

有色月跟踪：资源国的觉醒，关注供给扰动

报告要点

2月有色金属多数上行，工业金属铜、铝、锡、镍均有2%左右涨幅，而锑、稀土等小金属表现亮眼，涨幅达到5%以上，后续重点关注传统需求旺季对工业金属价格的提振、各资源国的政策扰动放大价格波动。

铜加工费重回负值，冶炼减产压力增加，消费旺季铜价上涨有空间。2月份铜精矿TC再次回落至负值，铜冶炼厂亏损扩大，截至2月底中国铜现货冶炼利润-2,083元/吨，长单冶炼利润为-678元/吨。另外，从2024年11月下旬开始国内废铜贸易商已停止从美国进口废铜，2025年冷料或更为紧缺。预计3-4月份铜价仍然偏强，重点关注矿端利润随铜价上涨增厚预期，以及减产或带动冶炼环节利润回升。

氧化铝价格回落，电解铝利润继续回升。2月份中国氧化铝市场过剩11万吨，新增产能继续投产，氧化铝市场维持供需双增局面，原料端几内亚铝土矿报价回落，氧化铝价格将继续承压，带动电解铝利润回升。电解铝产能天花板已至，供给增量弹性有限，电解铝产能成为产业链核心资产，而需求端新旧动能转换，国内地产触底、海外战后重建有望拉动全球铝需求，电解铝利润或将继续回升。

资源国政策变化，供给扰动增加，关注集中度较高的金属品种。2月份各资源国开始陆续出台相关矿业政策变化，旨在提升资源变现能力，对供给端/成本端都将产生较大影响，或成为近年来的主旋律。如，刚果金禁止钴矿出口4个月；菲律宾拟立法禁止镍原矿出口、印尼连续出台外汇管制和金属计价模式变化等政策组合拳；缅甸税收政策变化等。重点关注供应集中在风险区域的金属品种，如镍钴锡锆等。

中国出口管制导致部分金属国内外价格“双体系”运行，内外价差值得关注。2024年8月份中国禁止锑锭出口，后又相继出台相关产品出口管制，海内外价差持续扩大，而锑进口原料多以海外价格作为基准计价，价差将导致中国原料成本抬高，全球直接面临原料低价销售中国的意愿降低，而海外又没有足够冶炼能力承接原料盈余的局面，具体直接反应在当前国内市场的原料紧缺，国内锑价大幅补涨。2月，商务部海关总署公布对钨、锑、铋、钼、铟相关物项实施出口管制的决定，同样的逻辑或在诸如此类的小金属品种上重现，关注战略金属估值回归。

风险提示： 1、全球贸易政策变化超预期，货物流通造成区域性逻辑变化；2、工业金属旺季需求不及预期。

有色金属

评级：看好

日期：2025.03.24

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：021-61102510

✉：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

分析师 李烁

登记编码：S0950524120001

☎：021-61102510

✉：lis19@wkzq.com.cn

分析师 曾俊晖

登记编码：S0950524100001

☎：021-61102510

✉：zengjh1@wkzq.com.cn

分析师 于柏寒

登记编码：S0950523120002

☎：021-61102510

✉：yubaihan@wkzq.com.cn

分析师 何能锋

登记编码：S0950524080001

☎：021-61102510

✉：henengfeng@wkzq.com.cn

行业表现

2025/3/21



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《深海银光，钛金属入海时机到未？》 (2025/3/19)
- 《减产风云再现，今年铜冶炼厂会减产吗？》 (2025/3/17)
- 《铜企五大要素变化趋势与股东回报——海外16家年报全扫描》 (2025/3/13)
- 《USGS 2024年数据洞察：产量、储量分化，聚焦关键矿产》 (2025/3/11)

内容目录

一、重点关注：资源国的觉醒，关注供给扰动	5
二、市场行情：铜冶炼减产，电解铝利润回升，小金属资源国觉醒	6
二级市场：二月有色金属板块阶段性回调，关注金三银四行情	6
1.工业金属：铜 TC 再归负值，减产压力增加；电解铝利润回升	6
铜：供给端收缩压力增加，铜价上涨可期	6
铝：电解铝利润回归	7
锡：紧平衡下的供给扰动，放大价格波动	7
镍：底部周期拥有安全边际，关注主要资源国政策变化	7
2.其他金属：供给端扰动提供金属价格弹性，锑价仍未结束	15
锑：内盘大幅拉涨，原料短缺再来袭	15
稀土：稀土产业链管理提升透明度，缅甸矿仍然缺失，稀土配置价值凸显	15
钛：企业联合控产，钛金属市场维持紧平衡	15
钴：刚果金出口熔断，价格大幅攀升	15
钨：出口管制，价格承压，内外价差有望扩大	16
三、政策变化：消费品依旧换新范围扩大，利多工业金属消费	21
商务部海关总署公布对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制的决定	21
11 部门联合发布《铜产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》	21
工业和信息化部原材料工业司起草了《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）》 《稀土产品信息追溯管理办法（暂行）（公开征求意见稿）》	22
四、重点行业及公司变化	23
印度正在赞比亚、刚果和澳大利亚勘探重要矿产	23
佤邦锡矿正式筹备复产	23
2024 年赞比亚铜产量达到 82 万吨、秘鲁降至 247 万吨	23
刚果（金）关于暂停钴出口四个月	23
菲律宾拟立法禁止原矿出口	23
美国加征铝和钢铁进口关税	24
到 2027 年 印尼镍产能将显著增长	24
智利 Codelco 铜公司目标在 2025 年生产 139.1 万吨铜	24
BHP 铜产量提升，2025 年铜指导产量 184.5-204.5 万吨	24
Nornickel 2025 年镍指导产量 20.4-21.1 万吨	24
英美资源 2025 年铜指导产量 69-75 万吨	25
风险提示	25

图表目录

图表 1：二月有色金属板块阶段性回调	6
图表 2：二级板块中金属制品涨幅最大	6
图表 3：工业金属关键指标月度变化	8
图表 4：铜价格与基差（万元/吨，元/吨）	9
图表 5：现货：中国铜冶炼厂：粗炼费 TC（美元/吨）	9

图表 6: 铜精矿冶炼盈亏 (元/吨)	9
图表 7: LME 及 Comex 铜库存 (万吨)	9
图表 8: SMM 中国电解铜社会库存 (万吨)	9
图表 9: 中国电解铜表观消费量 (万吨)	9
图表 10: 电解铜制杆周度开工率 (%)	9
图表 11: 中国电网基本建设投资完成额 (亿元)	9
图表 12: 铝土矿 CIF 价格 (美元/吨)	10
图表 13: 中国进口铝土矿 (万吨)	10
图表 14: 中国铝土矿产量处于历史低位 (万吨)	10
图表 15: 中国氧化铝产量 (万吨)	10
图表 16: 中国电解铝成本结构 (元/吨)	10
图表 17: 中国电解铝毛利跟踪 (元/吨)	10
图表 18: 中国电解铝产能接近天花板, 高开工率 (万吨)	10
图表 19: 全球铝期货库存 (万吨)	10
图表 20: 伦铝与沪铝价格 (美元/吨, 元/吨)	11
图表 21: 铅精矿 TC 处于低位 (元/吨, 美元/干吨)	11
图表 22: 中国铅精矿产量 (万金属吨)	11
图表 23: 中国铅精矿进口 (万吨)	11
图表 24: 铅产业链利润跟踪 (元/吨)	11
图表 25: 铅冶炼开工率 (%)	11
图表 25: 中国精炼铅产量同比下降 (万吨)	11
图表 26: 全球铅期货库存去库 (万吨, 万吨)	11
图表 27: 伦锌与沪锌价格 (美元/吨, 元/吨)	12
图表 28: ZN50 国产平均加工费 (元/吨)	12
图表 29: 锌产业链利润跟踪 (元/吨)	12
图表 30: 中国锌精矿产量 (万吨)	12
图表 31: 中国进口锌精矿 (万吨)	12
图表 32: 中国锌锭产量 (万吨)	12
图表 33: 中国精锌进出口 (万吨)	12
图表 34: 全球锌期货库存 (万吨, 万吨)	12
图表 35: LME 锡 cash-3M 升贴水 (美元/吨)	13
图表 36: 费城半导体指数及 LME 锡价拟合 (美元/吨)	13
图表 37: 锡精矿加工费再走低 (元/吨)	13
图表 38: 锡锭冶炼利润 (元/吨)	13
图表 39: LME 锡库存再次去库 (吨)	13
图表 40: 中国锡锭社会库暂稳 (吨)	13
图表 41: 从缅甸进口锡精矿仍处低位 (实物吨)	13
图表 42: 中国锡锭产量 (吨)	13
图表 43: NPI 较电镍贴水收窄 (万元/吨)	14
图表 44: 硫酸镍较纯镍贴水稳定 (万元/吨)	14
图表 45: 全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位 (万吨)	14
图表 46: 中国电镍产量历史同期高位 (吨)	14
图表 47: 中国&印尼镍铁产量 (万镍吨)	14
图表 48: 印尼 NPI 利润收缩 (美元/吨)	14
图表 49: 进口原料生产硫酸镍利润持续低位 (%)	14
图表 50: 中国前驱体镍需求未有明显起色 (吨)	14
图表 3: 小金属关键指标月度变化	17

图表 51: 内外价差持续扩大 (元/吨, 美元/吨)	18
图表 52: 2024 年中国锑矿进口锑矿同比+46% (吨)	18
图表 53: 2024 年山东地区从俄罗斯进口金矿+16% (吨)	18
图表 54: 中国锑锭产量 (吨)	18
图表 55: 2024 年中国氧化锑出口累计-15% (吨)	18
图表 56: 2024 年 8 月后中国锑锭无出口 (吨)	18
图表 57: 中国焦锑酸钠产量连续回落 (吨)	18
图表 58: 光伏玻璃库存开始回落 (万吨, 天)	18
图表 59: 钨价仍处于历史相对高位 (万元/吨)	19
图表 60: 仲钨酸铵行业利润及成本 (元/吨, 元/吨)	19
图表 61: 中国 APT 产量 (吨)	19
图表 62: 中国钨品出口量 (吨)	19
图表 63: 40%-45%钼精矿价格 (元/吨度)	19
图表 64: 中国钼精矿产量 (吨)	19
图表 65: 国内主流钢厂钼铁钢招量继续增加 (吨)	19
图表 66: 造船完工量(载重):全球:累计值 (万吨)	19
图表 67: 钛精矿 $TiO_2 > 47\%$ 价格阶段性回落 (元/吨)	20
图表 68: 中国钛矿净进口: 累计 (元/吨)	20
图表 69: 中国钛精矿产量 (万吨)	20
图表 70: 中国海绵钛产量 (万吨)	20
图表 71: 稀土矿价格 (万元/吨, 万元/吨)	20
图表 72: 金属氧化物价格 (万元/吨, 万元/吨)	20
图表 73: 镨钕利润测算 (万元/吨, 万元/吨)	20
图表 74: 氧化镨钕月度平衡 (吨)	20

一、重点关注：资源国的觉醒，关注供给扰动

2 月有色金属多数上行，工业金属铜、铝、锡、镍均有 2% 左右涨幅，而锑、稀土等小金属表现亮眼，涨幅达到 5% 以上，后续重点关注传统需求旺季对工业金属价格的提振、各资源国的政策扰动放大价格波动。

- **铜加工费重回负值，冶炼减产压力增加，消费旺季铜价上涨有空间**

2 月份铜精矿 TC 再次回落至负值，铜冶炼厂亏损扩大，截至 2 月底中国铜现货冶炼利润-2,083 元/吨，长单冶炼利润为-678 元/吨。另外，从 2024 年 11 月下旬开始国内废铜贸易商已停止从美国进口废铜，2025 年冷料或更为紧缺。预计 3-4 月份铜价仍然偏强，重点关注矿端利润随铜价上涨增厚预期，以及减产或带动冶炼环节利润回升。

- **氧化铝价格回落，电解铝利润继续回升**

2 月份中国氧化铝市场过剩 11 万吨，新增产能继续投产，氧化铝市场维持供需双增局面，原料端几内亚铝土矿报价回落，氧化铝价格将继续承压，带动电解铝利润回升。

电解铝产能天花板已至，供给增量弹性有限，电解铝产能成为产业链核心资产，而需求端新旧动能转换，国内地产触底、海外战后重建有望拉动全球铝需求，电解铝利润或将继续回升。

