

有色月跟踪：“对等关税”出台，避险情绪冲击市场

报告要点

三月有色金属行情整体呈现结构性分化。工业金属受供给扰动及传统旺季需求支撑，铜铝锡价偏强；小金属表现亮眼，锑因原料短缺和出口管制暴涨，稀土、钴受资源国政策刺激上涨，而钨、钛紧平衡运行，短期内出口受政策博弈受挫。宏观上全球贸易政策变动及资源国觉醒加大供应不确定性。美国“对等关税”出台短期内导致金属价格波动大幅加剧，进一步也将致使全球双体系供应链加速巩固及内外价差现象不断上演。

铜价受中美关税博弈、中国经济刺激政策的宏观因素，以及矿端紧缺双重驱动。3月冶炼厂加工费（TC）维持负值，亏损扩大至-2083元/吨。全球铜矿供给存在扰动，智利、秘鲁环保限产，但新能源（光伏、电网）及旺季需求支撑价格韧性。美国加征关税将导致贸易摩擦加剧，经济衰退预期升温，受避险情绪冲击铜价高位回落，但基本面给予铜价支撑。

锑价创新高，同时国内外剧烈分化。国内因环保停产（冷水江）、俄出口配额削减及国家收储推动本月锑锭99.65%价格上涨至24万元/吨，国际现货价5.95万美元/吨，折合人民币价差接近20万元/吨。光伏、军工需求放量，但高价触发下游技术替代（铈锆替代锑），风险与机遇并存，需警惕供应恢复与技术替代对涨势的冲击。

全球矿业国家有加大资源控制倾向，同时多国出台矿产资源开发鼓励政策：

(1) 印尼允许特殊条件下出口原矿，并考虑上调镍、铜等矿业特许权使用费；
(2) 刚果金暂停钴出口四个月，或延长禁令以平衡市场；(3) 中国对钨、铋等战略金属实施出口管制影响，内外价差扩大趋势延续；(4) 欧盟公布首批战略矿产项目清单，强化本土供应链以减少对华依赖；(5) 美国加征铝、钢关税，刺激贸易摩擦升级。整体看资源国的政策核心在于提升自身资源供应或变现能力，区域供应扰动或成常态。

全球矿产资源争夺加剧，国际矿企加快布局。加拿大矿企Hudbay获得Copper Mountain铜矿100%权益，目标2027年铜产能增至6万吨；沙特吸引紫金、Vedanta等参与境内矿产勘探，助力经济转型；韩蒙联合勘探蒙古稀土与锡矿；巴西发布《关键矿产投资指南》吸引外资；中国产能扩张与转型趋势也在推动地缘合作深化，中国钛企加速高端化（航空钛材月订单+35%），突破欧美高端市场认证，海外多方向布局可能对冲美国加征关税影响。基里巴斯转向中国开发深海矿产，反映出全球供应链重构背景下资源国与消费国竞合模式均升级。

有色金属

评级： 看好

日期： 2025.04.17

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

电话：021-61102510

邮箱：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

分析师 李炼

电话：021-61102510

邮箱：lis19@wkzq.com.cn

分析师 曾俊晖

登记编码：S0950524100001

电话：021-61102510

邮箱：zengjh1@wkzq.com.cn

分析师 于柏寒

登记编码：S0950523120002

电话：021-61102510

邮箱：yubaihan@wkzq.com.cn

分析师 何能锋

登记编码：S0950524080001

电话：021-61102510

邮箱：henengfeng@wkzq.com.cn

行业表现

2025/4/16



资料来源：Wind, 聚源

相关研究

- 《有色月跟踪：资源国的觉醒，关注供给扰动》(2025/3/24)
- 《刚果（金）锡矿停产，锡价中枢有望继续上移》(2025/3/20)
- 《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)

风险提示： 1、贸易摩擦超预期压制需求；2、资源国政策扰动加剧价格波动。

内容目录

一、 重点关注：“对等关税”出台，避险情绪冲击市场	5
二、 解析“对等关税”下的中国有色产业韧性	5
铜：短期基本面变化不大，受宏观面影响较大	5
锌：中美贸易规模较小，关税政策对锌行业整体影响有限	6
镍钴：美关税加码对镍/钴直接影响有限，关注在资源优势国的博弈	6
锡：直接影响有限，关注终端消费电子需求变化	6
钾：价格可能上行，行业投资进一步收缩	6
钨：中美政策聚焦不同，未来竞争聚焦终端产品	7
稀土：战略资源王牌，中期看好中重稀土价格回归	7
钛：产能优势亟待推进产品结构优化，海外市场多方向突破	7
三、 市场行情：	8
二级市场：三月有色金属板块涨幅首位，贵金属行情加持	8
1. 工业金属：宏观及政策扰动增加，关注基本面支撑作用	8
铜：宏观及政策扰动增加，基本面仍支撑铜价	8
铝：电解铝利润再升，显性库存处于低位	8
锡：紧平衡下的供给扰动叠加宏观风险，加剧价格波动	9
镍：底部周期拥有安全边际，关注主要资源国政策变化	9
2. 其他金属：行业需求分化、中政策对垒，供需面博弈激烈	17
锑：价格创历史新高，供需矛盾深化	17
稀土：轻稀土与中重稀土表现分化明显，缅甸矿仍然缺失，稀土配置价值凸显	17
钛：海绵钛产能释放，国内推进钛材产品结构优化	17
钴：价格先扬后抑，需求增长出现分化	18
钨：价格先抑后扬，出口管制致内外价差扩大、出口量锐减	18
四、 政策变化：多国出台矿产资源开发鼓励政策	23
中国 10 部门联合发布《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》	23
印尼政府将允许在不可抗力情况下出口矿产，考虑提高矿业特许权使用费	23
巴西能源矿产部发布《巴西能源转型关键矿产外国投资者指南》	23
美总统援引《国防生产法》加速本土关键矿产开发	23
加拿大政府简化基础设施和矿业项目审批	23
欧盟公布首批战略项目清单以落实《关键原材料法案》	24
五、 重点行业及公司变化	25
乌兹别克斯坦将启动 76 个稀有矿产项目	25
韩蒙加强稀有金属供应链合作，共同勘探关键矿物	25
嘉能可加大力度削减加拿大铜锌冶炼厂成本	25
基里巴斯从加拿大 TMC 公司转向中国寻求采矿合作	25
沙特向国际公司颁发采矿勘探许可证	25
坦桑尼亚宣布将与韩国合作投资石墨项目开采	25
刚果（金）考虑延长钴出口禁令期限	26
泰克资源计划向亚洲地区销售锌金属以避免美国关税	26
江西铜业全资子公司收购 SolGold Plc 约 5.24% 股权	26

Hudbay Mineral 宣布获得 Copper Mountain 铜矿 100% 所有权	26
风险提示	26

图表目录

图表 1：三月有色金属板块涨幅居首位	8
图表 2：二级板块中黄金涨幅最大	8
图表 3：工业金属关键指标月度变化	10
图表 4：铜价格与基差（万元/吨，元/吨）	11
图表 5：现货:中国铜冶炼厂:粗炼费 TC (美元/吨)	11
图表 6：铜精矿冶炼盈亏（元/吨）	11
图表 7：LME 及 Comex 铜库存（万吨）	11
图表 8：SMM 中国电解铜社会库存（万吨）	11
图表 9：中国电解铜表观消费量（万吨）	11
图表 10：电解铜制杆周度开工率（%）	11
图表 11：中国电网基本建设投资完成额（亿元）	11
图表 12：铝土矿 CIF 价格（美元/吨）	12
图表 13：中国进口铝土矿（万吨）	12
图表 14：中国铝土矿产量处于历史低位（万吨）	12
图表 15：中国氧化铝产量（万吨）	12
图表 16：中国电解铝成本结构（元/吨）	12
图表 17：中国电解铝毛利跟踪（元/吨）	12
图表 18：中国电解铝产能接近天花板，高开工率（万吨）	12
图表 19：全球铝期货库存（万吨）	12
图表 20：伦铅与沪铅价格（美元/吨，元/吨）	13
图表 21：铅精矿 TC 处于低位（元/吨，美元/干吨）	13
图表 22：中国铅精矿产量（万金属吨）	13
图表 23：中国铅精矿进口（万吨）	13
图表 24：铅产业链利润跟踪（元/吨）	13
图表 25：铅冶炼开工率（%）	13
图表 26：中国精炼铅产量同比下降（万吨）	13
图表 27：全球铅期货库存去库（万吨，万吨）	13
图表 28：伦锌与沪锌价格（美元/吨，元/吨）	14
图表 29：ZN50 国产平均加工费（元/吨）	14
图表 30：锌产业链利润跟踪（元/吨）	14
图表 31：中国锌精矿产量（万吨）	14
图表 32：中国进口锌精矿（万吨）	14
图表 33：中国锌锭产量（万吨）	14
图表 34：中国精锌进出口（万吨）	14
图表 35：全球锌期货库存（万吨，万吨）	14
图表 36：LME 锡 cash-3M 升贴水（美元/吨）	15
图表 37：费城半导体指数及 LME 锡价拟合（美元/吨）	15
图表 38：锡精矿加工费再走低（元/吨）	15
图表 39：锡锭冶炼利润（元/吨）	15
图表 40：LME 锡库存再次去库（吨）	15
图表 41：中国锡锭社会库存（吨）	15

