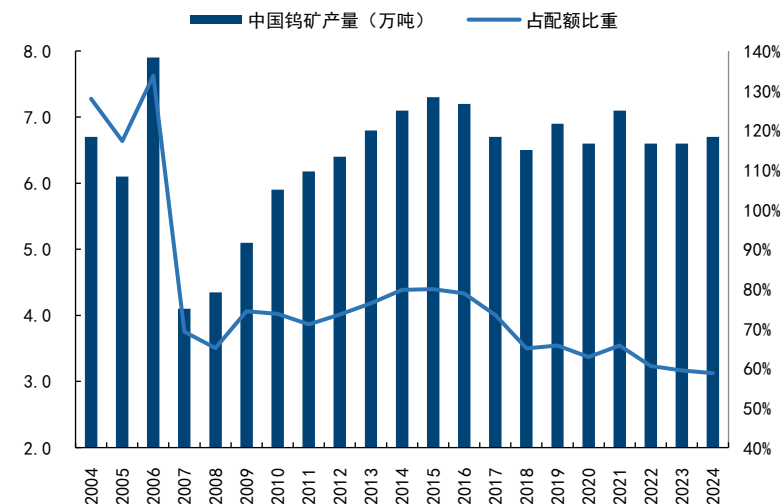
资料来源：Wind，USGS，国信证券经济研究所整理

图：钨矿产量变化（万吨）



资料来源：Wind，USGS，国信证券经济研究所整理

图：中国钨矿产量占配额比重维持在60%左右



资料来源：自然资源部，USGS，国信证券经济研究所整理

钨：工业牙齿，需求和工业景气度紧密相关

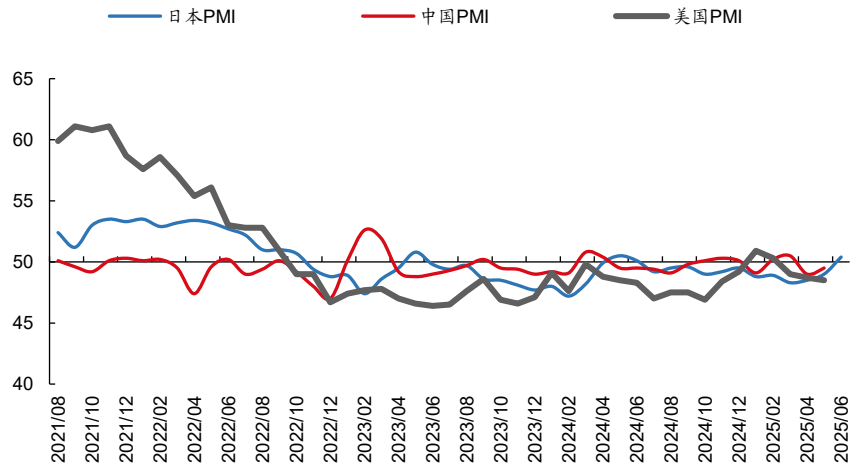


- ◆ 我国下游钨消费实现增长。根据安泰科数据，2024年中国钨消费合计7.08万金属吨，同比增长3.5%，其中，原钨消费5.98万金属吨，同比增长4.2%，废钨消费1.1万金属吨，同比持平。
- 硬质合金需求有望复苏。我国钨需求主要集中在硬质合金、钨材、钨特钢、钨化工四大领域，其中硬质合金接近60%。硬质合金主要用于切削工具、耐磨工具、矿用工具，与工业景气度紧密相关。2022-2024年，全球制造业表现相对低迷，PMI徘徊在荣枯线附近，从数据上看，钨的需求仍相对坚挺。
- 光伏钨丝、电子特气带来新的需求增长点。随着光伏产业的快速发展，硅片加工环节呈现“大尺寸+薄片化+细线化”的趋势，金刚线线径下降成为重点研发方向。相较于钢丝，使用钨丝作为母线在线径、线耗、强度、稳定性等多方面均具有优势，钨丝材料渗透率有望逐年提升。六氟化钨主要用于集成电路制造领域的化学气相沉积工艺，其沉积形成的钨导体膜可用作通孔和接触孔的互连线，具有低电阻、高熔点的特点，随着3D NAND堆叠层数增加，六氟化钨用量有望高速增长。