- **资源国政策变化，供给扰动增加**

2 月份各资源国开始陆续出台相关矿业政策变化，旨在提升资源变现能力，对供给端/成本端都将产生较大影响，或成为近年来的主旋律。如，刚果金禁止钴矿出口 4 个月；菲律宾拟立法禁止镍原矿出口、印尼连续出台外汇管制和金属计价模式变化等政策组合拳；缅甸税收政策变化等。重点关注供应集中在风险区域的金属品种，如镍钴锡锆等。

- **中国出口管制导致部分金属国内外价格“双体系”运行，内外价差值得关注**

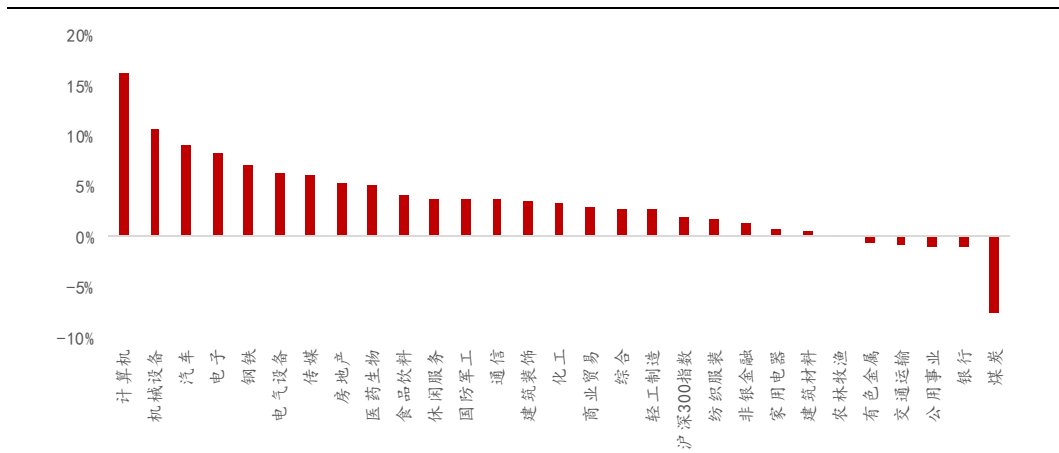
2024 年 8 月份中国禁止锑锭出口，后又相继出台相关产品出口管制，海内外价差持续扩大，而锑进口原料多以海外价格作为基准计价，价差将导致中国原料成本抬高，全球直接面临原料低价销售中国的意愿降低，而海外又没有足够冶炼能力承接原料盈余的局面，具体直接反应在当前国内市场的原料紧缺，国内锑价大幅补涨。

2 月，商务部海关总署公布对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制的决定，同样的逻辑或在诸如此类的小金属品种上重现，关注战略金属估值回归。

二、市场行情：铜冶炼减产，电解铝利润回升，小金属资源国觉醒

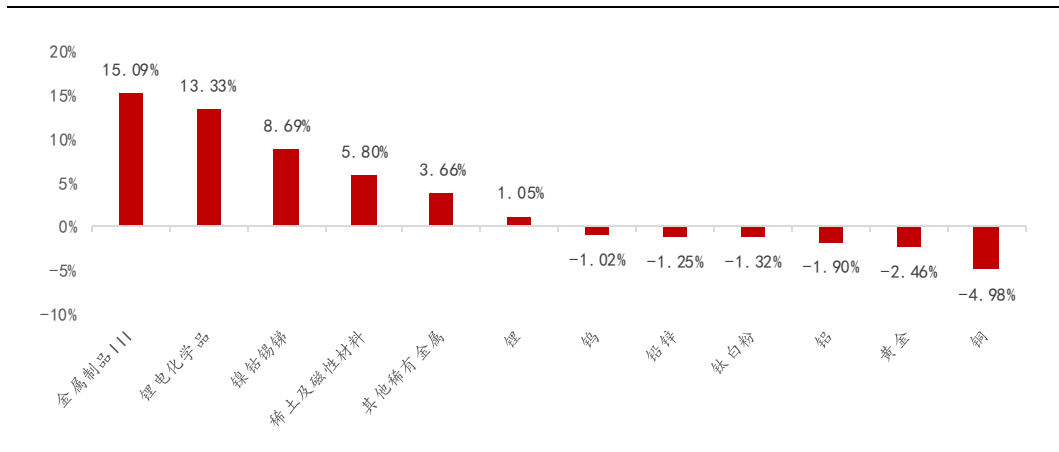
二级市场：二月有色金属板块阶段性回调，关注金三银四行情

图表 1：二月有色金属板块阶段性回调



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 2：二级板块中金属制品涨幅最大



资料来源：Wind，五矿证券研究所

1.工业金属：铜 TC 再归负值，减产压力增加；电解铝利润回升

铜：供给端收缩压力增加，铜价上涨可期

春节有色金属整体偏强，2 月份铜价涨幅 1.9%，但铜精矿 TC 再次回落至负值，铜冶炼厂亏损扩大，减产压力增加。根据 TC 测算，2 月底中国铜现货冶炼利润-2,083 元/吨，长单冶炼利润为-678 元/吨，并且 3 月份已经有冶炼厂进行减产。另外，从 2024 年 11 月下旬开始国内废铜贸易商已停止从美国进口废铜，由于美国在中国进口废铜中占比约 20%，因此 2025 年冷料或更为紧缺。

消费端，铜杆开工率从春节回升。2025 年初，国家发改委、财政部联合下发“关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知”，国补政策在继续延续的同时，实现品类覆盖的扩大，叠加金三银四行情，利多家电铜消费。

结构上，美国拟对铜进口加征 15%关税，套利交易引发库存大变动。特朗普的关税威胁迅速在市场上发酵，COMEX（芝加哥商品交易所）的期铜价格一度高出 LME（伦敦金属交易所）期铜每吨 1,300 美元，LME 亚洲仓库的铜库存急剧下降，4 天内减少了 9.3 万吨，创下了自 2013 年以来的最大跌幅。

供需偏紧叠加贸易导致流通成本增加，预计 3-4 月份铜价仍然偏强，重点关注矿端利润随铜价上涨增厚预期，以及减产或带动冶炼环节利润回升。

铝：电解铝利润回归

2 月氧化铝价格回落，月涨幅-11.5%，电解铝涨幅 2.7%，电解铝利润大幅回升，2 月底平均利润已经来到 3,000 元/吨以上。

氧化铝过剩，新增投产预期叠加矿价回落，价格仍然承压。根据安泰科统计，2 月份中国氧化铝市场过剩 11 万吨，新增和产能继续投产，山东、广西合计 200 万吨/年产线已于 2 月份投产，3 月份新增产能还有广西二期 100 万吨、魏桥新旧产能更替。原料端，几内亚铝土矿报价回落，3 月初 CIF 价格回落至 93 美元/吨。2 月份电解铝厂氧化铝库存小幅增加，预期氧化铝市场维持供需双增局面，整体偏弱运行。

电解铝产能天花板已至，2 月份开工率达到 97%。铝供给增量弹性有限，电解铝产能成为产业链核心资产，而需求端新旧动能转换，国内地产触底、海外战后重建有望拉动全球铝需求。库存方面，2 月份 LME 铝去库 6.2 万吨，SHFE 累库 5.7 万吨，合计全球电解铝显性库存处于历史低位。继续看好电解铝利润。

锡：紧平衡下的供给扰动，放大价格波动

2 月份锡价涨幅 2.8%，云南 40%锡精矿加工费维持 1.35 万元/吨低位，矿端供给扰动不断，锡精矿持续紧张。库存方面，LME 和中国锡社会库存自 2023 年底以来持续去库，处于相对历史低位。

缅甸、刚果金是锡矿供应的不稳定因素。2023 年印尼+缅甸+刚果金产量达到 13.7 万吨，占比达到 44%，属于供应风险较高的金属品种。2 月 26 日，佤邦工业矿产管理局发文《办理开采、选厂、探矿许可证的流程》，正式开始筹备复产事宜，下半年有恢复生产预期，但 30% 的实物税还将砍掉 1/3 的量进行政府累库，可供应量年内仍难以修复；刚果金东部战乱或将影响 Bisie 锡矿生产，全球可供应锡矿进一步收缩。

缅甸停产已经超预期，复产仍需时间，叠加刚果金生产不稳定，锡矿紧张局面年内难解，而需求端长期 AI 等需求贡献驱动需求增量，锡价有支撑。

镍：底部周期拥有安全边际，关注主要资源国政策变化

2 月份镍价涨幅 2.2%，印尼 NPI 利润收缩、硫酸镍冶炼盈亏平衡线附近，供需角度看仍未有明显转换，仍处于供需过剩状态，全球显性库存继续累库。但镍作为为数不多处于成本线支撑的金属品种，底部周期受整印尼政策影响大。

3 月 1 日印尼“外汇管制”与“金属产品基准价修订与新增”法规落地后，APNI 又对 PNPB（非税国家收入）提出相关调整建议，对镍生产成本将产生影响。另外，2 月初也有菲律宾计划禁止镍矿出口的消息传出。资源国对本国资源变现能力提升有诉求，对于供应集中度较高的金属品种产生较大影响，关注镍供应风险增加。

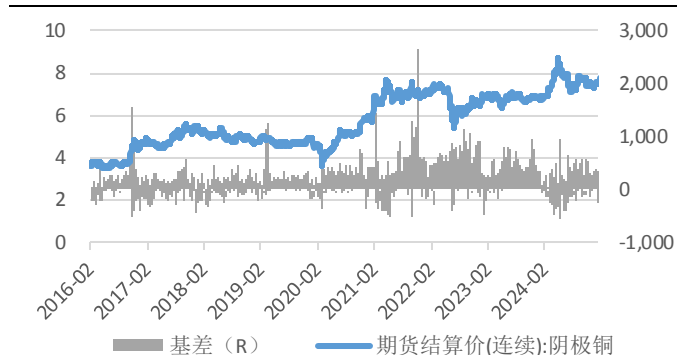
图表 3：工业金属关键指标月度变化

金属品种		名称	单位	数值	月涨幅	年涨幅/累计同比
铜	价格	沪铜期货结算价	万元/吨	7.69	1.9%	4.1%
		现货TC	美元/吨	-14.81	-24783.3%	-321.0%
		长单TC	美元/吨	23.25	-73.6%	-70.9%
	利润	铜精矿现货冶炼盈亏	元/吨	-2083	-31.4%	-54.9%
		铜精矿长单冶炼盈亏	元/吨	-678	10.7%	-134.1%
	供需	中国电解铜产量	万吨	105.8	4.4%	-44.9%
		中国电解铜表消（M-1）	万吨	#N/A	#N/A	#N/A
	库存	LME铜库存	万吨	26.21	2.3%	-3.4%
		COMEX铜库存	万吨	9.35	-4.8%	0.3%
		SHFE铜库存期货	万吨	15.76	519.2%	778.4%
铝	价格	铝土矿-澳矿CIF	美元/吨	95	15.9%	15.9%
		氧化铝	元/吨	3390	-11.5%	-39.8%
		沪铝	万元/吨	2.06	2.7%	4.2%
	利润	预焙阳极价格	元/吨	4410	3.0%	9.7%
		电解铝完全成本	万元/吨	1.69	-13.5%	-21.1%
		电解铝即时毛利	元/吨	3,660	494.0%	322.8%
	供需	氧化铝产能利用率		98.1%	-	-
		电解铝产能利用率		88.0%	-	-
		电解铝产量	万吨	339.772	-9.4%	2.7%
	库存	LME铝库存	万吨	52.12	-11.3%	-18.5%
		SHFE铝库存	万吨	23.45	33.1%	16.6%
铅	价格	沪铅价格	万元/吨	1.72	2.8%	2.4%
		Pb50国产TC	元/金属吨	650	0.0%	0.0%
	利润	铅冶炼利润	元/吨	-199.17	-321.1%	-176.6%
		规模再生铅利润	元/吨	-688	0.7%	-12.4%
	供需	中国精铅产量	万吨	45.26	-13.1%	-4.0%
		原生铅开工率		60.3%	-	-
		再生铅开工率		52.0%	-	-
	库存	LME铅库存	万吨	21.48	-3.0%	-11.9%
		SHFE铅库存	万吨	5.92	50.3%	14.2%
锌	价格	沪锌价格	万元/吨	2.35	-0.6%	-7.2%
		ZN50国产平均加工费	元/金属吨	3050	29.8%	64.9%
	利润	矿企利润测算	元/金属吨	8902	-7.5%	-24.4%
		冶炼厂利润测算	元/吨	-212	76.6%	78.7%
	供需	中国锌精矿产量	万金属吨	23.98	-4.5%	-6.2%
		中国精锌产量	万吨	48.1	-7.9%	-6.2%
	库存	LME锌库存	万吨	16.44	-9.0%	-30.0%
锡	价格	沪锡	万元/吨	25.60	2.8%	4.7%
		锡精矿加工费40%云南	元/吨	13500	0.0%	0.0%
		锡精矿加工费60%广西	元/吨	9500	0.0%	0.0%
	利润	锡锭冶炼利润	元/吨	-500	0.0%	0.0%
	供需	锡精矿进口（M-1）	万实物吨	#N/A	#N/A	#N/A
		中国精锡产量	万吨	1.41	-10.5%	10.8%
	库存	LME锡库存	万吨	0.37	-13.3%	-22.4%
镍	价格	SHFE锡期货库存	万吨	0.70	22.5%	32.6%
		沪镍收盘价	万元/吨	12.65	2.2%	1.8%
		NPI较沪镍升贴水	万元/镍吨	-2.85	2.7%	4.1%
	库存	硫酸镍较沪镍升贴水	万元/镍吨	-0.51	-134.0%	-10.1%
		LME镍库存	万吨	19.5162	13.1%	20.1%
		中国社会库存	万吨	4.55	10.1%	10.4%
	利润	全球显性库存	万吨	24.62	12.3%	18.1%
		中国NPI冶炼利润	元/镍	73.58	542.1%	795.1%
		中国MHP生产硫酸镍冶炼利润	元/吨	562	-14.6%	-38.9%
	供给	中国电镍产量	万吨	2.83	-5.7%	16.9%
		中国硫酸镍产量	万镍吨	2.39	-8.2%	-18.1%
		中国+印尼NPI产量	万镍吨	16.26	-7.5%	16.5%
	需求	中国300系不锈钢产量	万吨	163	1.2%	9.1%
		中国三元前驱体产量	万吨	5.79	-14.0%	-9.5%