图表 42: 从缅甸进口锡精矿仍处低位 (实物吨)	15
图表 43: 中国锡锭产量 (吨)	15
图表 44: NPI 较电镍贴水收窄 (万元/吨)	16
图表 45: 硫酸镍较纯镍贴水稳定 (万元/吨)	16
图表 46: 全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位 (万吨)	16
图表 47: 中国电镍产量历史同期高位 (吨)	16
图表 48: 中国&印尼镍铁产量 (万镍吨)	16
图表 49: 印尼 NPI 利润收窄 (美元/吨)	16
图表 50: 进口原料生产硫酸镍利润持续低位 (%)	16
图表 51: 中国前驱体镍需求未有明显起色 (吨)	16
图表 52: 小金属关键指标月度变化	19
图表 53: 内外价差持续扩大 (元/吨, 美元/吨)	20
图表 54: 2024 年中国锑矿进口锑矿同比+46% (吨)	20
图表 55: 2024 年山东地区从俄罗斯进口金矿+16% (吨)	20
图表 56: 中国锑锭产量 (吨)	20
图表 57: 2024 年中国氧化锑出口累计-15% (吨)	20
图表 58: 2024 年 8 月后中国锑锭无出口 (吨)	20
图表 59: 中国焦锑酸钠产量连续回落 (吨)	20
图表 60: 光伏玻璃库存开始回落 (万吨, 天)	20
图表 61: 钨价仍处于历史相对高位 (万元/吨)	21
图表 62: 仲钨酸铵行业利润及成本 (元/吨, 元/吨)	21
图表 63: 中国 APT 产量 (吨)	21
图表 64: 中国钨品出口量 (吨)	21
图表 65: 40%-45% 钨精矿价格 (元/吨度)	21
图表 66: 中国钼精矿产量 (吨)	21
图表 67: 国内主流钢厂钼铁钢招量继续增加 (吨)	21
图表 68: 造船完工量(载重):全球:累计值 (万吨)	21
图表 69: 钛精矿 $TiO_2 > 47\%$ 价格阶段性回落 (元/吨)	22
图表 70: 中国钛矿净进口: 累计 (元/吨)	22
图表 71: 中国钛精矿产量 (万吨)	22
图表 72: 中国海绵钛产量 (万吨)	22
图表 73: 稀土矿价格 (万元/吨, 万元/吨)	22
图表 74: 金属氧化物价格 (万元/吨, 万元/吨)	22
图表 75: 锌价利润测算 (万元/吨, 万元/吨)	22
图表 76: 氧化镨钕月度平衡 (吨)	22

一、重点关注：“对等关税”出台，避险情绪冲击市场

三月有色金属行情整体呈现结构性分化。工业金属受供给扰动及传统旺季需求支撑，铜铝锡价偏强；小金属表现亮眼，锑因原料短缺和出口管制暴涨，稀土、钴受资源国政策刺激上涨，而钨、钛紧平衡运行，短期内出口受政策、产业博弈受挫。宏观上全球贸易政策变动及资源国觉醒加大供应不确定性。美国“对等关税”出台短期内导致金属价格波动大幅加剧，进一步也将致使全球双体系供应链加速巩固及内外价差现象不断上演。

铜价受中美关税博弈、中国经济刺激政策的宏观因素，以及矿端紧缺双重驱动。冶炼厂加工费(TC)维持负值，亏损扩大至-2083元/吨。全球铜矿供给存在扰动，智利、秘鲁环保限产，但新能源(光伏、电网)及旺季需求支撑价格韧性。美国加征关税将导致贸易摩擦加剧，经济衰退预期升温，受避险情绪冲击铜价高位回落，但基本面给予铜价支撑。

锑价创出新高，国内外剧烈分化。国内因环保停产(冷水江)、俄出口配额削减及国家收储推动本月锑锭99.65%价格上涨至24万元/吨，国际现货价5.95万美元/吨，折合人民币价差接近20万元/吨。光伏、军工需求放量，但高价触发下游技术替代(铈锆替代锑)，风险与机遇并存，需警惕供应恢复与技术替代对涨势的冲击。

全球矿业国家有加大资源控制倾向，同时多国出台矿产资源开发鼓励政策：(1) 印尼允许特殊条件下出口原矿，并考虑上调镍、铜等矿业特许权使用费；(2) 刚果金暂停钴出口四个月，或延长禁令以平衡市场；(3) 中国对钨、铋等战略金属实施出口管制影响，内外价差扩大趋势延续；(4) 欧盟公布首批战略矿产项目清单，强化本土供应链以减少对华依赖；(5) 美国加征铝、钢关税，刺激贸易摩擦升级。整体看资源国的政策核心在于提升自身资源供应或变现能力，区域供应扰动或成常态。

全球矿产资源争夺加剧，国际矿企加快布局。加拿大矿企Hudbay获得Copper Mountain铜矿100%权益，目标2027年铜产能增至6万吨；沙特吸引紫金、Vedanta等参与境内矿产勘探，助力经济转型；韩蒙联合勘探蒙古稀土与锡矿；巴西发布《关键矿产投资指南》吸引外资；中国产能扩张与转型趋势也在推动地缘合作深化，中国钛企加速高端化(航空钛材月订单+35%)，突破欧美高端市场认证，海外多方向布局可能对冲美国加征关税影响。基里巴斯转向中国开发深海矿产，反映出全球供应链重构背景下资源国与消费国竞合程度均升级。

二、解析“对等关税”下的中国有色产业韧性

大宗商品的关税扰动与战略资源的产业控制，影响分为两大类，三个方面：“对等关税”将汽车及零部件、钢、铝、木材、铜等受“232”条款约束的产品排除在外，对有色金属的影响主要分为两个方向来看，第一是大宗商品；第二是中国优势小金属类。

主要影响可以总结为以下三个方面：1、宏观与流动性悲观情绪主导，本身中美贸易体量影响不大，但终端需求或受到较大冲击。2、与美国进出口占比较高的品种和企业，可能带来成本抬升、利润承压，关注后续主要国家贸易政策对海外产业链布局的选择。3、美国对中国依赖度较强的战略金属品种，可能不断上演内外价差带来价格中枢抬升，后续对产业的影响主要体现在美国与其盟友供应链的建立。

对产业的影响和初步应对方向则主要体现在以下四个方面：1、最直接影响在于短期价格大幅波动；2、全球贸易格局重塑，部分原料冲击较大，加大国内资源保障/过剩产能整合，加大加工端的话语权；3、双轨制供应链和定价或成为常态化，海外布局难度加大体现在需要综合选取区域，也一定程度带来投资成本提升；4、加大技术突破、战新产业布局和中国优势金属的产业控制力度，有效对冲经济下行风险和强化中国优势金属的反制力度。

铜：短期基本面变化不大，受宏观面影响较大

虽然本次对等关税豁免铜，短期内铜的基本面尚未发生明显变化，但铜价受宏观面影响较大。

铜价：短期，我们认为宏观预期尚未明朗，美国经济仍存在不确定性，滞胀风险仍存，而中国宏观政策预期可期；基本面方面，TC 维持低位或为常态，国内铜矿和废铜供应偏紧，基本面给予铜价支撑。中长期，随着区域制造业的重塑，给予铜价较强支撑。

基本面：美国是铜精矿、废铜的净出口国，精炼铜的净进口国；中国占据主要冶炼、加工、终端消费环节，对中国的影响体现在废铜进口和终端出口。短期，国内供给端进口美国废铜或承压，冶炼厂减产预期仍存；中国铜材直接出口至美国的量较少；终端产品或运转至东南亚进行转销，这部分或受对等关税影响更大。

锌：中美贸易规模较小，关税政策对锌行业整体影响有限

中国作为全球主要锌消费国，从美国进口的锌矿规模较小，受关税冲击有限；美国锌资源对外依存度较高，但主要进口来源为秘鲁、加拿大等国，与中国贸易关联度低。然而，镀锌板、白色家电等下游产品未被纳入关税豁免清单，相关企业在美市场份额面临挤压，海外锌消费预期趋于回落。短期来看，锌价受宏观避险情绪影响或维持震荡偏弱走势；中长期需重点关注全球矿端供应变化及下游新兴需求拉动或新材料替代进程。产业格局上，秘鲁、澳大利亚等资源大国的市场地位有望进一步巩固，全球锌供应链或将呈现区域化布局，下游产品贸易结构将有所调整。中国企业可积极开拓东南亚、中东等新兴市场，同时资源端可通过提升再生锌技术水平增强自给能力，降低地缘政治等带来的风险。

镍钴：美关税加码对镍/钴直接影响有限，关注在资源优势国的博弈

1、关税对镍钴贸易无直接影响。1) 美国镍年消费量 10-11 万吨，进口产品以电解镍为主，其中加拿大占比 52%，其次为挪威、芬兰、澳大利亚等，从中国未有直接进口。2) 美国钴进口主要从挪威、日本、马达加斯加、加拿大等国家采购。

2、需求端影响有限。1) 2024 年中国不锈钢出口 504 万吨，其中出口至美国 10.34 万吨，占比约 2.1%，关税直接影响有限，但不锈钢制品及下游终端影响相对较大。以出口制品、电器等不锈钢需求量口径测算，中国出口至全球不锈钢用量 983.6 万吨，其中出口至美国 146.8 万吨，占比 15%。2) 中国对美出口金额中机械电子类产品占比最高，关税提高的同时短期内美产业链难以重建，将抑制部分消费电子对钴的需求。

3、行业发展趋势，谨慎关注中美在资源国的博弈。美国在镍钴产业链中扮演非重要角色，产业链回流无需担心，但镍钴是其关键战略金属，警惕在中国已经形成镍钴优势的资源国（如刚果金、印尼等）的博弈，镍钴企业关注刚/印以外地区资源布局。

锡：直接影响有限，关注终端消费需求变化

1、关税对中国锡行业直接影响较小。2024 年我国进口锡矿砂及其精矿约 15.88 万实物吨（折合 5.76 万金属吨），主要来自缅甸、刚果（金）、澳大利亚等。2024 年我国全年累计出口精锡 1.72 万吨，累计进口精锡 2.16 万吨，主要来自印度尼西亚、秘鲁、马来西亚等。2024 年我国出口美国锡锭数量可忽略不计，出口锡合金不足 1 吨，占总出口量比重极小，锡材 46 吨，占锡材出口总量比重的 1.3%，出口锡制品 68 吨，占我国出口量比重的 3.8%。总体来看，我国与美国锡贸易相关度低，关税直接影响较小。