表：国内钨消费情况（金属吨）						
领域	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
硬质合金	30707	31450	38250	36720	40164	41409
YOY		2.4%	21.6%	-4.0%	9.4%	3.1%
钨特钢	11200	11100	11322	10869	10543	10648
YOY		-0.9%	2.0%	-4.0%	-3.0%	1.0%
钨材	12056	12177	12542	13040	15000	16000
YOY		1.0%	3.0%	4.0%	15.0%	6.7%
钨化工	2544	2519	2607	2680	2658	2711
YOY		-1.0%	3.5%	2.8%	-0.8%	2.0%
消费合计	56507	57245	64721	63309	68365	70768
YOY		1.3%	13.1%	-2.2%	8.0%	3.5%
其中：废钨	9000	9000	10000	11000	11000	11000
YOY		0.0%	11.1%	10.0%	0.0%	0.0%
其中：原钨消费	47507	48245	54721	52309	57365	59768
YOY		1.6%	13.4%	-4.4%	9.7%	4.2%

资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

图：制造业PMI（%）



资料来源：iFinD，国家统计局，ISM，国信证券经济研究所整理

钨：供给增量有限，贸易摩擦加剧，钨战略地位凸显



- ◆ **钨价连续四年维持均价上涨，2019-2020年泛亚库存消耗完毕后钨价进入上行通道。**2025年上半年，国内钨价在需求增长、矿山安全生产以及环保督察等因素影响大幅冲高。我国1-5月钨矿产量有所缩减，产量为3.56万吨左右，同比下降2.5%。价格大幅上涨，核心原因在于矿端供需紧张，而此前可用库存已被消耗。下半年进入传统淡季，但战略资源重要性持续提升。截至2025年6月26日，钨精矿价格17.25万元/吨。
- ◆ **供给增量有限。**钨矿潜在增量为位于哈萨克斯坦的巴库塔钨矿，巴库塔钨矿的钨矿石储量在1.2亿吨左右，设计采用露天开采，矿山开采规模为330万吨/年，投产两年后通过采用抛废技术将开采规模提升到495万吨/年，投产达产后钨矿年产能约1万吨，不过爬坡仍需时间。若后续需求边际改善，则钨矿可能阶段性出现供需缺口，对价格形成向上推力。
- ◆ **出口管制力度加大，战略金属地位凸显。**我国实施出口管制，原则上不予许可镓、锗、锑、超硬材料相关两用物项对美国出口，充分体现国家对战略金属的重视，而钨可用于制作钨合金子弹、弹片头等军事用途。未来随着国内市场需求提升，以及海外其他国家囤货意愿增长，包括钨在内的相关战略小金属的价格或继续上行。

表：钨精矿年均价趋势（元/吨）

年度	江西:价格:钨精矿:65%:年度:平均值（元/吨）	YOY
2025（截至6月26日）	151,042.37	+10.4%（较上年均价）
2024	136,851.94	14.3%
2023	119,765.68	5.0%
2022	114,098.44	12.0%
2021	101,860.47	22.1%
2020	83,411.18	-4.9%
2019	87,746.88	-17.5%
2018	106,325.12	18.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：江西钨精矿现货价格（元/吨）