资料来源：Wind, SMM, Mysteel, 五矿证券研究所

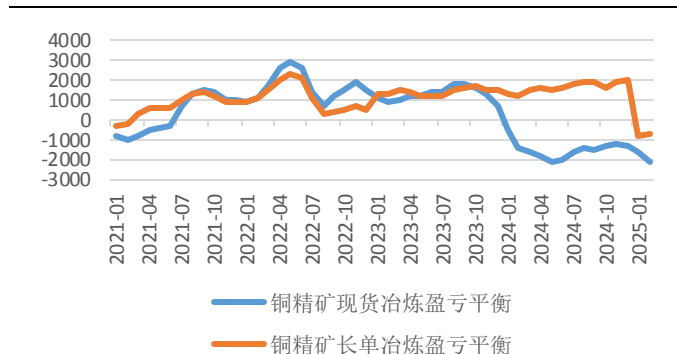
铜：现货 TC 继续走弱，铜精矿冶炼亏损扩大

图表 4：铜价格与基差（万元/吨，元/吨）



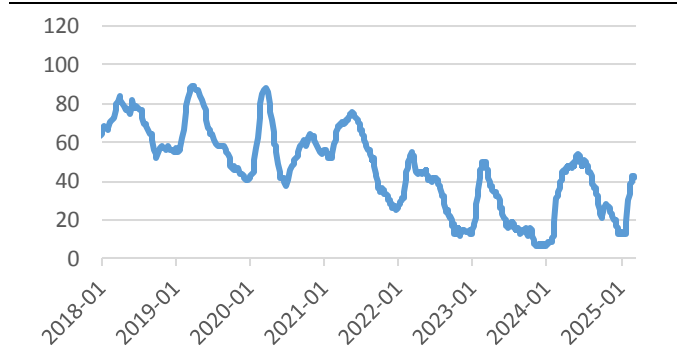
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 6：铜精矿冶炼盈亏（元/吨）



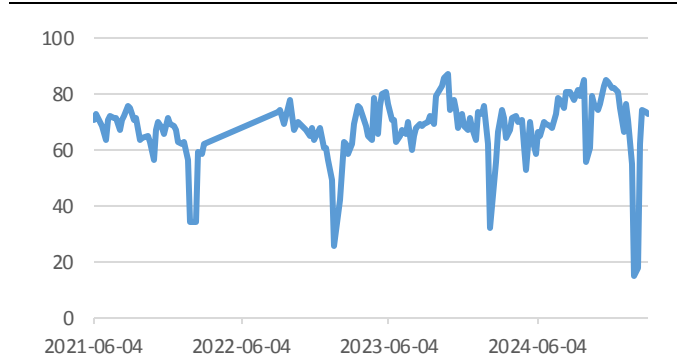
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 8：SMM 中国电解铜社会库存（万吨）



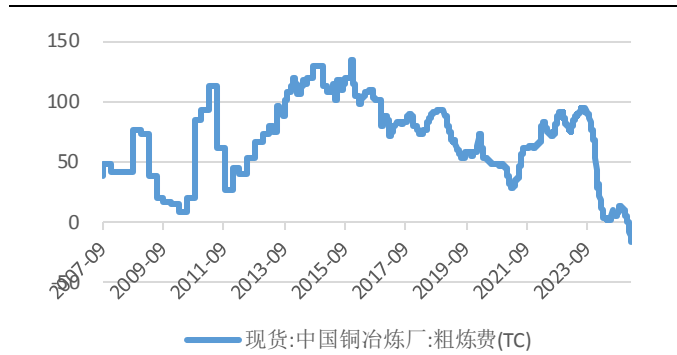
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 10：电解铜制杆周度开工率（%）



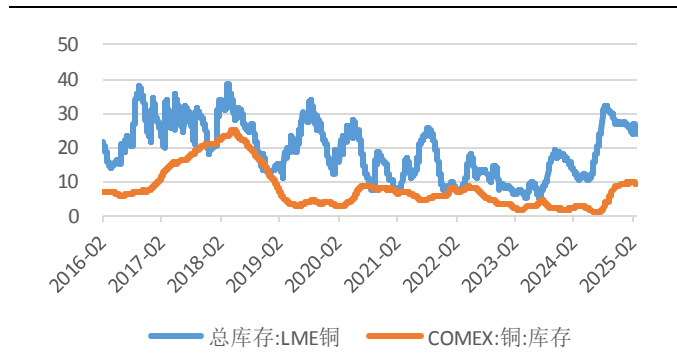
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 5：现货:中国铜冶炼厂:粗炼费 TC（美元/吨）



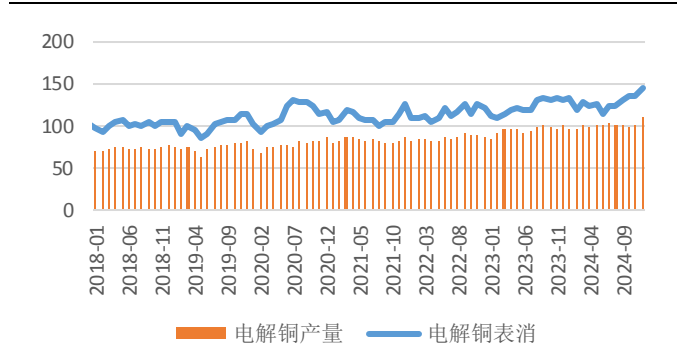
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 7：LME 及 Comex 铜库存（万吨）



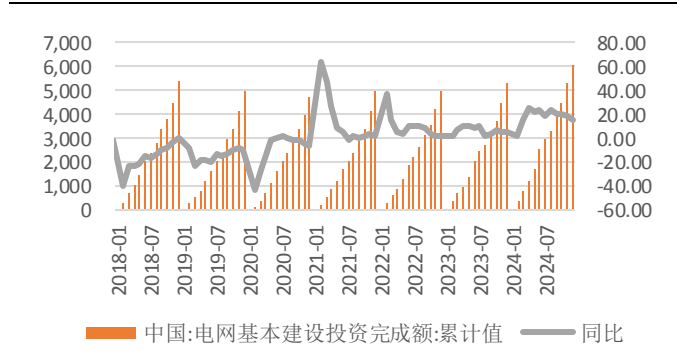
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 9：中国电解铜表观消费量（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

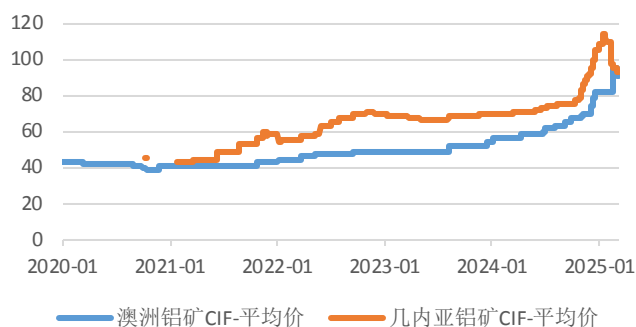
图表 11：中国电网基本建设投资完成额（亿元）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

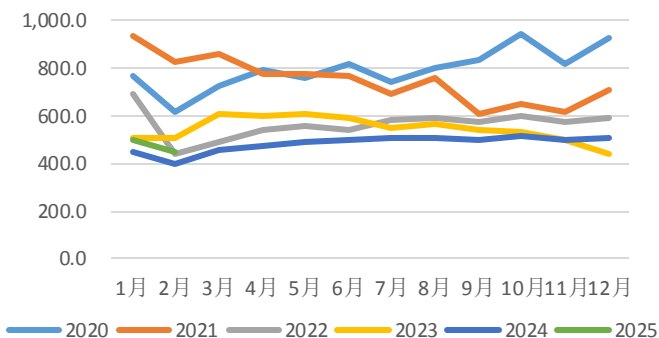
铝：氧化铝价格回落，电解铝利润回升，电解铝运行产能接近天花板

图表 12：铝土矿 CIF 价格（美元/吨）



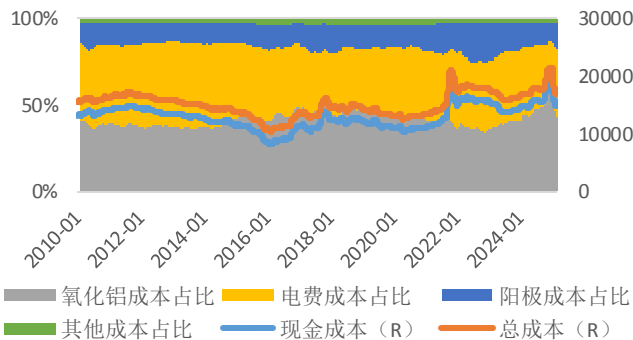
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 14：中国铝土矿产量处于历史低位（万吨）



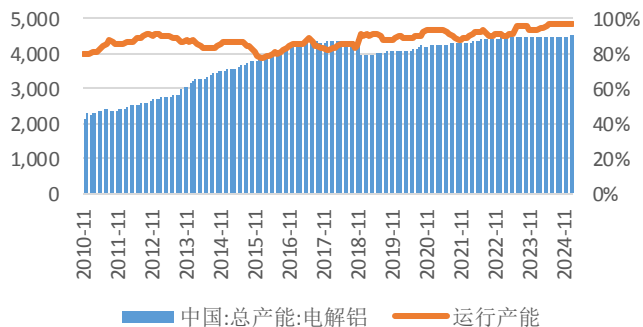
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 16：中国电解铝成本结构（元/吨）



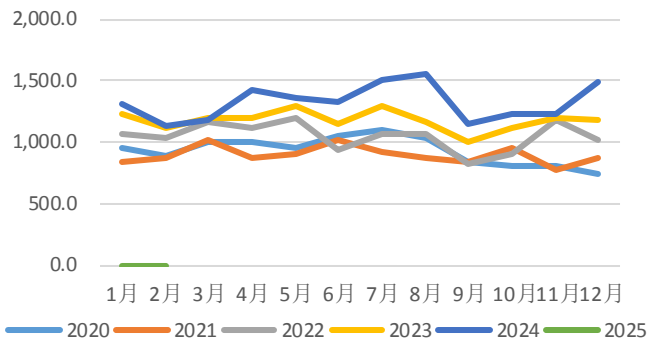
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 18：中国电解铝产能接近天花板，高开工率（万吨）



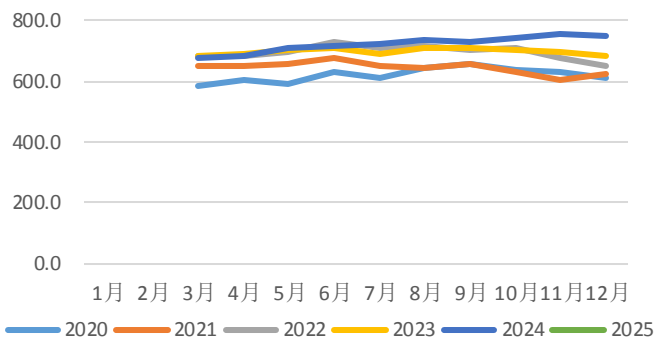
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 13：中国进口铝土矿（万吨）