2、消费电子是锡焊料最大应用市场，关税或对消费电子需求间接造成一定冲击。锡焊料是锡主要的应用领域，电子行业占锡焊料终端需求超 8 成，美国关税或对消费电子需求造成一定影响，进而间接影响锡需求，但关税将使得我国高端锡产品迎来国产化机会，提高我国半导体锡材料自主可控能力。

钾：价格可能上行，行业投资进一步收缩

1、钾肥没有被豁免，但中美都是钾肥净进口国家，互加关税影响较小。据海关数据，2024

年我国进口氯化钾 1263 万吨，其中俄罗斯 424.4 万吨，占比 33.6%，位居第一，白俄罗斯 288.9 万吨，加拿大 232.9 万吨，老挝 207.2 万吨，分列第二到第四位。2023 年，美国钾肥进口 1170 万吨，其中 87% 来自加拿大。中国和美国都是钾肥需求大国，且都依赖于进口，关税影响较小。

2、美国对加拿大关税或导致钾肥价格上涨。加拿大是全球最大的钾肥出口国，美国是其最大进口国，若美国对加拿大商品加征关税，导致从加拿大进口钾肥成本增加，从而推高全球钾肥价格。

3、美国关税或导致全球钾肥供应链调整，行业投资减少，进而推动农产品价格上涨。钾肥行业作为全球高度集中垄断产业，美国滥加关税或使得各国加大贸易保护主义措施，贸易格局面临变化，政策不确定性增加，行业投资放缓，从而导致钾肥供给不足，而下游农产品需求相对稳定，钾肥供给受限或推动农产品价格上涨。

钨：中美政策聚焦不同，未来竞争聚焦终端产品

中美围绕钨资源的产业政策，美国意在降低对外依赖、重建关键产业节点，中国拥有钨资源优势，则瞄准转型升级、管控和技术反制。根据 USGS 统计，美国钨资源整体对外依赖度在 50% 左右，进口中 27% 来自中国。2024 年美国对华加征 301 关税钨制品税率为 25%，2025 年通过《国防生产法》资助开发加拿大 Mactung 钨矿，目标均落在保障原料、降低供应链风险。根据中国海关数据，2024 年中国出口美国份额已下降至 11%，主要为偏钨酸铵、钨粉、碳化钨等原料，高端刀具上美国则更依赖欧洲及日韩钨企。我们认为，此次美国“对等关税”将钨原料列入豁免清单，对出口实际影响小于中国出口管制政策。中美政策对垒将加速重构全球钨产业链，未来国际市场的产业竞争将更聚焦于终端钨产品。

稀土：战略资源王牌，中期看好中重稀土价格回归

稀土历来受到多种中国出口管控，本次政策是基于“关税反制”和“两用物项出口管理条例”的针对性政策。2025 年 4 月 4 日对 7 种中重稀土出口管制钐、钆、铽、镝、镥、钪、钇，且包含合金类产品、靶材、钕铁硼磁材（含镝、铽）、钐钴永磁等。本轮对等关税依然没有包括相关产品，2024 年 301 复审中首次提到到 2026 年，美国意图针对中国永磁体的关税将从 0 提高到 25%。

中国在全球稀土产业链保持优势地位，资源储量占比近 40%，产量占比近 70%，冶炼分离产能、稀土永磁产能、尤其是中重稀土占比超过 90%，中国是最大的稀土产品出口国，虽然中重稀土占中国稀土产品出口比例不高，但美国对中国稀土全品种依赖度较高超过 70%，其中中重稀土依存度超过 90%。

对价格影响来看，镨钕氧化物季度涨幅 7%，氧化铽季度涨幅达到 23.5%，短期看内外价差可能持续扩大，中期看缅甸供给、新需求拉动，预计供给总量、政策落地、地缘战略、进口扰动四重因素持续带来稀土价格中枢抬升。对全球稀土产业链影响：1) 海外稀土资源开发冶炼产能持续扩张区域化资源供应链建立需要较长时间，2) 寻找低中重稀土技术替代。

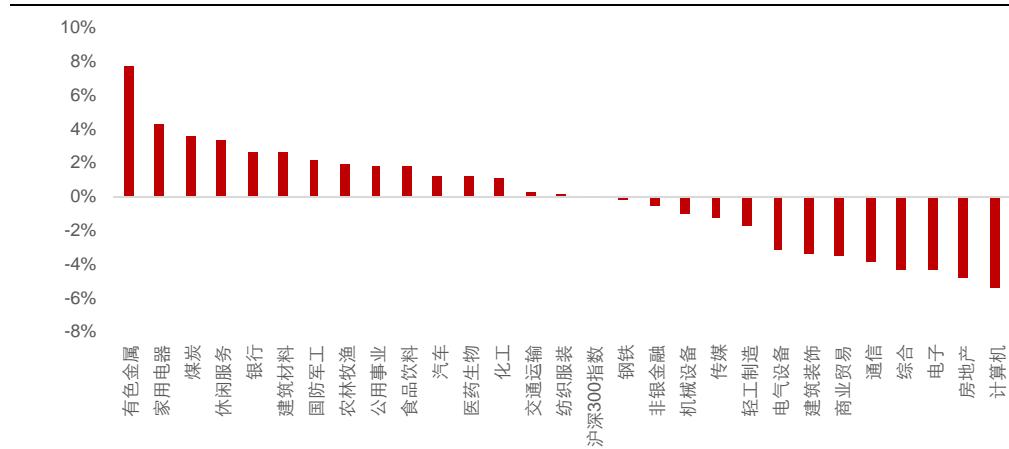
钛：产能优势亟待推进产品结构优化，海外市场多方向突破

美国商务部于 3 月 4 日起实施对中国钛材征收额外 20% 关税，使得中国钛板带、钛管材等加工品税率从 15% 提升至 35%，对美出口量骤降；海绵钛税率仍为 60%，美国从日本、哈萨克斯坦和沙特的未锻造钛关税仍为 15%。中国作为钛材产能大国，产品主要出口欧美日韩等国，关税无疑会削减价格竞争力。2025 年中国海绵钛产能释放，钛材向航天、医用等高端产品加速转型，海外俄罗斯、中东、东盟等新兴市场实现多方向突破，有望降低美对华加征关税影响。4 月美国出台“对等关税”政策，钛精矿、钛白粉、钛铁及未锻造钛被列入豁免清单，则几无影响。

三、市场行情：

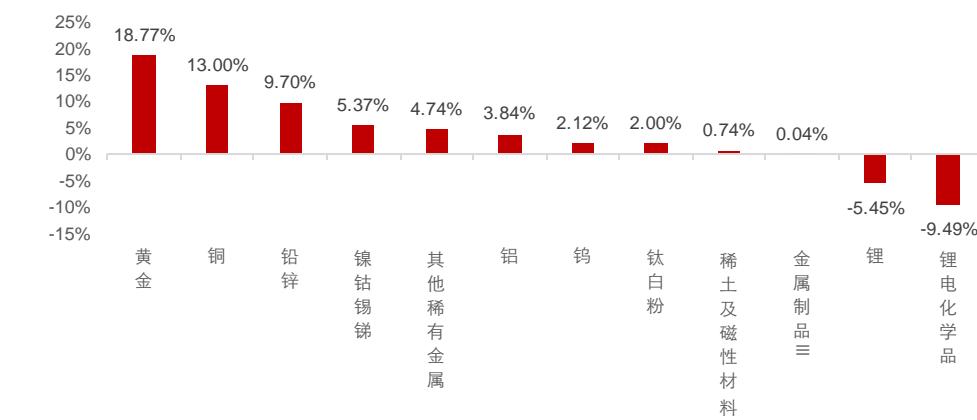
二级市场：三月有色金属板块涨幅首位，贵金属行情加持

图表 1：三月有色金属板块涨幅居首位



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 2：二级板块中黄金涨幅最大



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

1.工业金属：宏观及政策扰动增加，关注基本面支撑作用

铜：宏观及政策扰动增加，基本面仍支撑铜价

3月铜价震荡上扬，美国关税落地预期及中国经济刺激政策在其中产生积极影响。供应端持续收紧，智利、秘鲁因环保政策及矿石品位降低问题导致产量低于预期。国内冶炼厂原料紧张，铜精矿TC跌至负值，铜精矿现货冶炼利润为-2134元/吨，环比-11.8%，长单冶炼利润为-680元/吨，环比-0.3%，部分冶炼厂在3月启动设备维护。

需求端仍具韧性，新能源汽车、光伏及电网投资拉动铜消费。“金三银四”是传统旺季，行业季节性需求回升，叠加中国两会以旧换新政策发布，预期将推动空调、家电及汽车消费。3月全球制造业PMI为49.6%，环比-0.4%，经济恢复力度偏弱。同时自3月末开始，宏观及政策扰动增强，美国加征关税将导致贸易摩擦加剧，经济衰退预期升温，铜价高位回落。我们认为，TC维持低位或为常态，国内铜矿和废铜供应偏紧，基本面给予铜价支撑。

铝：电解铝利润再升，显性库存处于低位

3月氧化铝各地区现货价跌破3000元/吨，月跌幅达45.1%。铝土矿-澳矿CIF价格跌至87

美元/吨，环比-8.4%。氧化铝新增产能陆续投产放量，4月电解铝中氧化铝成本可能将继续回调，维持偏弱运行。

电解铝完全成本约1.7万元/吨（产能占比34%），环比+0.7%，主要原因在于预焙阳极价格环比大涨20.6%至5320元/吨。3月电价整体持稳，成本占比33%，随着4月丰水期到来与煤炭价格下跌，电解铝电力成本或小幅降低。辅料方面，预焙阳极原料石油焦成本存在支撑，氟化铝市场供应缩减，可能进入价格上调趋势，因此我们预计4月辅料将带动电解铝成本持续上移。