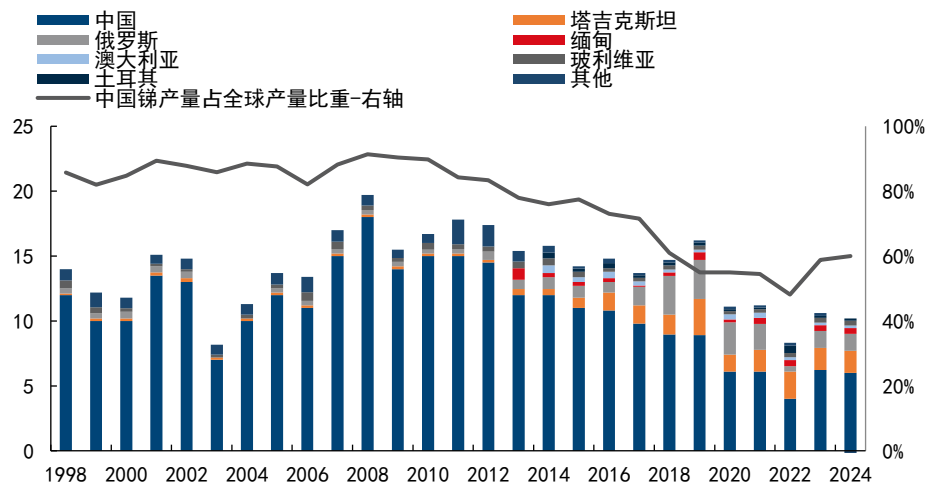


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

铟：资源稀缺，供给几无增长

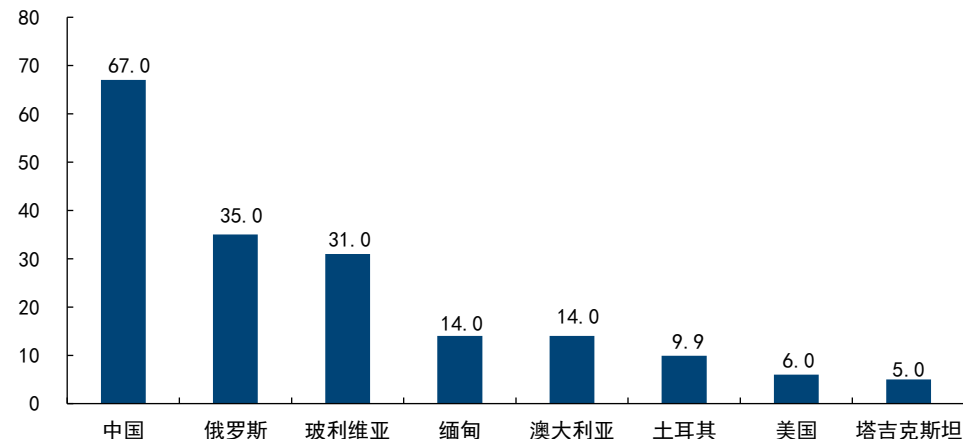
- ◆ **铟资源稀缺，且难以回收利用。**USGS数据显示，2024年全球铟资源储量200万吨，按照当年产量10万吨折算，静态储采比20年，相对各类金属均较低，且近年来储量并无增长。中国铟资源相对丰富，2024年铟储量为67万吨，占总储量33.5%。中国、美国、欧盟、日本、澳大利亚等均将铟列为关键矿产资源。从循环利用角度来看，过往铟部分用于蓄电池中的铅铟合金栅板，但随着铟在其中用量的缩小，其回收量降低；在其余领域，铟单位用量低，在使用后几乎不可回收或难以回收。
- ◆ **铟矿供应量自峰值已下降近半，且潜在增量有限，进度缓慢。**根据USGS数据，全球铟矿供应在2008年达到峰值19.7万吨，其中中国供应量占比超过91%；其后海外供应量有所抬升且波动较大，但中国供应量降低，整体呈现收缩态势，2024年全球产量降至10万吨，中国供应量占比降至60%。**据百川盈孚数据，2024年全年，我国铟精矿产量为5.5万吨，同比减少8.9%。**近年来，随着地质品位下降，矿山开采难度增加，部分铟矿产量呈现下降趋势；另有一些潜在项目因如脆硫铟铅矿难以解决铅铟分离等问题而难以推进。短期来看，铟精矿供给增加确定性较高的大型项目为塔吉克斯坦的康桥奇铟金矿项目，达产后可年新增金属铟1.6万吨。项目2018年开工建设，2022年投产，但截至2024年报，铟精矿产量仅1592.88吨。美国也在积极恢复铟矿供应，但Stibnite金铟矿项目开启商业运营时间推迟到2027年。