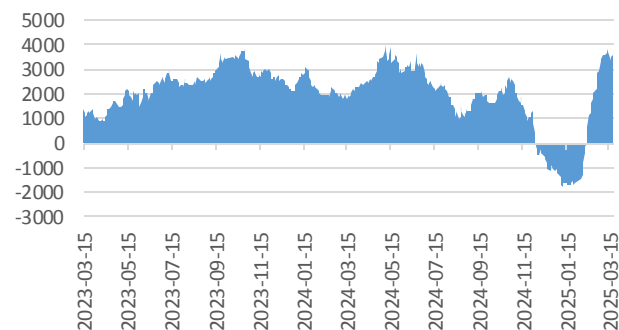
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 15：中国氧化铝产量（万吨）



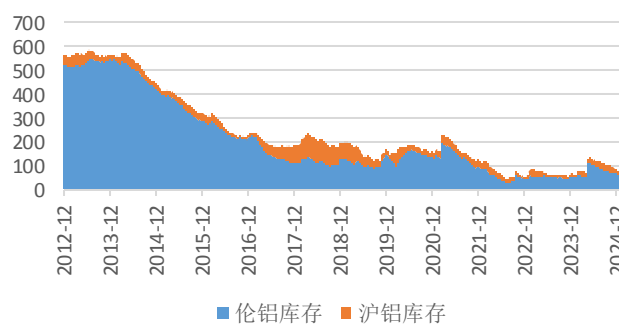
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 17：中国电解铝毛利跟踪（元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

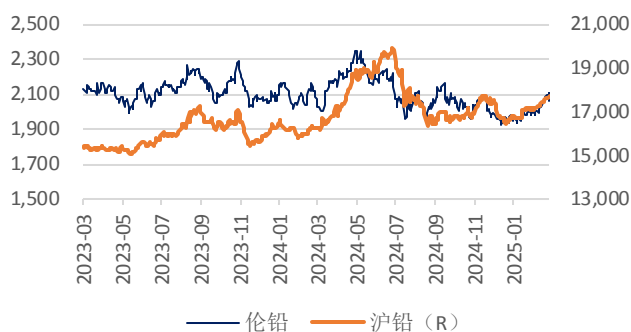
图表 19：全球铝期货库存（万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

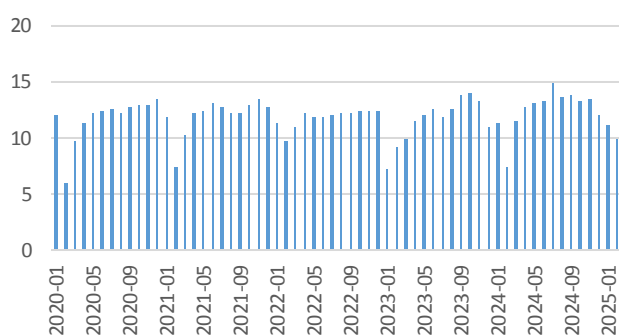
铅：再生铅开工率低位，铅精矿TC仍处低位，全球期货库存去库

图表 20：伦铅与沪铅价格（美元/吨，元/吨）



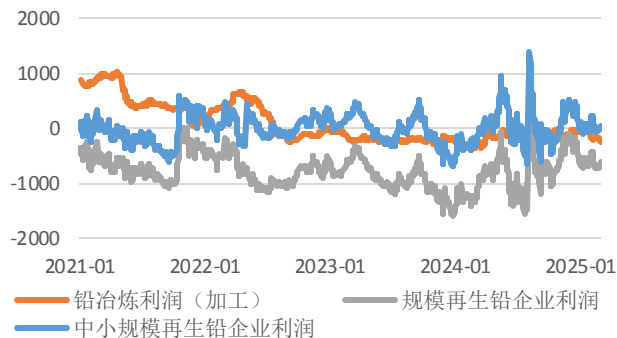
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 22：中国铅精矿产量（万金属吨）



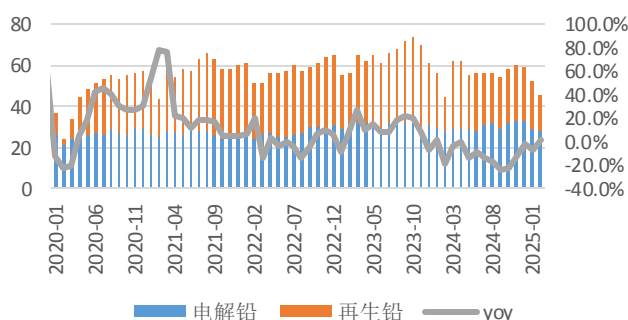
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 24：铅产业链利润跟踪（元/吨）



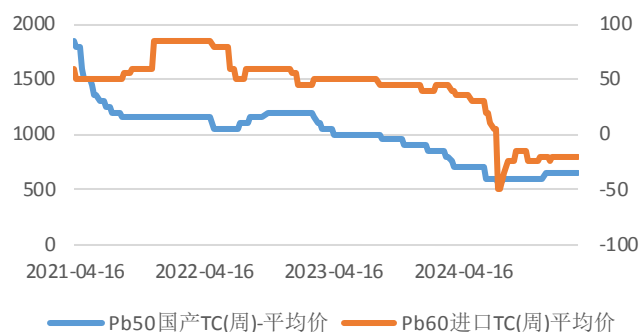
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 26：中国精炼铅产量同比下降（万吨）



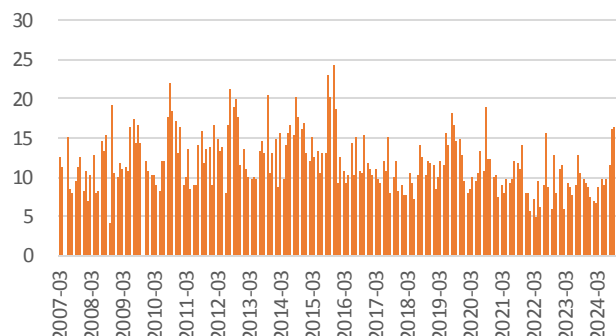
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 21：铅精矿 TC 处于低位（元/吨，美元/干吨）



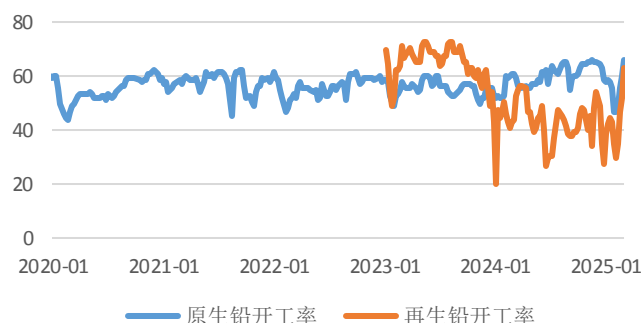
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 23：中国铅精矿进口（万吨）



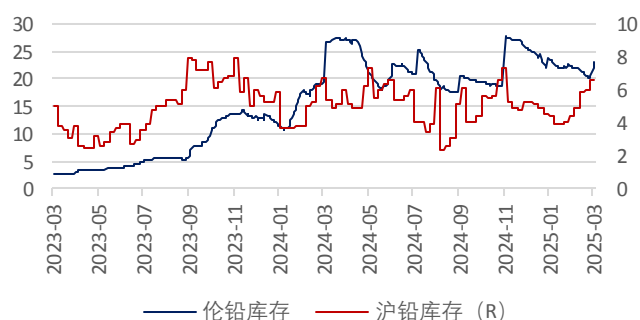
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 25：铅冶炼开工率（%）



资料来源：SMM,五矿证券研究所

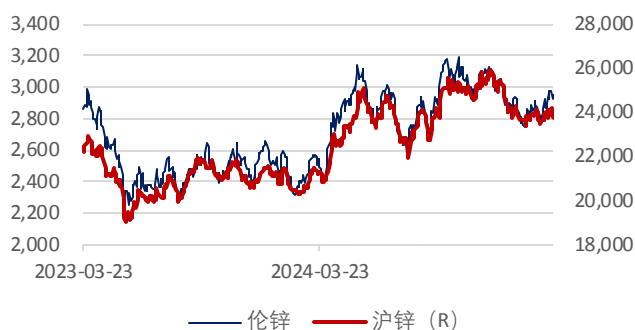
图表 27：全球铅期货库存去库（万吨，万吨）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

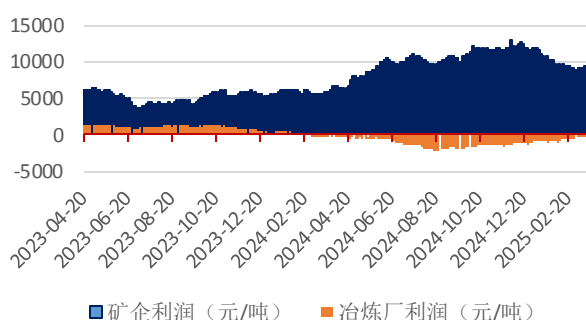
锌：加工费继续上行，矿端紧张改善；全球精锌库存去库

图表 28：伦锌与沪锌价格（美元/吨，元/吨）



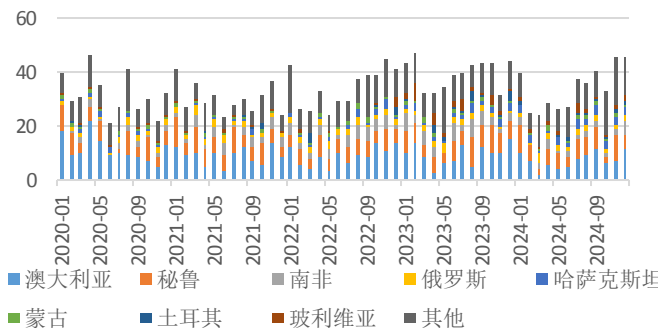
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 30：锌产业链利润跟踪（元/吨）



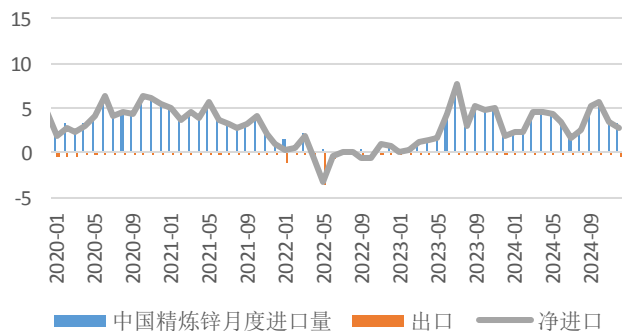
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 32：中国进口锌精矿（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 34：中国精锌进出口（万吨）



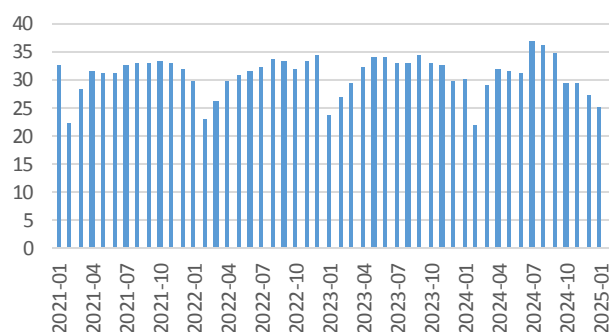
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 29：ZN50 国产平均加工费（元/吨）



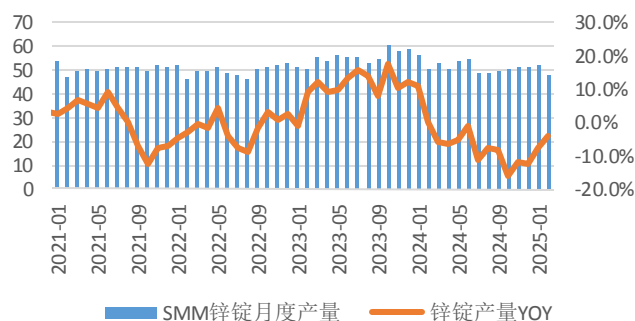
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 31：中国锌精矿产量（万吨）



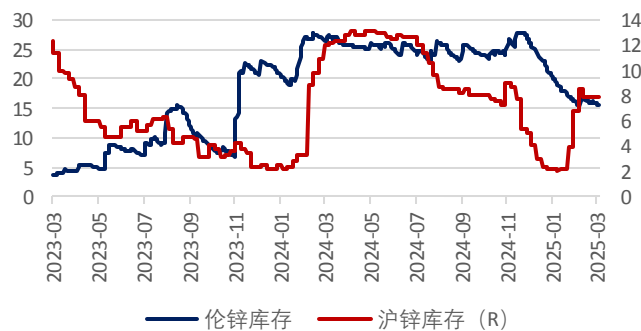
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 33：中国锌锭产量（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