电解铝价格涨幅2.7%至2.05万元/吨，平均盈利继续上升至3700元/吨。电解铝建成产能为4542万吨/年，3月份开工率为96%，产能天花板已至。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，3月末电解铝社会库存总量80.6万吨，环比下降7.7万吨，全球显性库存处于低位。继续看好电解铝利润。

锡：紧平衡下的供给扰动叠加宏观风险，加剧价格波动

3月锡价涨幅10.1%至28.2万元/吨，年内累计涨幅达15.3%。云南40%锡精矿加工费降至1.25万元/吨，环比-7.4%，原料压力凸显。根据SMM数据，缅甸矿进口量连续多月低于3万吨实物警戒线，加工费持续下探，下游锡锭冶炼利润已至负值。印尼政府正在考虑提高矿山商支付的特许权使用费，以增加公共财政收入，可能增加锡矿成本。缅甸、刚果金是锡矿供应的不稳定因素。刚果（金）Bisie锡矿占全球锡供应6%，在暂停运营数周后，M23反政府武装退出该区域，Alphamin Resources已宣布将逐步恢复运营。但缅甸复产筹备期延长影响仍在持续，供应量年内可能难以修复。

需求端长期内受新能源汽车、消费电子与半导体、光伏等领域驱动；库存方面，LME及中国社会库存持续去库，3月LME锡库存环比减少18.1%，至3100吨，SHFE库存环比增加27.8%，至0.89万吨；中国外部生产环境不稳定，锡矿紧张局面年内难解，综合而言锡价有较强支撑。短期内还需关注宏观风险，美联储降息节奏不确定性、特朗普政策对关键矿产关税的潜在冲击，或加剧锡价波动。

镍：底部周期拥有安全边际，关注主要资源国政策变化

3月APNI发布二期镍矿内贸基准价格为15334.62美元/湿吨，环比+1.69%。本月印尼政府表示允许在特殊情况下向矿企颁发六个月有效期的矿产出口许可证，同时考虑对矿业特许权使用费进行调整，镍矿费率将从目前的10%固定费率改为14%至19%，预期会对镍生产成本将产生影响。印尼部分地区降雨导致镍矿开采效率下降、菲律宾雨季结束延迟，矿端供应偏紧，4月菲律宾雨季结束可能缓解镍矿偏紧状态。

3月镍价涨幅3.1%，存在成本支撑但需求疲软。LME镍库存上升至近20万吨，环比+2%，中国社会库存为4.74万吨，环比+2.7%，全球显性库存继续累库，精镍供给过剩格局不变。国内不锈钢社会库存高企，镍铁需求走弱，叠加贸易壁垒加剧致出口市场萎缩，整体需求受到较大压制。镍作为为数不多处于成本线支撑的金属品种，底部周期受印尼政策影响大。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	沪铜期货结算价	万元/吨	8.02	4.3%	8.7%
	现货TC	美元/吨	-24.32	-64.2%	-463.0%
	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	-2134	-11.8%
	利润	铜精矿长单冶炼盈亏	元/吨	-680	-0.3%
	供需	中国电解铜产量	万吨	112.2	6.0%
	供需	中国电解铜表消 (M-1)	万吨	128.86	1.9%
	库存	LME铜库存	万吨	21.14	-19.3%
	库存	COMEX铜库存	万吨	9.62	2.9%
	库存	SHFE铜库存期货	万吨	13.75	-12.8%
铝	铝土矿-澳矿CIF	美元/吨	87	-8.4%	6.1%
	价格	氧化铝	元/吨	3090	-8.8%
	价格	沪铝	万元/吨	2.05	-0.5%
	利润	预焙阳极价格	元/吨	5320	20.6%
	利润	电解铝完全成本	万元/吨	1.71	0.7%
	利润	电解铝即时毛利	元/吨	3,749	2.4%
	供需	氧化铝产能利用率		97.9%	-
	供需	电解铝产能利用率		85.3%	-
	供需	电解铝产量	万吨	375.48	10.6%
铅	库存	LME铅库存	万吨	46.25	-11.3%
	库存	SHFE铅库存	万吨	23.66	0.9%
	价格	沪铅价格	万元/吨	1.74	1.4%
	价格	Pb50国产TC	元/金属吨	650	0.0%
	利润	铅冶炼利润	元/吨	64.16	132.2%
	利润	规模再生铅利润	元/吨	-791	-15.0%
	供需	中国精铅产量	万吨	70.02	51.7%
	供需	原生铅开工率		62.0%	-
	供需	再生铅开工率		59.3%	-
锌	库存	LME锌库存	万吨	23.19	8.0%
	库存	SHFE锌库存	万吨	6.80	14.8%
	价格	沪锌价格	万元/吨	2.35	0.1%
	价格	ZN50国产平均加工费	元/金属吨	3400	11.5%
	利润	矿企利润测算	元/金属吨	8304	-4.7%
	利润	冶炼厂利润测算	元/吨	76	129.2%
	供需	中国锌精矿产量	万金属吨	28.48	18.8%
	供需	中国精锌产量	万吨	54.69	13.7%
	库存	LME锌库存	万吨	13.82	-15.9%
锡	库存	SHFE锌库存	万吨	7.22	-9.0%
	价格	沪锡	万元/吨	28.19	10.1%
	价格	锡精矿加工费40%云南	元/吨	12500	-7.4%
	价格	锡精矿加工费60%广西	元/吨	8500	-10.5%
	利润	锡锭冶炼利润	元/吨	-1500	-200.0%
	利润	锡精矿进口 (M-1)	万实物吨	0.87	0.0%
	供需	中国精锡产量	万吨	#N/A	#N/A
	库存	LME锡库存	万吨	0.31	-18.1%
	库存	SHFE锡期货库存	万吨	0.89	27.8%
镍	价格	沪镍收盘价	万元/吨	13.04	3.1%
	价格	NPI较沪镍升贴水	万元/镍吨	-2.74	3.9%
	价格	硫酸镍较沪镍升贴水	万元/镍吨	-0.54	-4.7%
	库存	LME镍库存	万吨	19.902	2.0%
	库存	中国社会库存	万吨	4.74	4.3%
	库存	全球显性库存	万吨	25.27	2.7%
	利润	中国NPI冶炼利润	元/镍	0.00	-100.0%
	利润	中国MHP生产硫酸镍冶炼利润	元/吨	0	-100.0%
	供给	中国电镍产量	万吨	3.42	20.8%
需求	供给	中国硫酸镍产量	万镍吨	2.60	9.1%
	需求	中国+印尼NPI产量	万镍吨	16.70	4.8%
	需求	中国300系不锈钢产量	万吨	196	20.2%
	需求	中国三元前驱体产量	万吨	6.94	19.8%

资料来源：Wind, SMM, My steel, 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）



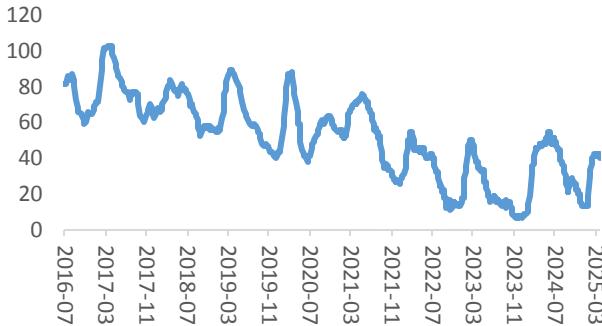
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

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）



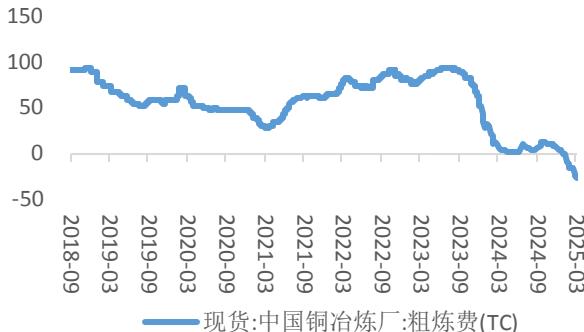
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表10：电解铜制杆周度开工率（%）



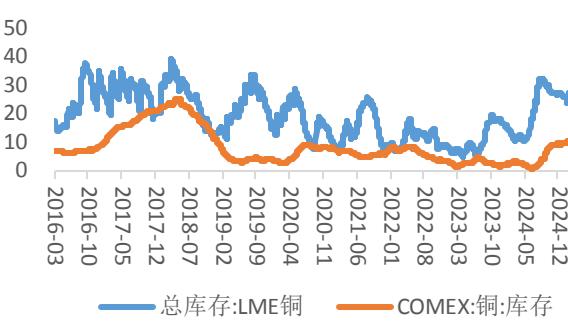
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表5：现货:中国铜冶炼厂:粗炼费TC (美元/吨)



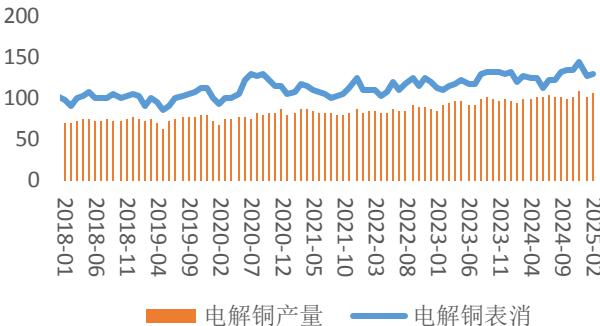
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