图：铟矿产量变化（万吨）



资料来源：iFinD，USGS，国信证券经济研究所整理

图：2024年部分国家铟资源储量（万吨）

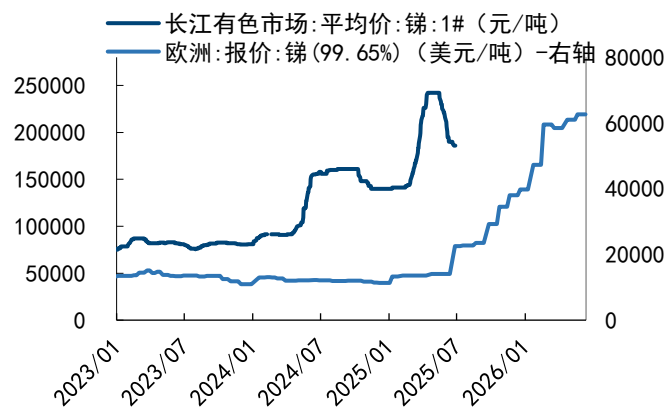


资料来源：Wind，USGS，国信证券经济研究所整理

铋：出口下滑阻碍铋价进一步上涨

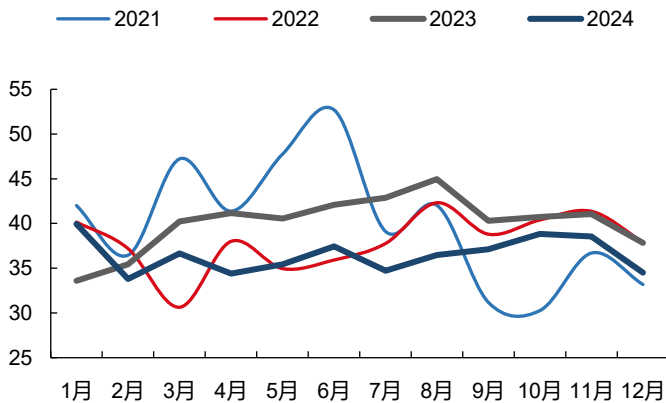
- ◆ 2025年3月铋价飙涨，创历史新高。2025年3月，铋锭产品价格涨势尤为明显，在矿石开采需要时间、厂家开工缓慢而消费端节前备货量不够的多重因素下，几乎每天保持1.5万元/吨的涨速，直至3月底价格打破历史高位，达到26.45万元/吨。
- ◆ 4-6月出口仍未有新动向，价格下跌。据海关数据统计，2025年1-5月我国铋的氧化物出口总量4564吨，2024年同期出口总量为14067吨，同比下跌67.6%；2025年1-5月铋的氧化物出口金额1.07亿美元，2024年同期出口金额为1.54亿美元，同比下跌30.6%。
- ◆ 海内外铋锭价差持续存在，海外铋供应形式严峻。6月26日，铋锭欧洲现货市场报价均价62625美元/吨，而中国铋锭99.65%FOB价格仅为39450美元/吨，海外溢价率58.7%。实行出口管制后，海外铋供应形势严峻。

图：铋价趋势



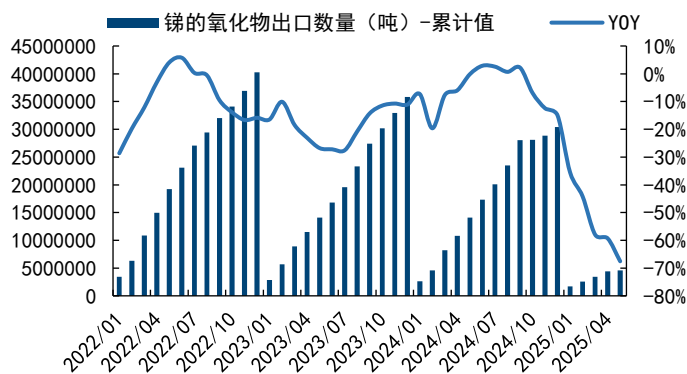
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：铋精矿开工率