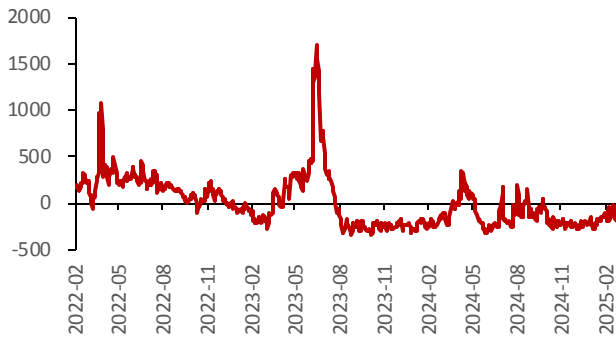
图表 35：全球锌期货库存（万吨，万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

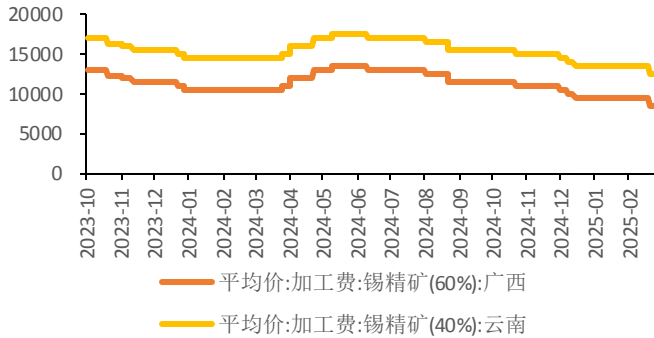
锡：矿端供给扰动，加工费再创新低，冶炼亏损

图表 36：LME 锡 cash-3M 升贴水（美元/吨）



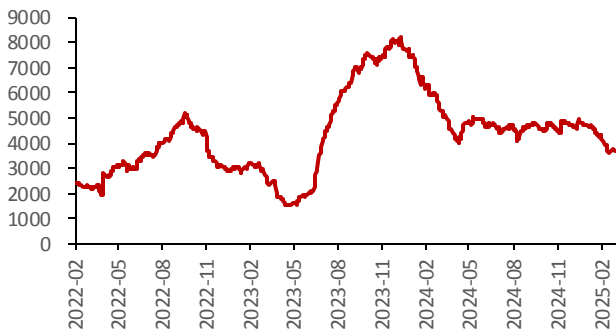
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 38：锡精矿加工费再走低（元/吨）



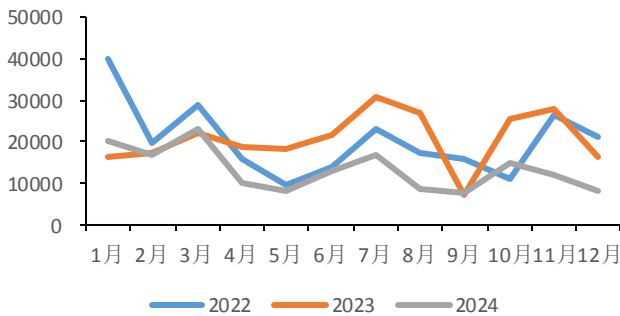
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 40：LME 锡库存再次去库（吨）



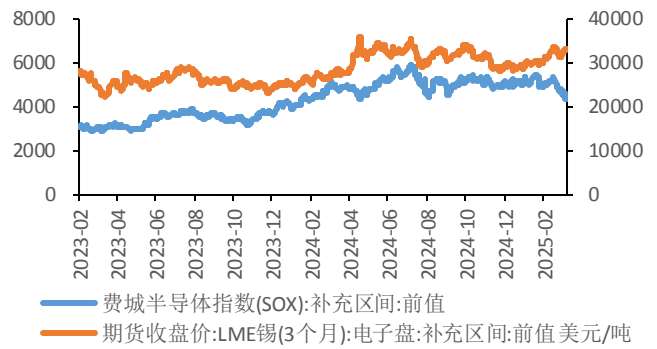
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 42：从缅甸进口锡精矿仍处低位（实物吨）



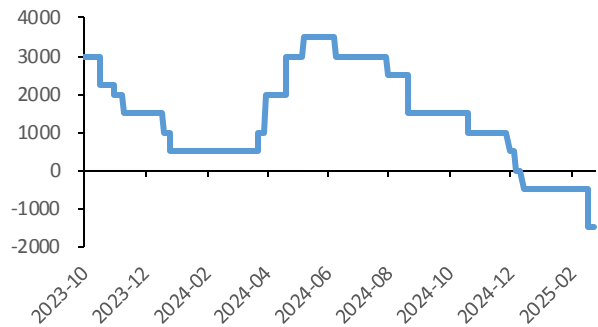
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 37：费城半导体指数及 LME 锡价拟合（美元/吨）



资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 39：锡锭冶炼利润（元/吨）



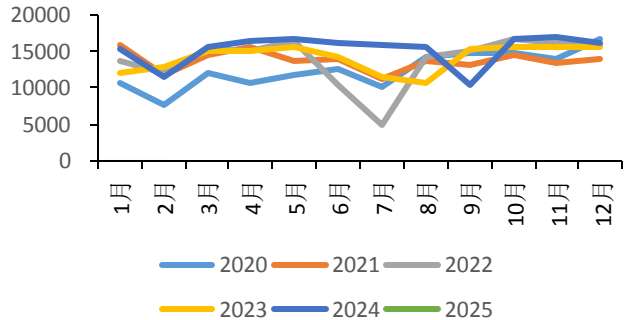
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 41：中国锡锭社会库暂稳（吨）



资料来源：iFind, 五矿证券研究所

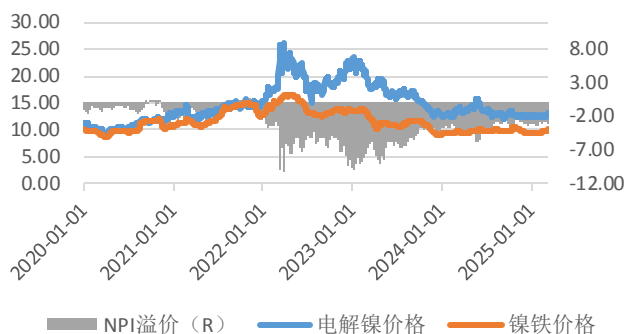
图表 43：中国锡锭产量（吨）



资料来源：SSMM, 五矿证券研究所

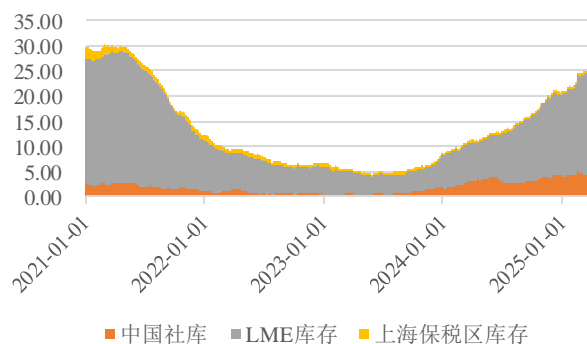
镍：电镍累库趋势不变，价格逼近印尼镍铁成本线

图表 44：NPI 较电镍贴水收窄（万元/吨）



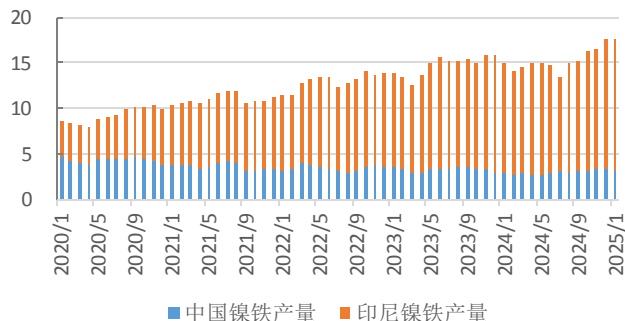
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 46：全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位（万吨）



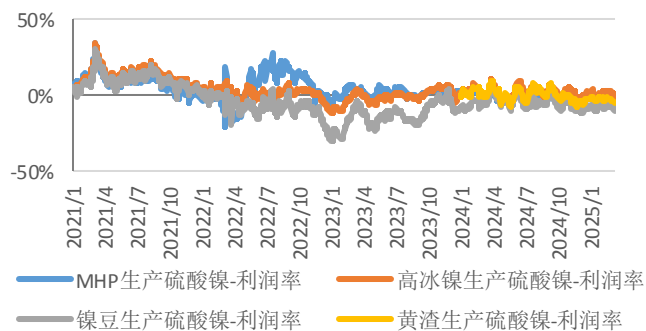
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 48：中国&印尼镍铁产量（万镍吨）



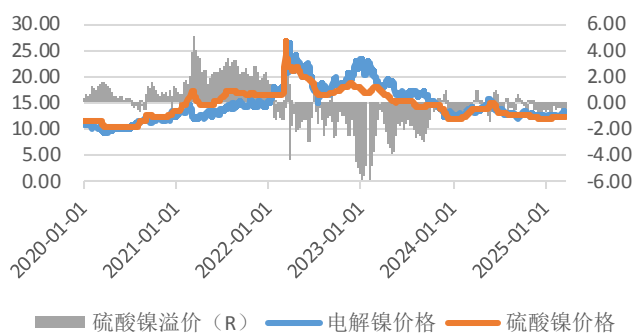
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 50：进口原料生产硫酸镍利润持续低位（%）



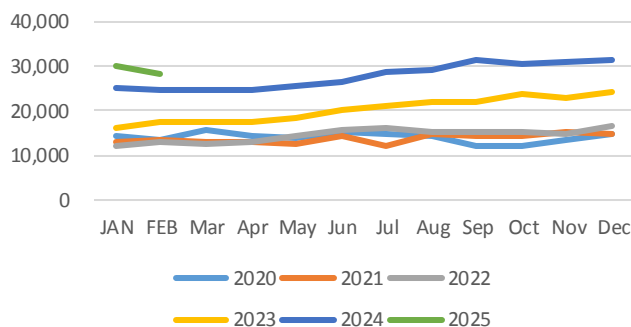
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 45：硫酸镍较纯镍贴水稳定（万元/吨）



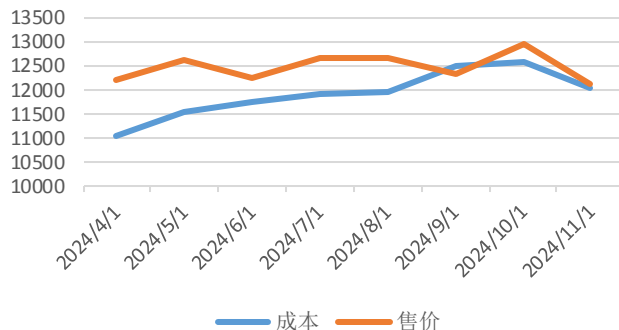
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 47：中国电镍产量历史同期高位（吨）



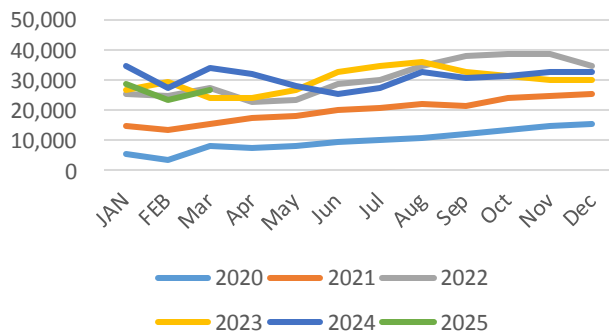
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 49：印尼 NPI 利润收缩（美元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 51：中国前驱体镍需求未有明显起色（吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

2.其他金属：供给端扰动提供金属价格弹性，锑价仍未结束

锑：内盘大幅拉涨，原料短缺再来袭

2 月海外锑价继续冲高，涨幅 21.5%；国内锑锭价格补涨，涨幅 11.3%。

内外价差大，中国进口原料难度提升。中国在全球锑冶炼拥有主导地位，但进口原料多以海外价格作为基准计价，价差将导致中国原料成本抬高，全球直接面临原料低价销售中国的意愿降低，而海外又没有足够冶炼能力承接原料盈余的局面，具体直接反应在当前国内市场的原料紧缺。