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

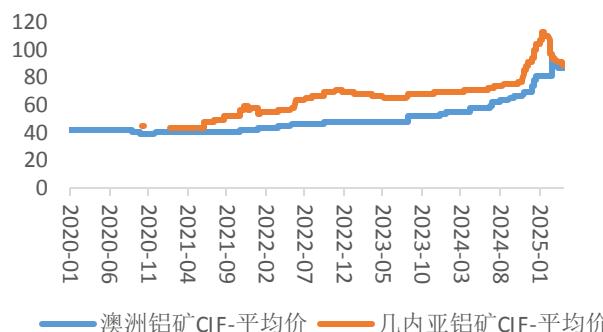
图表11：中国电网基本建设投资完成额（亿元）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

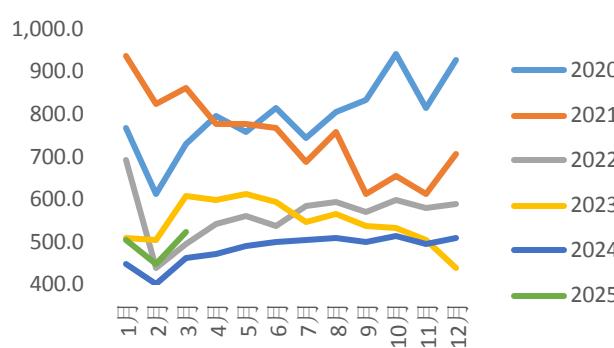
铝：氧化铝价格回落，电解铝利润回升，电解铝运行产能接近天花板

图表 12：铝土矿 CIF 价格（美元/吨）



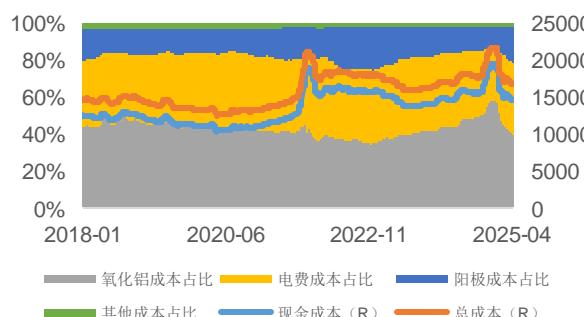
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 14：中国铝土矿产量处于历史低位（万吨）



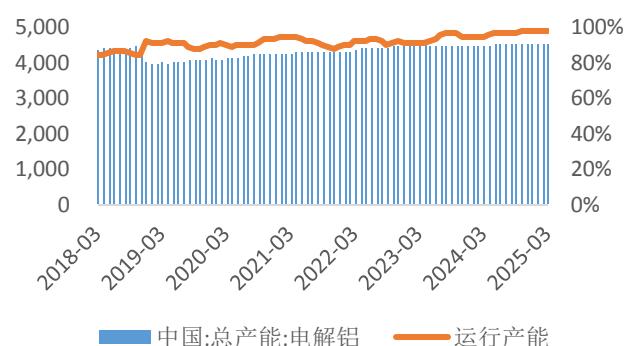
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 16：中国电解铝成本结构（元/吨）



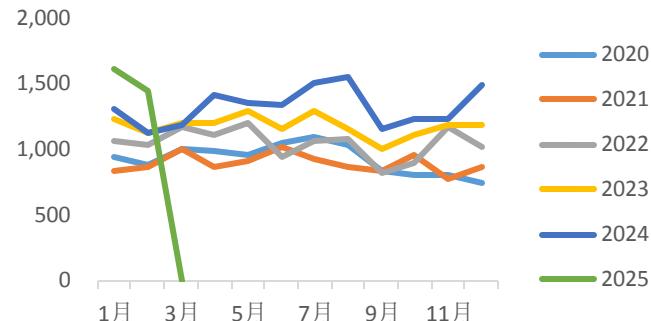
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 18：中国电解铝产能接近天花板，高开工率（万吨）



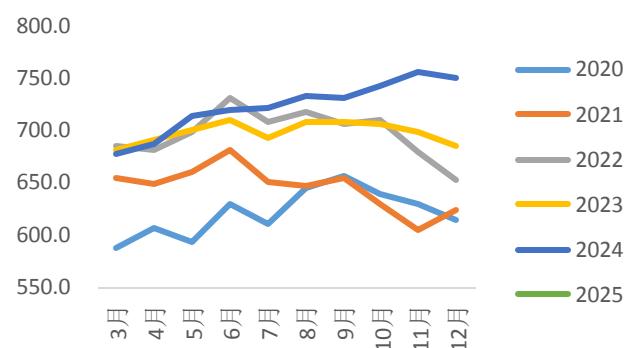
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

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）



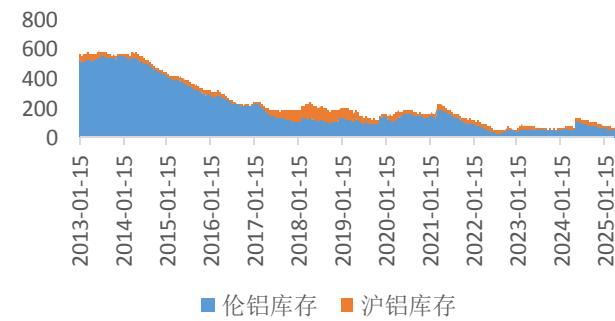
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

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

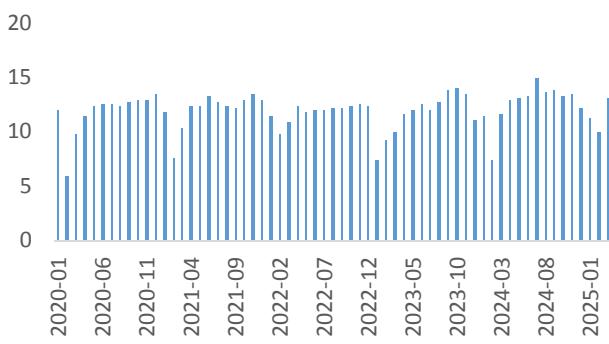
铅：再生铅开工率低位，铅精矿TC仍处低位，全球期货库存去库

图表 20：伦铅与沪铅价格（美元/吨，元/吨）



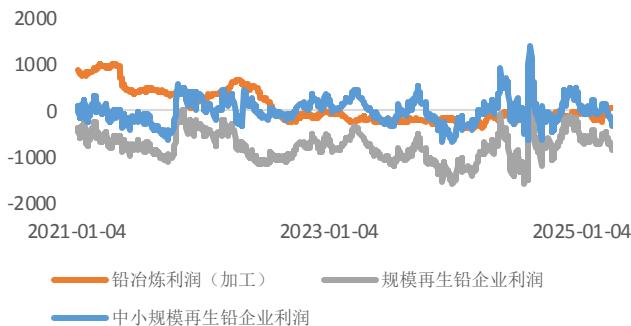
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

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）



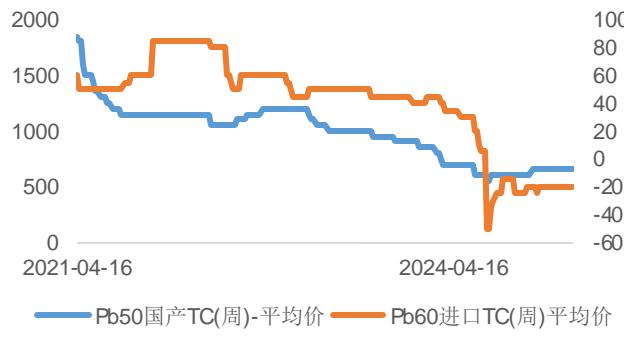
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 26：中国精炼铅产量同比下降（万吨）



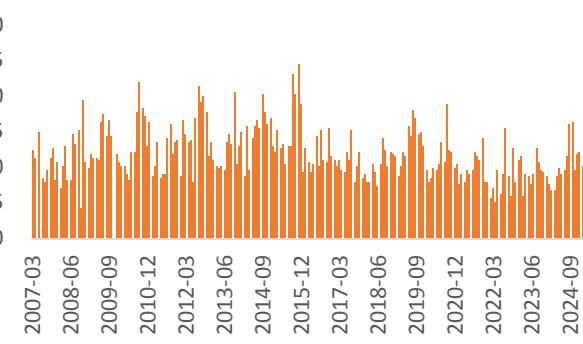
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 21：铅精矿 TC 处于低位（元/吨，美元/千吨）



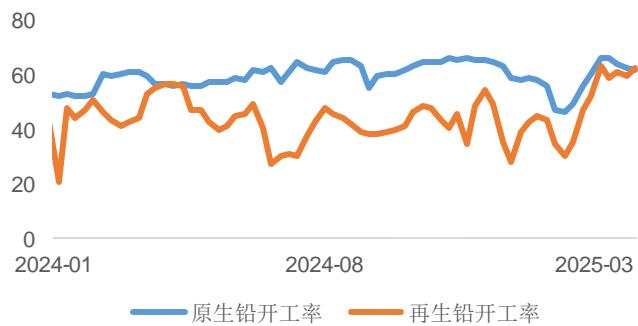
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

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

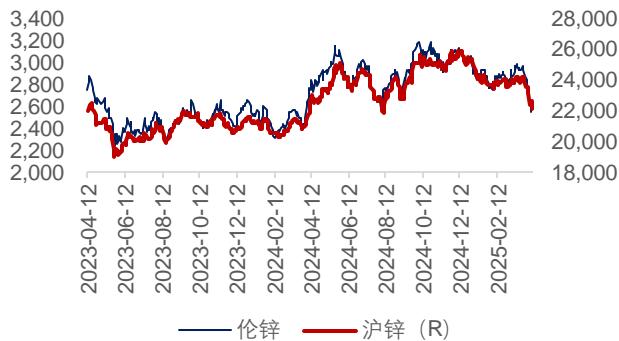
图表 27：全球铅期货库存去库（万吨，万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