资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图：2024年10月以来铋的氧化物累计出口明显下滑

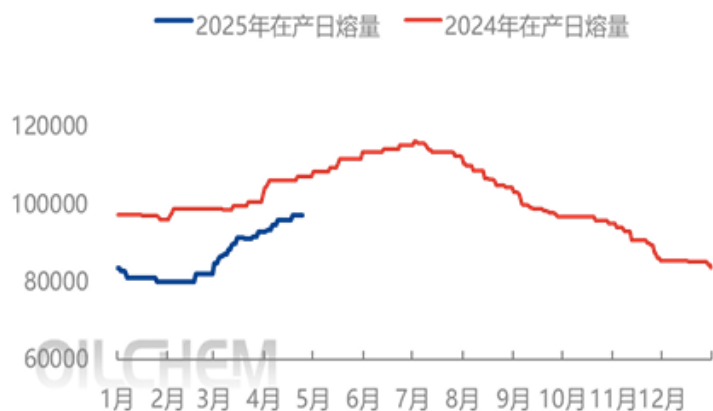


资料来源：Wind，海关统计数据平台，国信证券经济研究所整理

铟：光伏需求快速攀升

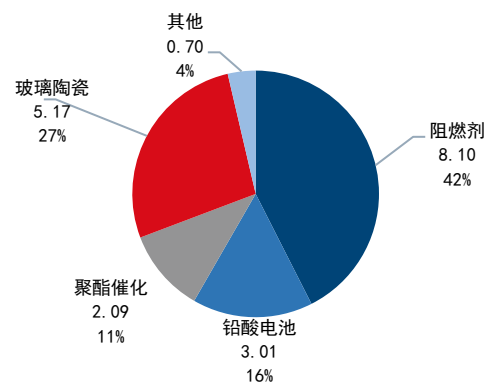
- ◆ 铟主要有下游四大应用：制成乙二醇铟（氧化铟为主要原料）的聚酯催化剂，制成铟合金的铅酸蓄电池，制成氧化铟的阻燃剂，制成焦铟酸钠的玻璃陶瓷。化纤、合成纤维，空调、冷柜等传统消费领域产量明显增长，新兴领域光伏产量继续保持增长，有效拉动铟消费市场的增长。
- 阻燃剂等需求成本压力较大。阻燃剂是目前铟最重要的应用领域，需求占比近半。三氧化二铟是最早采用的无机阻燃剂之一，主要作为阻燃协效剂与含卤素化合物配合，在它们的热分解过程中起阻燃作用。虽然随着环保意识的增强，无卤化成为阻燃领域的趋势，但新型无害卤系阻燃剂正在不断开发，并且溴系阻燃剂所具备的高阻燃效率、长期应用稳定性等使得卤系阻燃剂和三氧化二铟至今仍在阻燃剂市场占据重要地位。终端经济仍处于恢复阶段，年内铟品价格高位，使得铟系阻燃剂在下游行业中的性价比高的优势地位有所减弱。聚酯等企业对于高价现货面临的成本压力同样较大。
- 光伏玻璃用铟占比抬升。近年来，以光伏为代表的可再生能源高速发展，光伏玻璃产能快速扩张。截至2025年6月19日，国内光伏玻璃在产日熔97300吨/日，25上半年受益于531政策落地结点，光伏玻璃日熔量呈上涨趋势；节点过后日熔量较为平稳，需求存在韧性。焦铟酸钠作为一种优质的光伏玻璃澄清剂，需求随着光伏产业发展以及双玻组件渗透率提升快速增长。据我们测算，2027年光伏用铟将增长至5.17万吨，2023-2027年光伏领域用铟CAGR约11%，占需求比重由21%增长至27%。

图：光伏玻璃在产日熔量（吨/日）



资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

图：2027年铟各消费领域占比预测



资料来源：Wind, CPIA, EVTank, 国信证券经济研究所整理

- 一、国内经济复苏不及预期；
- 二、国外货币政策边际放缓幅度不及预期；
- 三、全球资源端供给增加超预期。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032