极地黄金锑矿供应将缺失，支撑价格继续上涨。极地黄金披露 2024 年报，公司全年浮选锑精矿产量含锑 1.27 万吨，而 2025 年随着富锑矿采区开采完毕，预计产量下降达到万吨。国内冶炼厂掌握着金锑分离冶炼技术，而极地黄金金锑矿是国内主要来源之一，在当前内外价差持续拉大，进口原料不足的背景下，极地黄金减产无疑将加剧国内原料紧张的局面，内盘锑价上涨基础再夯实。

稀土：稀土产业链管理提升透明度，缅甸矿仍然缺失，稀土配置价值凸显

2 月稀土价格整体偏强运行，氧化镨钕价格涨幅 6.8%，氧化铽涨幅 9.6%，氧化镱涨幅 1.9%。节后商家陆续补货，缅甸矿进口受限，加之月工信部发布征求意见稿的利好影响，下游按需询单采购，稀土价格上涨。

供应端受进口缅甸矿限制影响，中重稀土产品数量或有收紧，同时指标预期增幅有限，短期稀土价格或有稳中上涨趋势。中长期，政策强化新能源和家电景气度，需求端仍有增长。

2025 年 2 月 19 日，工信部发布《稀土管理办法（暂行）（征求意见稿）》，要求所有来源的稀土矿产品（包括国内矿、进口矿、独居石等）均纳入统一管理，进一步提升供应链透明度。这一政策的实施将影响稀土资源的流通及交易，可能对市场供给形成约束。稀土不仅是重要工业原材料，更是全球制造业竞争格局中的关键战略资源。在国际贸易摩擦加剧的背景下，稀土成为国家产业安全的重要组成部分，稀土的战略价值提升，行业配置价值凸显。

钛：企业联合控产，钛金属市场维持紧平衡

2 月中国钛矿价格基本与 1 月持平。根据钢联数据，中国钛精矿产量 60 万吨，月同比+12.4%，月环比-6.8%；钛精矿（TiO₂>47%）价格 2230 元/吨，月环比+3.7%。进口钛矿维持平稳，莫桑比克 52%钛精矿价格保持在 2700 元/吨左右。根据钛资讯，肯尼亚钛矿储量耗尽而结束开采，今年基本没有钛矿出口；越南钛矿受配额影响，今年进口矿预计将大幅减少；而尼日利亚及塞拉利昂等国家钛矿预计今年将继续大幅增量。下游钛白粉企业面临较大成本压力，对高价钛矿接受程度低。总体上钛矿供需紧平衡，预计 3-4 月价格将维稳运行。

2 月中国海绵钛持续减产，价格温和上升。根据钢联数据，海绵钛 2 月产量 2.02 万吨，同比+13.8%，环比-5.4%，相较 2024 年 7 月产量减少约 18.8%。海绵钛价格稳中趋升，1 级海绵钛 2 月均价约 4.7 万元，月环比+5.4%。根据中国有色金属报告，航空航天、国防等领域订单稳定，高端海绵钛需求维持高位。钛锭 2 月产量 1.4 万吨，环比+3%。截止 2 月底，钛锭价格小幅上升，TA1/TA2 钛锭价格为 5.45/5.55 万元/吨，TC4 钛锭价格 6.5 万元/吨，下游钛材价格维持稳定。军工订单稳定及民品需求预期复苏，在企业减产控产状态下，我们预计海绵钛紧平衡格局将在 3-4 月维持。重点关注新兴领域如 3C 电子、船舶及海洋工程用钛需求拓展。

钴：刚果金出口熔断，价格大幅攀升

2025 年 2 月 24 日，刚果民主共和国表示将暂停钴出口四个月，以控制国际市场上的供过于求。该国战略矿物市场监管管理局主席 Patrick Luabeya 称，禁止出口的措施已于 2 月 22 日

生效。2 月 21 日，总理和矿业部长签署了一项法令，允许监管机构在“影响市场稳定的情况下”采取包括禁止出口在内的临时措施。虽然对钴运输的封锁“单方面且无一例外地”适用于所有生产商，但对生产没有任何限制，因此对铜的出口应该不会产生影响。

停止出口 4 个月预计影响约 6.7 万吨可流通原料，短期价格有提振；长期，过剩趋势不改，重点关注事件引起的一些列政策接续，如出口配额等。

钨：出口管制，价格承压，内外价差有望扩大

2 月钨精矿价格回落，跌幅 1.7%。节后企业开工率增加，钨矿供应端逐步恢复，需求侧响应却显不足，且大型钨企长单价格节节下调，再加之受出口管制政策，钨矿报价松动，短期场内暂无明显利好支撑动力，但钨矿资源供应仍相对偏紧，价格波动幅度有限。利润方面，冶炼环节价格倒挂，APT 仍处于亏损。

出口管制，海外价格小幅上涨。由于出口管制政策的影响，导致国际市场钨产品供应紧张，部分产品国际价格上涨。出口许可证的申领需要一定周期，国内企业等待首批出口订单的审核进度。从之前小金属产品出口管制来看，国内外价差将逐渐扩大，但钨是中国优势金属，进口依赖度低，预计难以出现国内大幅补涨的情形。长期看，钨作为军工金属，战略地位突出，关注钨制品出口情况。

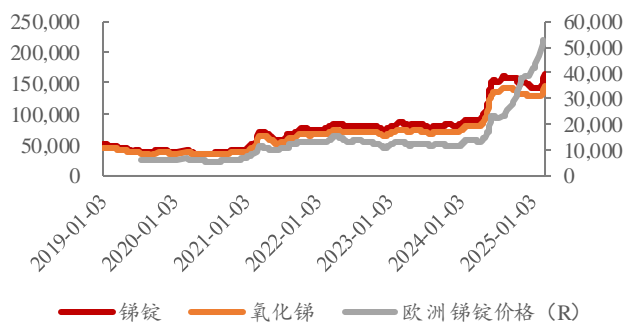
图表 52：小金属关键指标月度变化

金属品种		名称	单位	数值	月涨幅/环比	年涨幅/累计同比
锑	价格	国际现货价	美元/吨	47,245	21.5%	24.3%
		中国锑精矿 50% 均价	万元/金属吨	13.50	11.6%	11.6%
		锑锭 99.65% 国产平均价	万元/吨	15.80	11.3%	10.5%
	供需	中国锑矿进口 (M-1)	实物吨	#N/A	#N/A	#N/A
		中国锑锭产量	万吨	0.60	-7.8%	3.1%
		中国焦锑酸钠产量	万吨	0.16	-23.5%	-52.3%
钨	价格	黑钨精矿 65% 国产	万元/吨	14.25	-1.7%	0.0%
		APT	万元/吨	21.04	-1.2%	-0.1%
		钨粉	元/公斤	315	-2.3%	0.5%
		碳化钨粉	元/公斤	309	-1.0%	0.2%
	利润	仲钨酸铵平均利润	元/吨	-2,971	11.2%	-18.2%
	供需	仲钨酸铵产量	吨	11,794	21.4%	3.9%
钼	价格	钼精矿 40-50%	元/吨度	3,490	-1.7%	-2.5%
		钼铁：上海现货	万元/吨	22.91	-2.0%	-2.4%
	供需	中国钼精矿产量 M-1	万吨	2.54	-2.2%	12.0%
		中国钼铁产量 M-1	万吨	1.61	-1.1%	-2.5%
		中国主流钢厂钢招量	万吨	1.37	34.3%	5.8%
钛	价格	钛精矿 >47%：四川	元/吨	2,230	3.7%	3.7%
		2# 海绵钛	万元/吨	4.55	2.2%	4.6%
		金红石型钛白粉：硫酸法	万元/吨	1.51	2.0%	3.1%
	供需	中国钛精矿产量	万吨	60	6.8%	2.6%
		中国钛矿净进口 M-1	万实物吨	#N/A	#N/A	#N/A
		中国海绵钛产量	万吨	2.024	-5.4%	13.7%
稀土		中钇富铈矿	万元/吨	19.00	7.0%	11.8%
		氧化镨钕	万元/吨	45.40	6.8%	11.3%
		氧化铽	元/公斤	6,520	9.0%	15.2%
		氧化镱	元/公斤	1,640	1.9%	-1.2%
	利润	氧化镨钕盈利	万元/吨	6.69	11.8%	16.4%
		镨钕金属利润	万元/吨	0.27	-38.5%	-35.7%
	供需	氧化镨钕月度产量	万吨	0.79	7.3%	7.0%
		钕铁硼月度产量	万吨	1.80	20.0%	-
		钕铁硼产能利用率		64.0%	-	-
		氧化镨钕供需平衡 (M-1)	吨	0	-100.0%	-

资料来源：Wind, SMM, Mysteel, 安泰科, 亿览网, 五矿证券研究所

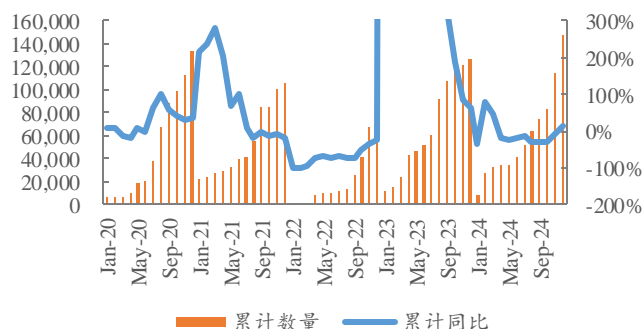
锑：原料不足导致产量下降，内盘价格大幅补涨

图表 53：内外价差持续扩大（元/吨，美元/吨）



资料来源：Wind, Argus, 五矿证券研究所

图表 55：2024 年山东地区从俄罗斯进口金矿+16%（吨）



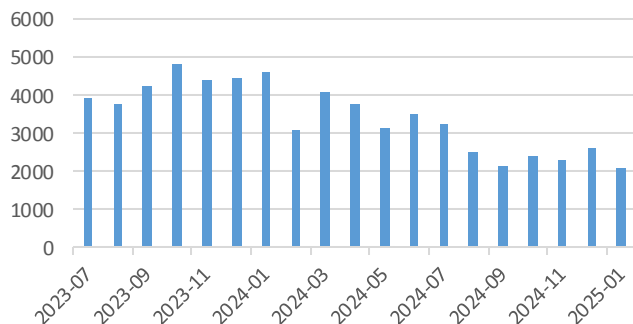
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 57：2024 年中国氧化锑出口累计-15%（吨）



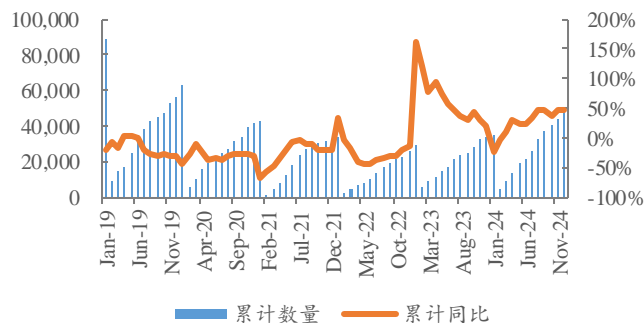
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 59：中国焦锑酸钠产量连续回落（吨）



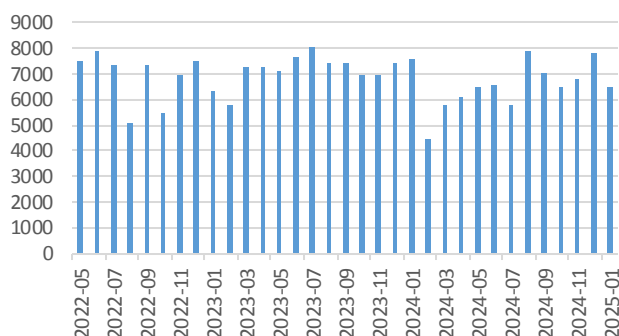
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 54：2024 年中国锑矿进口锑矿同比+46%（吨）



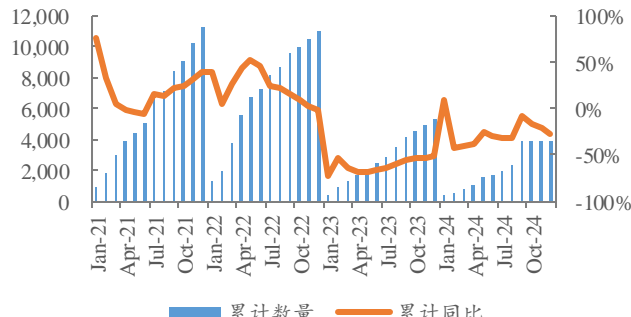
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 56：中国锑锭产量（吨）