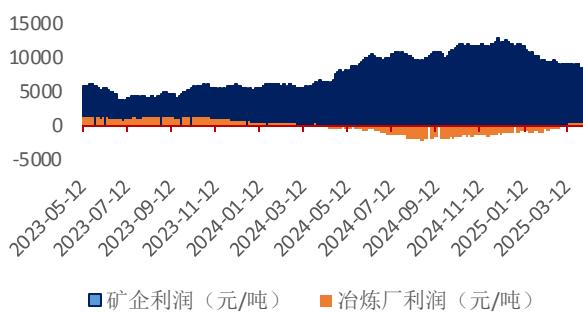
锌：加工费继续上行，矿端紧张改善；全球精锌库存去库

图表 28：伦锌与沪锌价格（美元/吨，元/吨）



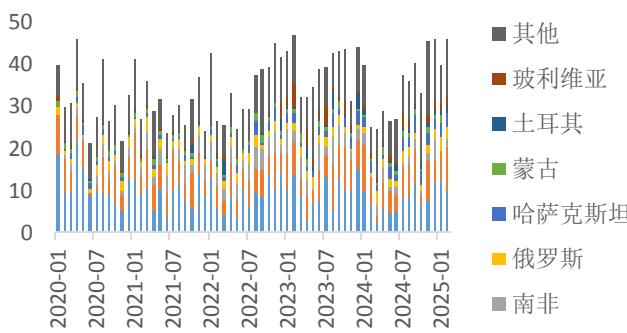
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 30：锌产业链利润跟踪（元/吨）



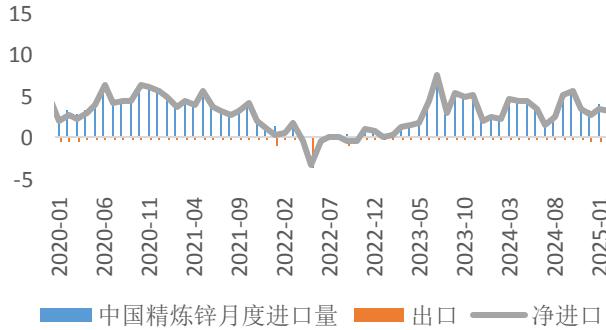
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

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）



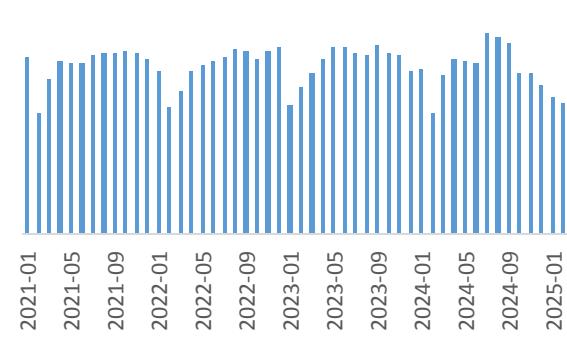
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 29：ZN50 国产平均加工费（元/吨）



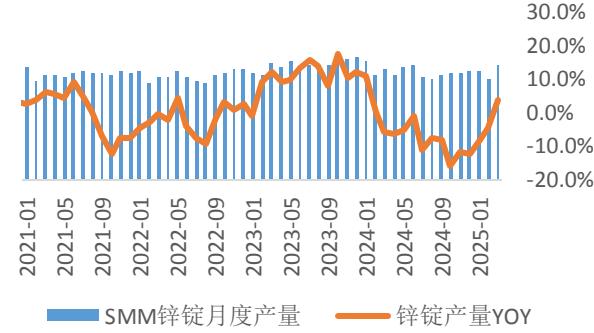
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 31：中国锌精矿产量（万吨）



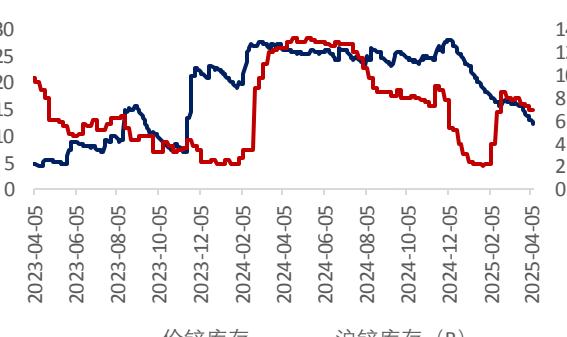
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 33：中国锌锭产量（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

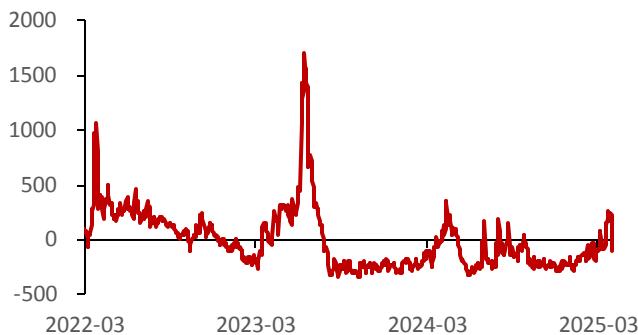
图表 35：全球锌期货库存（万吨，万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

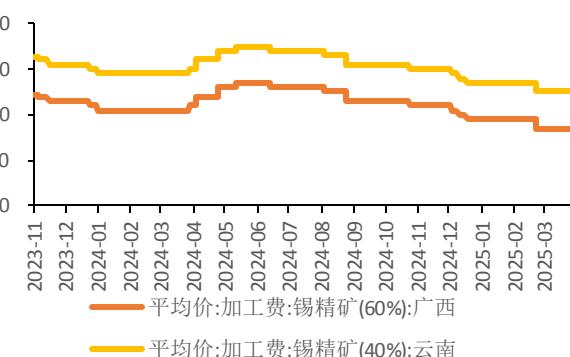
锡：矿端供给扰动，加工费再创新低，冶炼亏损

图表 36: LME 锡 cash-3M 升贴水 (美元/吨)



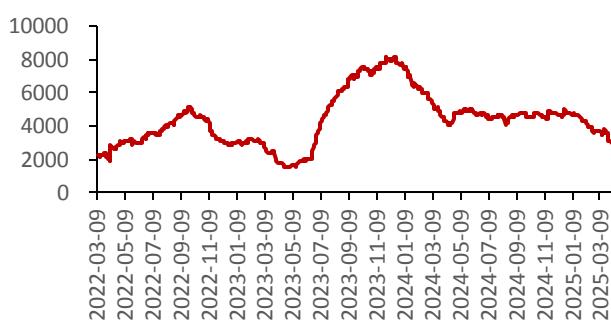
资料来源: iFind,五矿证券研究所

图表 38: 锡精矿加工费再走低 (元/吨)



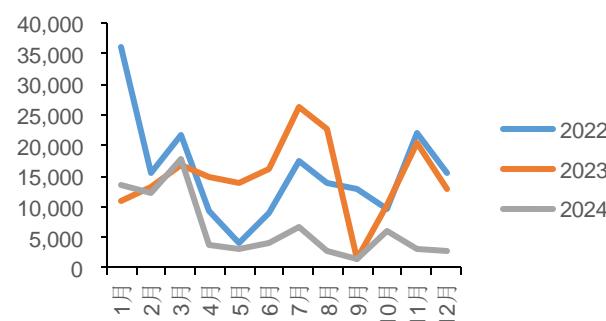
资料来源: iFind,五矿证券研究所

图表 40: LME 锡库存再次去库 (吨)



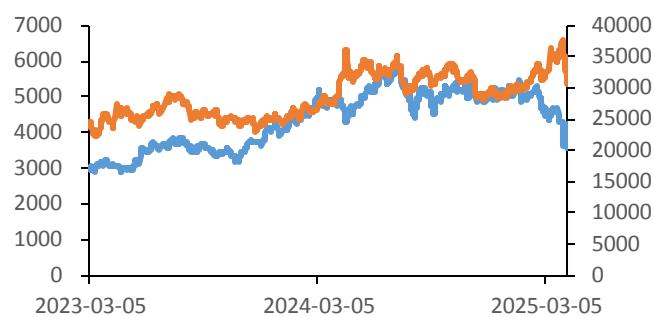
资料来源: iFind,五矿证券研究所

图表 42: 从缅甸进口锡精矿仍处低位 (实物吨)



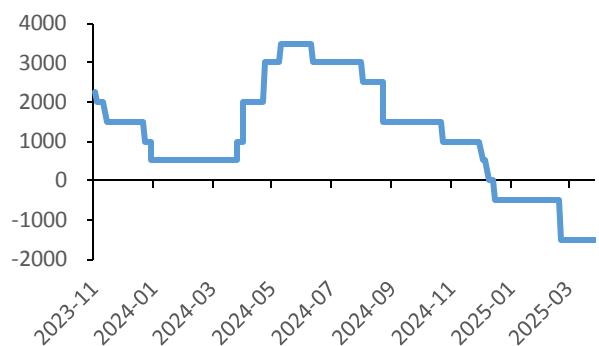
资料来源: iFind,五矿证券研究所

图表 37: 费城半导体指数及 LME 锡价拟合 (美元/吨)



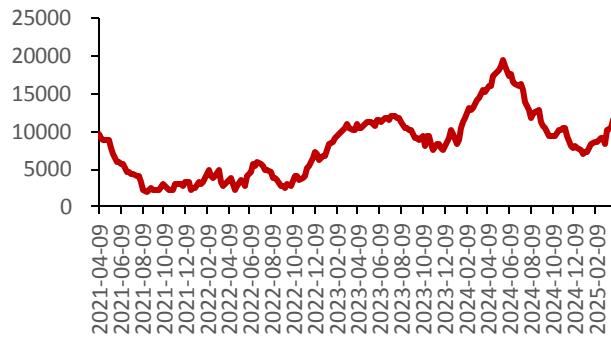
资料来源: iFind,五矿证券研究所

图表 39: 锡锭冶炼利润 (元/吨)