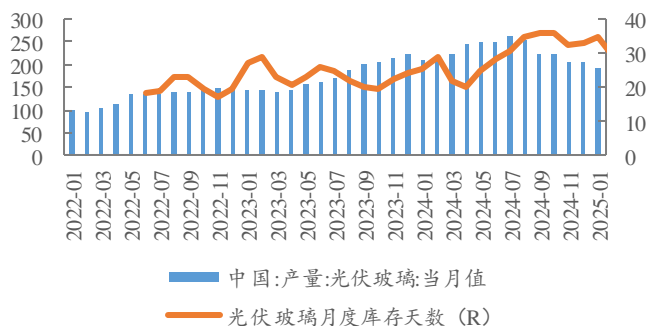
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 58：2024 年 8 月后中国锑锭无出口（吨）



资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

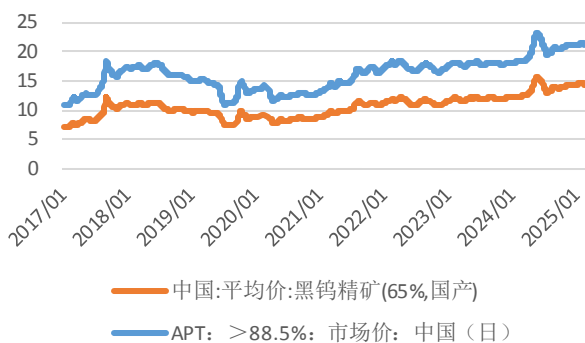
图表 60：光伏玻璃库存开始回落（万吨，天）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

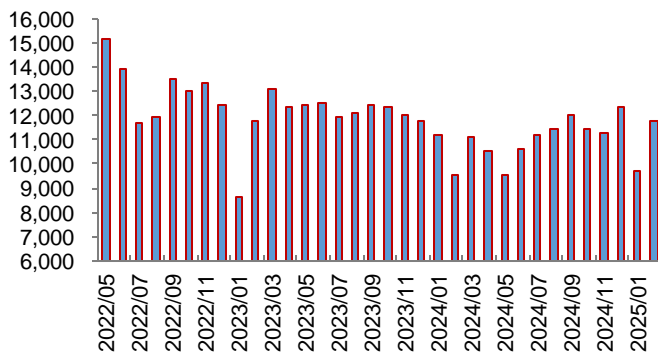
钨：钨产品出口管制，中国优势金属值得关注

图表 61：钨价仍处于历史相对高位（万元/吨）



资料来源: Wind, SMM, 五矿证券研究所

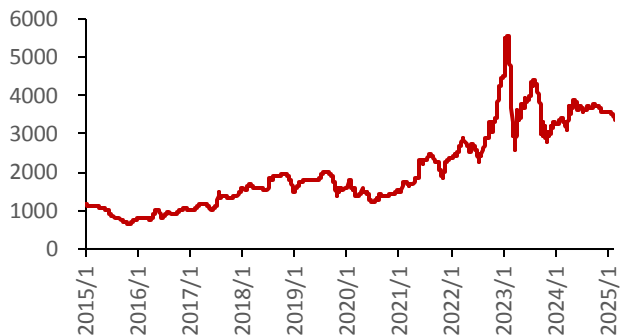
图表 63：中国 APT 产量（吨）



资料来源: SMM, 五矿证券研究所

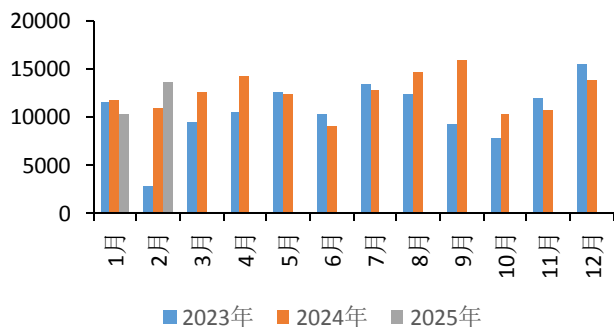
钼：供需双旺，钼铁钢招量继续提升

图表 65：40%-45%钼精矿价格（元/吨度）



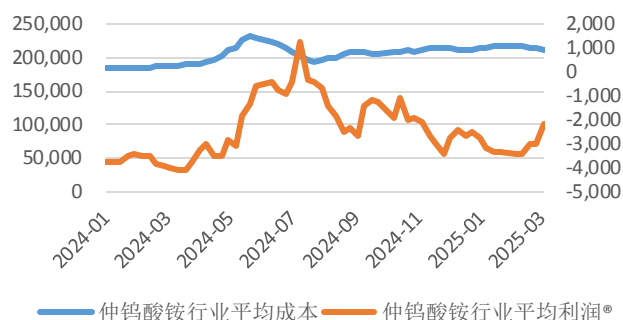
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 67：国内主流钢厂钼铁钢招量继续增加（吨）



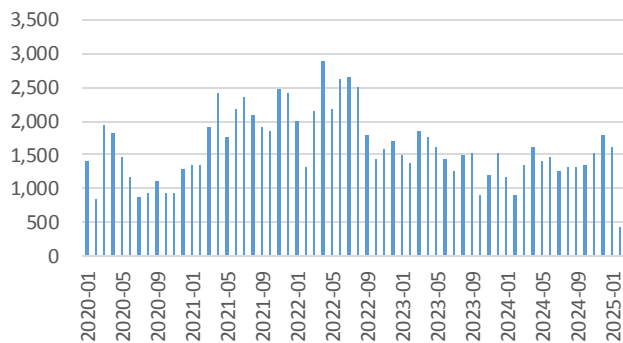
资料来源: 亿览网, 五矿证券研究所

图表 62：仲钨酸铵行业利润及成本（元/吨，元/吨）



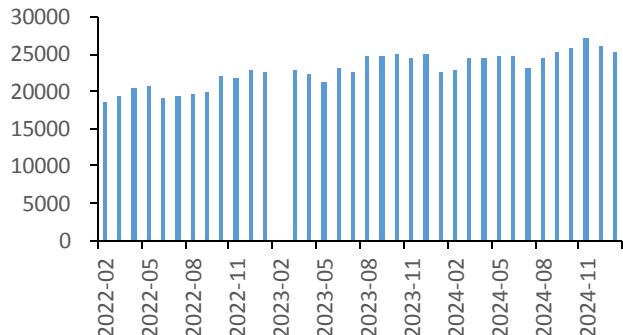
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 64：中国钨品出口量（吨）



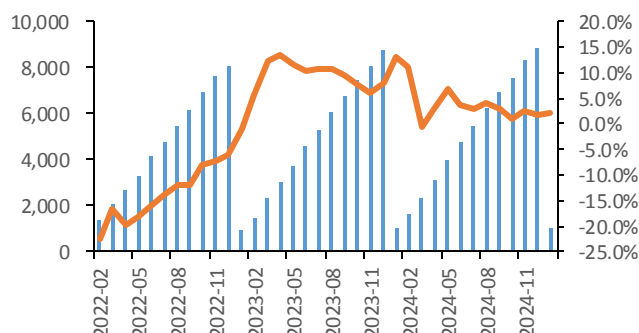
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 66：中国钼精矿产量（吨）



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

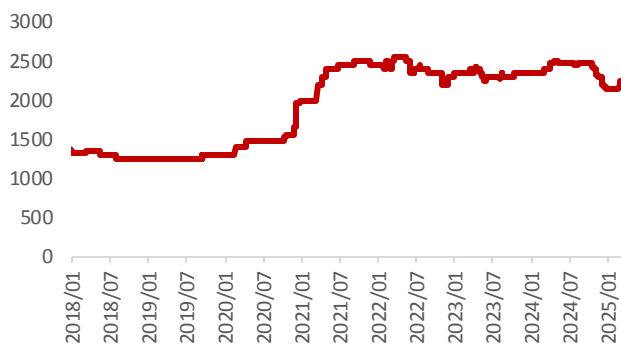
图表 68：造船完工量(载重):全球:累计值（万吨）



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

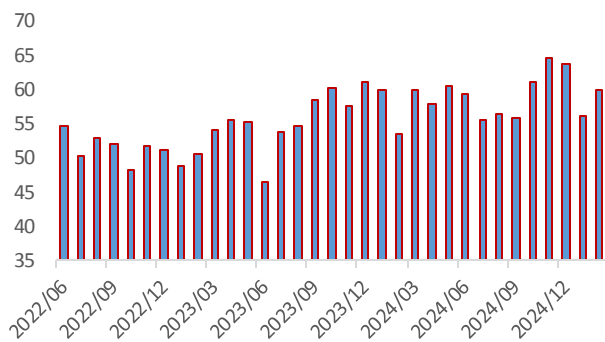
钛:

图表 69: 钛精矿 $\text{TiO}_2 > 47\%$ 价格阶段性回落 (元/吨)



资料来源: 钢联数据, 五矿证券研究所

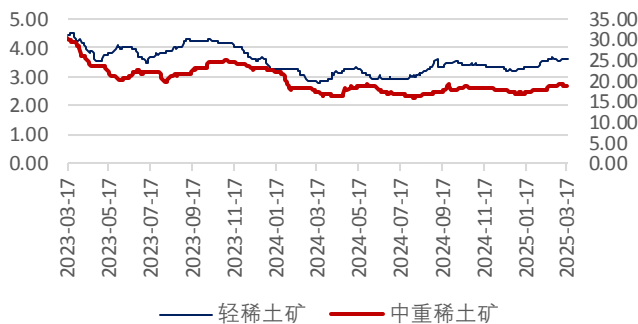
图表 71: 中国钛精矿产量 (万吨)



资料来源: 钢联数据, 五矿证券研究所

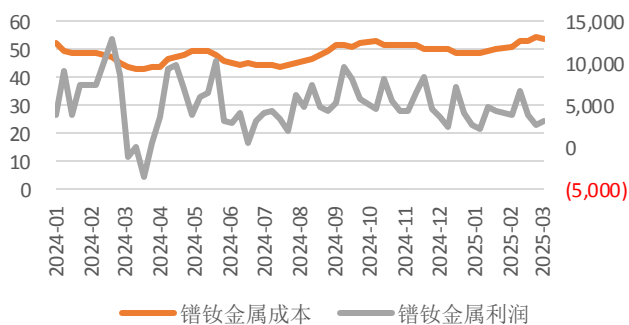
稀土: 缅甸矿山税收变化抬高成本, 价格有望触底反弹

图表 73: 稀土矿价格 (万元/吨, 万元/吨)



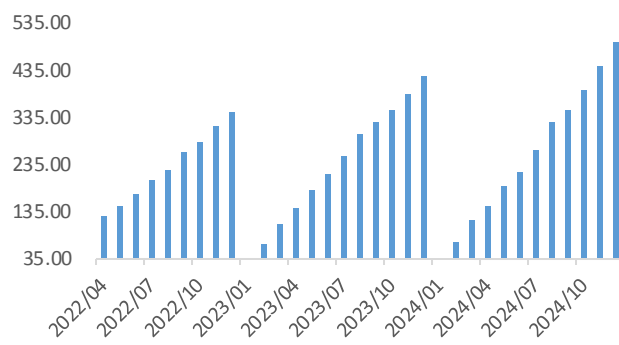
资料来源: Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 75: 镨钕利润测算 (万元/吨, 万元/吨)



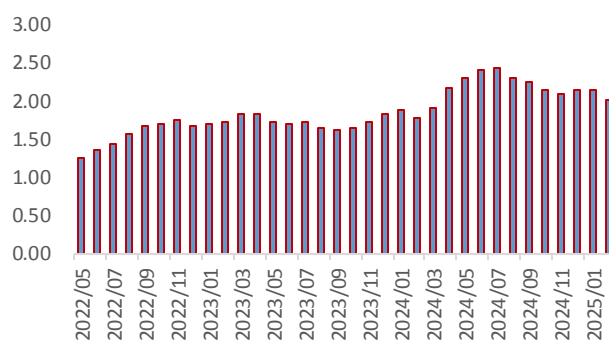
资料来源: SMM, 五矿证券研究所

图表 70: 中国钛矿净进口: 累计 (元/吨)



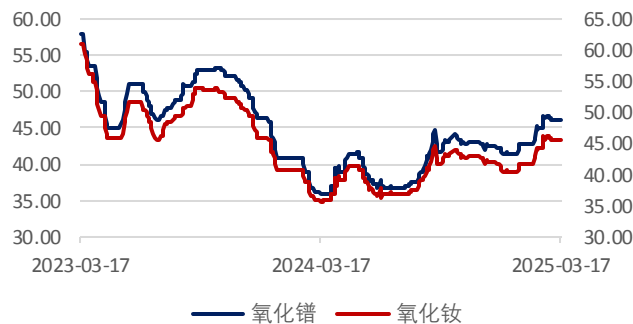
资料来源: 钢联数据, 五矿证券研究所

图表 72: 中国海绵钛产量 (万吨)



资料来源: 钢联数据, 五矿证券研究所

图表 74: 金属氧化物价格 (万元/吨, 万元/吨)



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 76: 氧化镨钕月度平衡 (吨)



资料来源: SMM, 五矿证券研究所

三、政策变化：消费品依旧换新范围扩大，利多工业金属消费

商务部海关总署公布对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制的决定

根据《中华人民共和国出口管制法》《中华人民共和国对外贸易法》《中华人民共和国海关法》《中华人民共和国两用物项出口管制条例》有关规定，为维护国家安全和利益、履行防扩散等国际义务，经国务院批准，决定对下列物项实施出口管制：

一、钨相关物项

(一) 1C117.d. 钨相关材料；(二) 1C117.c. 具有下述所有特性的固态钨；(三) 1C004 具有下述所有特性的钨镍铁合金或钨镍铜合金；(四) 1E004、1E101.b. 生产 1C004、1C117.c、1C117.d 项的技术及资料（含工艺规范、工艺参数、加工程序等）。

二、碲相关物项

(一) 6C002.a. 金属碲；(二) 6C002.b. 以下任何一种的碲化合物单晶或多晶制品（包括衬底或外延片）；(三) 6E002 生产 6C002 项的技术及资料（含工艺规范、工艺参数、加工程序等）。

三、铋相关物项

(一) 6C001.a. 非 1C229 项下管制的金属铋及制品，包括但不限于锭、块、珠、颗粒、粉末等形态。(二) 6C001.b. 锕酸铋。(三) 6C001.c. 三苯基铋。(四) 6C001.d. 三对乙氧基苯基铋。(五) 6E001 生产 6C001 项的技术及资料（包括工艺规范、工艺参数、加工程序等）。

四、钼相关物项

(一) 1C117.b. 钼粉：用于制造导弹部件的钼含量（按重量）大于等于 97%、颗粒尺寸小于等于 $50 \times 10^{-6} \text{m}$ ($50 \mu\text{m}$) 的钼及合金颗粒。(二) 1E101.b. 生产 1C117.b 项的技术及资料（含工艺规范、工艺参数、加工程序等）。

五、铟相关物项

(一) 3C004.a. 磷化铟 (二) 3C004.b. 三甲基铟 (三) 3C004.c. 三乙基铟 (四) 3E004 生产 3C004 项的技术及资料（含工艺规范、工艺参数、加工程序等）。

出口经营者出口上述物项应当依照《中华人民共和国出口管制法》《中华人民共和国两用物项出口管制条例》的相关规定向国务院商务主管部门申请许可。

11 部门联合发布《铜产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》

近日，工业和信息化部、国家发展改革委、教育部、自然资源部、生态环境部、商务部、应急管理部、国务院国资委、海关总署、中国证监会、国家矿山安监局等 11 部门联合发布《铜产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》。《实施方案》主要目标包括原材料保障、技术创新、产业升级等方面。

上游矿端方面，《实施方案》提出“2027 年，力争国内铜矿资源量增长 5%—10%”。

中游铜冶炼端有序发展，优化产业布局，强调了“新建矿铜冶炼项目需配套相应铜精矿”及“大气污染防治重点区域不再新增铜冶炼产能”。

下游加工端，《实施方案》鼓励创新，提及“高纯无氧铜、高端压延铜箔、高端引线框架材料等高性能铜合金材料”等关键技术攻关。

工业和信息化部原材料工业司起草了《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）》《稀土产品信息追溯管理办法（暂行）（公开征求意见稿）》

为贯彻落实《稀土管理条例》，有效保护和合理开发利用稀土资源，维护生态安全，促进稀土产业高质量发展，工业和信息化部原材料工业司起草了《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）》《稀土产品信息追溯管理办法（暂行）（公开征求意见稿）》。

从总量控制的角度来看，《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）》明确指出，工业和信息化部将与相关部门协作，确定并公开公布稀土开采及冶炼分离的合规企业。除了特定批准的企业外，其他组织和个人不得获得稀土开采指标，禁止开展相关生产活动。此举旨在保护稀土资源，防止过度 and 非法开采，避免资源过度消耗，并促进稀土资源的可持续利用。从前，由于监管不足，一些企业无序开采稀土，导致资源浪费和生态环境破坏。通过引入总量调控措施，可以合理规划资源开采量，确保在满足当前需求的基础上，为未来发展保留足够的资源储备。

总量调控管理办法通过限制生产主体和设定生产指标，从源头上有效遏制了非法生产，使市场上的稀土产品来源更加规范化。同时，《稀土产品信息追溯管理办法（暂行）（公开征求意见稿）》要求稀土企业建立产品流向记录制度，详细记录稀土产品的流通信息，并于每月 10 日前将相关数据录入追溯系统。此举不仅提高了稀土产品流通环节的透明度，还能在非法产品进入市场时迅速追溯其源头，从而有效打击非法交易行为，维护市场秩序，减少投机炒作，稳定稀土产品价格，促进上下游产业链的协调发展。

四、重点行业及公司变化

印度正在赞比亚、刚果和澳大利亚勘探重要矿产

印度矿业部长 V.L. Kantha Rao 周四表示，印度正探索在赞比亚、刚果和澳大利亚开采关键矿产。作为全球增长最快的主要经济体，印度希望获得锂等原材料。

Rao 称，Coal India、NMDC 以及 ONGC Videsh 等公司正在澳大利亚勘探关键矿产。赞比亚政府最近同意向印度提供 9,000 平方公里的钴和铜勘探用地，并补充说，印度也考虑在刚果和坦桑尼亚开采关键矿产。

与此同时，印度矿业部长 G Kishan Reddy 表示，该国已决定在 Jammu 和克什米尔勘探锂储量，预计到 2025 年 5 月将明确这一点。2025 年 1 月，印度批准了 1,630 亿卢比（18.8 亿美元）用于发展关键的矿产行业。

佤邦锡矿正式筹备复产

2 月 26 日，佤邦工业矿产管理局发文《办理开采、选厂、探矿许可证的流程》。从流程内容看，办理矿产许可证需要公司法人先向佤邦矿管局递交书面申请材料，办公室登记备案后将其申请材料交由测量队进行实地调查勘测，若符合办理条件和申请项目坐标范围，即向办公室提交勘测报告，再根据报告提交勘查申请表上报局领导审批，通过后进一步提交中央经济委员会批示通过后，最终办理相关手续复产。据锡业分会向业内人士了解，从复产到出矿，所需时长预计为一个月左右，而加上筹备时间，预计下半年才能出矿。

2024 年赞比亚铜产量达到 82 万吨、秘鲁降至 247 万吨

赞比亚是非洲第二大产铜国，仅次于刚果民主共和国，2024 年铜产量增长 12%，达到大约 820,670 吨，高于前一年的 732,580 吨。

巴里克黄金公司(Barrick Gold)旗下的 Lumwana 矿山提高了产量，韦丹塔资源公司(Vedanta Resources)旗下的 Konkola 铜矿(KCM)恢复了生产。最近被阿联酋国际资源控股公司收购的莫帕尼铜矿(Mopani Copper Mines)的产量也有所回升。赞比亚政府正试图在大约 10 年内将铜年产量提高到 300 万吨。

2 月 14 日消息，秘鲁矿业部周五称，该国 2024 年铜产量下降 0.7%，至 2,736,150 吨。这也是该国铜产出连续四年回升之后，首度出现年度下降。2024 年该国部分大型铜矿的产出下降，其中自由港麦克米兰旗下的 Cerro Verde 矿铜产量下降 3.7%；Antamina 矿的产量则下降 0.3%；Quellaveco 铜产量则下降 4%；Antapaccay 矿产量大幅下降 15.7%。但南方铜业公司和 Minera Las Bambas 矿的产出则分别增加 11% 和 6.4%。

刚果（金）关于暂停钴出口四个月

据新华财经方面报道，刚果（金）有关部门 2 月 24 日宣布，该国决定暂停钴出口四个月，以应对全球钴市场供应过剩的局面。据悉，刚果（金）战略矿产市场监管控制局当天发布的声明称，刚果总理和矿业部长签署了一项法令，允许监管机构采取包括禁止出口的临时措施，以防出现影响市场稳定的情况。这项措施自 2 月 22 日生效。并声明称将在三个月后进行评估，届时可能会根据情况调整或解除暂停措施。

菲律宾拟立法禁止原矿出口

菲律宾参议院领导人透露，该国国会最早可能在 6 月份批准一项禁止原矿出口的法案。投资者警告，这可能导致矿山关闭。该法案意图通过禁止原矿出口来推动采矿业下游发展。法案签署 5 年后将实施，以便矿企有时间来建设加工厂。

菲律宾国会本周开始将休会并在 6 月份复会，但是参议院议长弗朗西斯·埃斯库德罗 (Francis Escudero) 希望能有一个两院委员会同来自参众两院的成员协商审查这份法案。“我希望它能够在休会期间完成，这样我们就可以在复会时批准”，埃斯库德罗在一次简报会上说。

美国加征铝和钢铁进口关税

美国总统特朗普 2 月 10 日宣布，将对所有进口到美国的钢铁和铝征收 25% 的新关税。据报道，这项新关税将在现有金属关税基础上叠加，标志着其贸易政策改革的又一次“重大升级”。该措施于当地时间 3 月 12 日生效。

欧盟委员会 3 月 12 日发布公报说，因美国近期对从欧盟进口的钢铝产品加征不合理关税，欧盟决定对价值 260 亿欧元（约合 283 亿美元）的美国输欧商品加征反制关税。

到 2027 年 印尼镍产能将显著增长

印尼国家经济委员会成员 Septian Hario Seto 周三表示，印尼镍产能将在两年内大幅增长。Seto 表示，到 2027 年，镍生铁 (NPI) 和镍铁 (Ferronickel) 产能将从 2025 年的 209.2 万吨增至 248.7 万吨。

同期，氢氧化镍钴 (MHP) 将从 44.5 万吨增至 91.7 万吨。

智利 Codelco 铜公司目标在 2025 年生产 139.1 万吨铜

全球最大的铜生产商--智利国有矿业公司 Codelco 今年的目标是生产 139.1 万吨铜，该法令批准 2025 年预算。

文件显示，该公司正在努力将产量从 25 年低位提高，并批准了约 47.27 亿美元的投资，由 39.72 亿美元加上增值税 (VAT) 组成。在计算其预算时，Codelco 预估铜价为每磅 4.30 美元，并预期现金成本为每磅 1.98 美元，文件显示。该公司预计运营收入为 222.3 亿美元，税前净利润 31.05 亿美元。

2025 年的投资略高于该公司 2024 年投资的 46 亿美元。投资主要集中在重点矿山处理低品位矿石项目上。如果 Codelco 达到 2025 年的目标，这将标志着该公司连续第二年增产。2024 年，该公司的产量超过 2023 年的 132.5 万吨，以 132.8 万吨的产量扭转了 25 年来的低迷局面。

BHP 铜产量提升，2025 年铜指导产量 184.5-204.5 万吨

BHP 表示，受 Escondida 铜矿矿石质量提高和加工效率提高的推动，四季度铜产量增长了 17%，达到 51 万吨。2025 财年 BHP 铜指导产量维持 184.5-204.5 万吨不变。公司预计十年后全球铜短缺量将达到 1000 万吨，这推动其计划在全球最大的铜矿 Escondida 和智利的其他项目上投资至少 110 亿美元。

Nornickel 2025 年镍指导产量 20.4-21.1 万吨

全球最大的镍和钯金生产商--俄镍 (Nornickel) 表示，预计该公司 2025 年镍产量为 20.4-21.1 万吨。该公司称，其 2024 年镍产量为 20.5 万吨，较前一年减少 2%。该公司 2024 年的钯

金产量为 276.2 万盎司，同比增加 3%。

英美资源 2025 年铜指导产量 69-75 万吨

全球矿业公司英美资源集团（Anglo American）周三公布，去年铜产量下降 6%，至 77.3 万吨；第四季度铜产量下降 14%。 这家在伦敦上市的矿商预计，2025 年的铜产量将达到 69 万至 75 万吨。 英美资源集团称，铜的前瞻性产量指引保持不变，受智利铜品位提高推动，2026 年铜产量将增长至 76-82 万吨，预计 2027 年铜产量为 76-82 万吨。

风险提示

- 1、全球贸易政策变化超预期，货物流通造成区域性逻辑变化；
- 2、工业金属旺季需求不及预期。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010