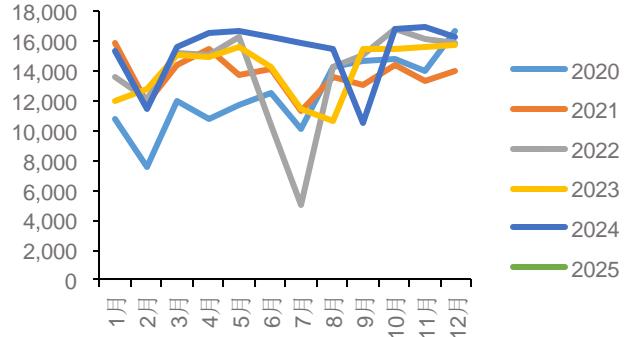
资料来源: iFind,五矿证券研究所

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

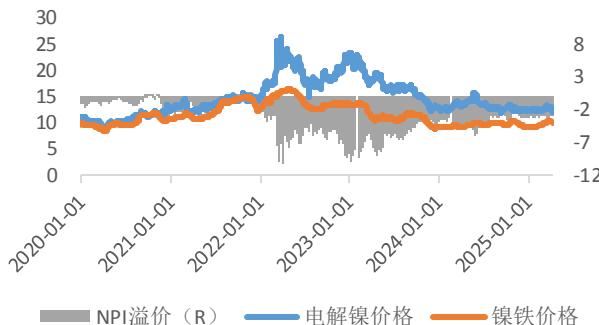
图表 43: 中国锡锭产量 (吨)



资料来源: SSMM,五矿证券研究所

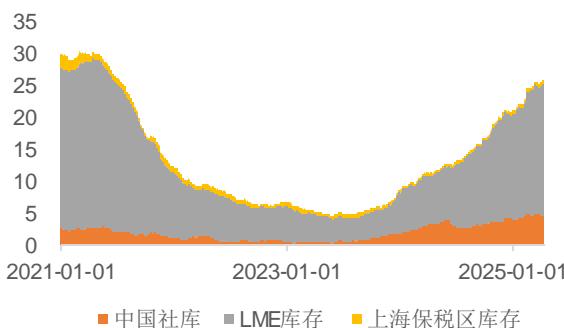
镍：电镍累库趋势不变，价格逼近印尼镍铁成本线

图表 44：NPI 较电镍贴水收窄（万元/吨）



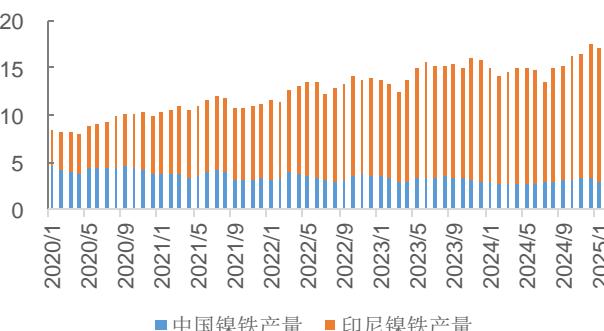
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 46：全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位（万吨）



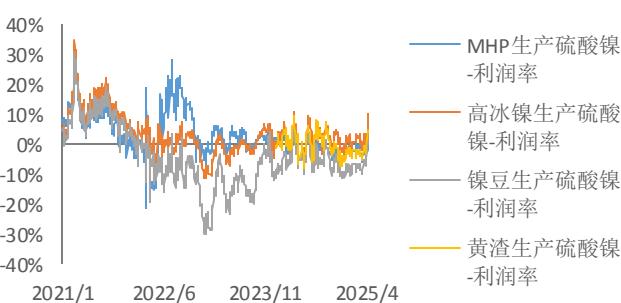
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 48：中国&印尼镍铁产量（万镍吨）



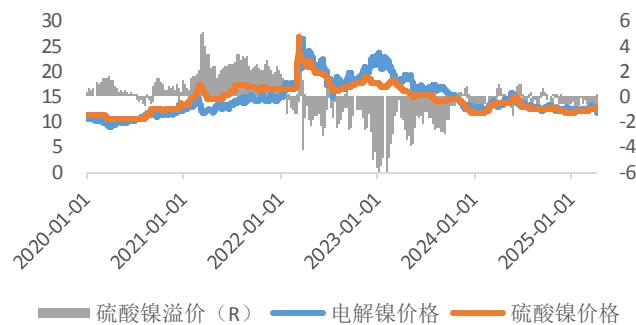
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 50：进口原料生产硫酸镍利润持续低位（%）



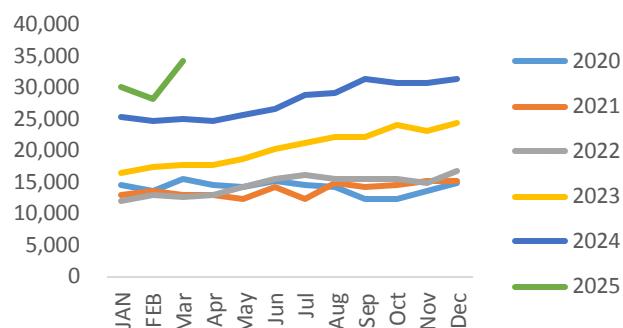
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 45：硫酸镍较纯镍贴水稳定（万元/吨）



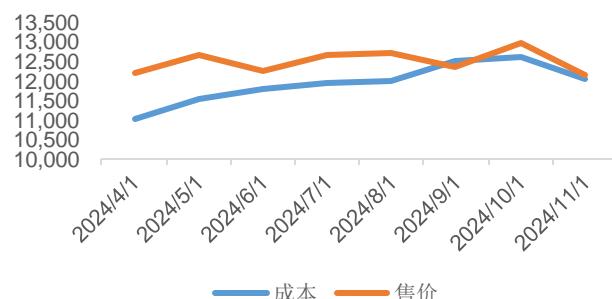
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 47：中国电镍产量历史同期高位（吨）



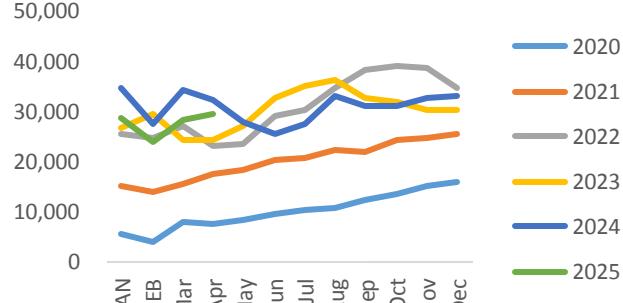
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

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：行业需求分化、中政策对垒，供需面博弈激烈

锑：价格创历史新高，供需矛盾深化

3月锑价暴涨在于供需矛盾及资本炒作等因素叠加。本月锑价涨幅达51.9%，锑锭99.65%价格至24万元/吨。国际现货价5.95万美元/吨，折合人民币价差接近20万元/吨。这一涨势主要由供应端剧烈收缩驱动：湖南冷水江矿区因环保停产（影响国内40%锑精矿供应）、俄罗斯出口管制（削减非独联体国家60%配额）以及印尼镍钴矿罢工导致废料供应减少。3月下旬国家物资储备局启动10年来首次锑收储，进一步加剧市场紧张预期。

本轮涨价在需求端，是由于新能源领域（钠电池负极材料、光伏玻璃澄清剂、风电合金）需求爆发，叠加北约压缩军工储备周期，弹药用锑基阻燃剂采购激增。但锑价暴涨致使下游承压，渐产生技术替代倾向，光伏玻璃企业尝试用铈锆复合物替代锑，若技术突破可能冲击需求。阻燃剂、聚酯催化剂等传统领域成本压力显著，低端产品需求或受抑制。后市关注缅甸新矿投产进度、俄罗斯出口配额拍卖、政策调控力度及技术替代加速。若地缘政治风险发酵，锑价或冲击25万元/吨新高。

稀土：轻稀土与中重稀土表现分化明显，缅甸矿仍然缺失，稀土配置价值凸显

3月中国稀土市场整体呈现弱稳运行态势，价格波动以窄幅震荡为主，轻稀土与中重稀土表现分化明显。价格走势方面，轻稀土产品（氧化镨钕、镨钕金属）价格相对坚挺，但受下游采购谨慎影响，涨幅有限。氧化镨钕均价环比上涨1.77%至44.4万元/吨，镨钕金属环比微涨1.51%至54.56万元/吨。而中重稀土（如氧化镝、氧化铽）受缅甸矿恢复消息及需求疲软拖累，价格跌幅较大，氧化镝均价环比小幅下降至170.19万元/吨，氧化铽虽环比上涨7.07%，但实际成交因应用端减量呈现低位僵持。

供需博弈明显，上游原料端报价维持高位，但磁材企业因成本倒挂压力，仅以刚需采购为主，导致市场交投谨慎。缅甸矿进口受限及月末地震事件加剧了重稀土供应扰动，而中旬缅甸矿恢复消息扩散后，持货商加速出货，市场现货增加，进一步压制价格。此外，磁材企业订单不及预期，部分企业产量环比下降50%，反映出传统领域需求乏力。

展望后市，短期内稀土价格大幅波动可能性较低，但长期在供需紧平衡，机器人、低空经济等新兴需求爆发及全球供应链重构背景下，行业有望迎来估值与业绩的双重提升。关注第一批稀土冶炼分离指标下发、缅甸矿进口实际恢复情况等政策与事件对市场的催化作用。

钛：海绵钛产能释放，国内推进钛材产品结构优化

3月中国钛矿价格持稳运行。根据钢联数据，中国钛精矿产量64万吨，月同比+6.3%；钛精矿($TiO_2 > 47\%$)价格2200元/吨。进口钛矿42.7万吨，同比+10%；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4月价格将维稳运行。

海绵钛产能释放，钛材向航天、医用等高端产品加速转型，海外新兴市场实现多方向突破。3月中国海绵钛产量增加，价格温和上升。根据钢联数据，海绵钛3月产量2.15万吨，同比+12%，环比+6%，原因在于头部企业产能集中释放，攀西地区新建5万吨产线投产。海绵钛价格稳中趋升，1级海绵钛3月均价维持约在4.8万元/吨，0级海绵钛均价上升至4.9万元/吨，环比+2.2%，现稳定在5-5.1万元/吨。出口方面，由于美国商务部于3月4日起实施对中国钛材征收额外20%关税，使得中国钛板带、钛管材等加工品税率从15%提升至35%，对美出口量骤降；海绵钛税率仍为60%，美国从日本、哈萨克斯坦和沙特的未锻造钛关税仍为15%。

根据钛之家，航空级 TC4 钛合金铸锭订单量同比+35%。海外市场方面，国内企业在海水淡化用钛管材中标沙特红海 2.6 亿元订单；越南首个炼化一体项目采购钛复合板 12 万吨，合同额 7.8 亿元；骨科植入物用钛棒材出口欧洲量增长 27%，业内企业获 FDA 认证；欧盟航空认证企业新增 3 家，突破高端市场准入。截止 3 月底，TC4 钛锭价格月均价 6.53 万元/吨，TA1/TA2 钛锭均价为 5.6/5.5 万元/吨，环比均温和上升。市场供需双旺下，我们预计 4 月钛材整体价格将保持温和上升。

钴：价格先扬后抑，需求增长出现分化

3 月整体钴价先扬后抑。自 2 月 14 日刚果（金）宣布暂停出口至 3 月 14 日，电解钴价格从 15 万元/吨上涨至 25 万元/吨，涨幅达 57.2%，贸易商囤货及市场投机行为推升价格。再至 3 月中下旬，市场情绪降温价格回调至 23.8-27.2 万元/吨。月国内电解钴产量 5400 吨，环比-2.9%，两年来首次出现环比下降。3 月末刚果（金）考虑延长为期四个月的钴出口禁令，惜售情绪延续，下游企业采购谨慎导致库存积压，供需博弈态势明显。

需求增长出现分化，国内新能源汽车销量环比大幅下降，消费电子表现稳健。3 月新能源汽车销量环比下降 42.1%，三元电池装车量同比+3.3%；受 3C 电子需求增长，钴酸锂月产量增至 9450 吨，同比+48.6%，环比+29.8%。需求分化削弱钴价上涨动力，短期还需关注贸易商获利了结、刚果（金）出口配额落实情况。

钨：价格先抑后扬，出口管制致内外价差扩大、出口量锐减

3 月钨精矿价格先抑后扬，均价环比-2.5% 左右。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，海外价格继续小幅上涨。由于出口管制政策的影响，国际市场钨产品供应紧张，APT、钨铁等部分产品国际价格上涨，均价环比+3%~5%，同比+10%~15%。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，出口管制也导致行政和合规成本增加。当前中欧市场钨铁价差约 16 美元/千克，APT 价差约 33 美元/吨度，从之前小金属产品出口管制来看，国内外价差将逐渐扩大。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，关注全球工业制造需求复苏及钨制品出口情况。

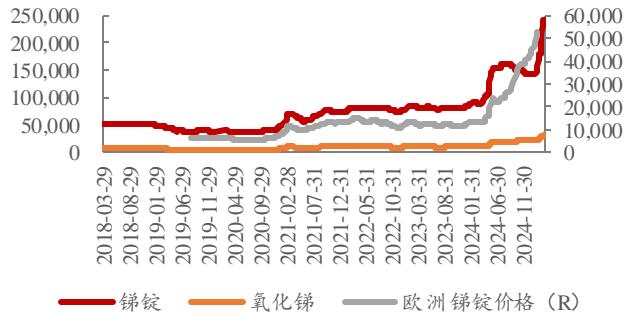
图表 52：小金属关键指标月度变化

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	59,494	25.9%	56.6%
		中国锑精矿50%均价	万元/金属吨	21.40	58.5%	76.9%
		锑锭99.65%国产平均价	万元/吨	24.00	51.9%	67.8%
	供需	中国锑矿进口(M-1)	实物吨	3,354	-28.5%	-7.4%
		中国锑锭产量	万吨	#N/A	#N/A	#N/A
		中国焦锑酸钠产量	万吨	#N/A	#N/A	#N/A
钨	价格	黑钨精矿65%国产	万元/吨	14.10	-1.1%	-1.1%
		APT	万元/吨	20.87	-0.8%	-0.9%
		钨粉	元/公斤	313	-0.6%	-0.2%
		碳化钨粉	元/公斤	309	-0.2%	0.0%
	利润	仲钨酸铵平均利润	元/吨	-2,156	27.4%	14.2%
	供需	仲钨酸铵产量	吨	#N/A	#N/A	#N/A
钼	价格	钼精矿40-50%	元/吨度	3,360	-3.7%	-6.1%
		钼铁：上海现货	万元/吨	22.26	-2.8%	-5.2%
	供需	中国钼精矿产量M-1	万吨	2.38	-6.4%	8.0%
		中国钼铁产量M-1	万吨	#N/A	#N/A	#N/A
		中国主流钢厂钢招量	万吨	0.00	-100.0%	-100.0%
钛	价格	钛精矿>47%：四川	元/吨	2,200	-1.3%	2.3%
		2#海绵钛	万元/吨	4.75	4.4%	9.2%
		金红石型钛白粉：硫酸法	万元/吨	1.52	0.7%	3.8%
	供需	中国钛精矿产量	万吨	63.8	6.3%	3.9%
		中国钛矿净进口M-1	万实物吨	42.4027673	-2.9%	-25.8%
		中国海绵钛产量	万吨	2.145	6.0%	13.1%
稀土		中钇富铕矿	万元/吨	18.80	-1.1%	10.6%
		氧化镨钕	万元/吨	45.40	0.0%	11.3%
		氧化铽	元/公斤	6,550	0.5%	15.7%
		氧化镝	元/公斤	1,680	2.4%	1.2%
	利润	氧化镨钕盈利	万元/吨	6.14	-8.1%	7.0%
		镨钕金属利润	万元/吨	0.36	33.4%	-14.2%
	供需	氧化镨钕月度产量	万吨	0.79	0.1%	8.5%
		钕铁硼月度产量	万吨	2.20	22.2%	-
		钕铁硼产能利用率		78.0%	-	-
		氧化镨钕供需平衡(M-1)	吨	1,226	-41.7%	-

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

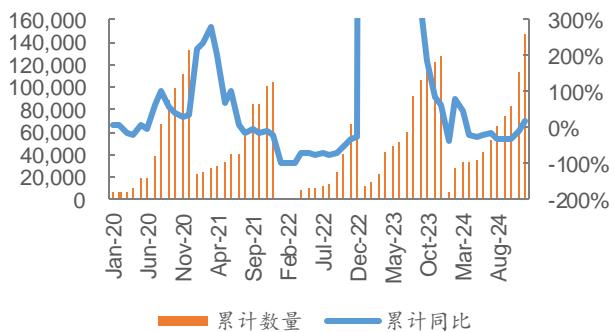
锑：原料不足导致产量下降，内盘价格大幅补涨

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）



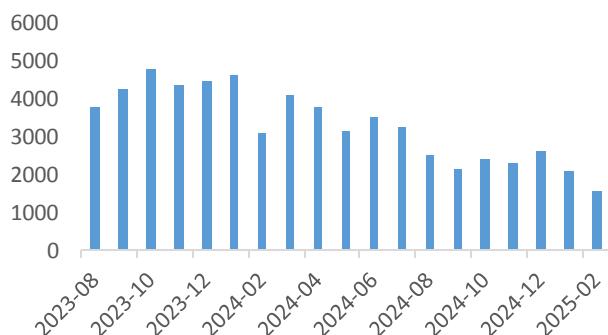
资料来源：海关数据平台，五矿证券研究所

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）



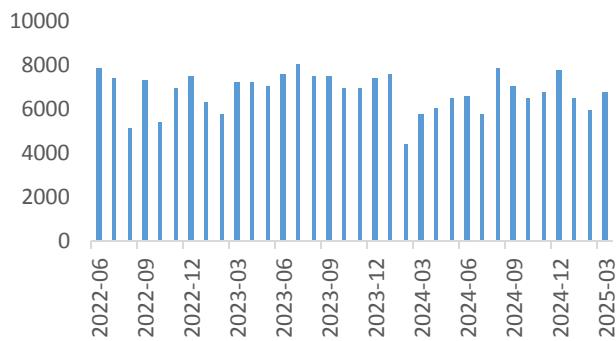
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

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

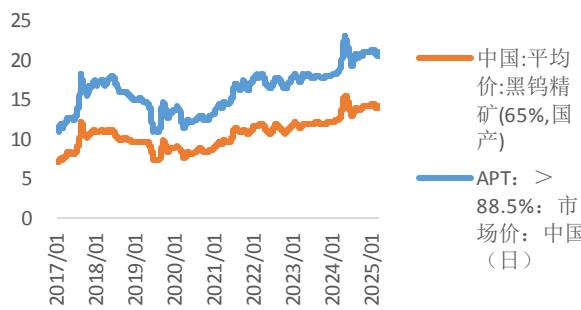
图表 60：光伏玻璃库存开始回落（万吨，天）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

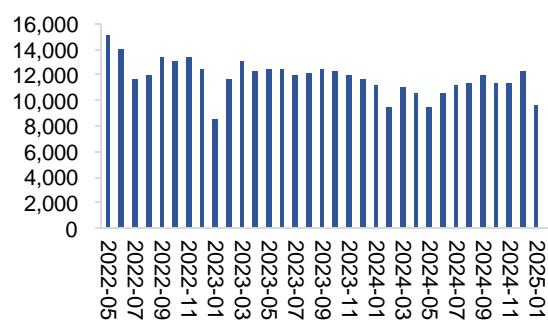
钨：钨产品出口管制致内外价差扩大，出口量锐减

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

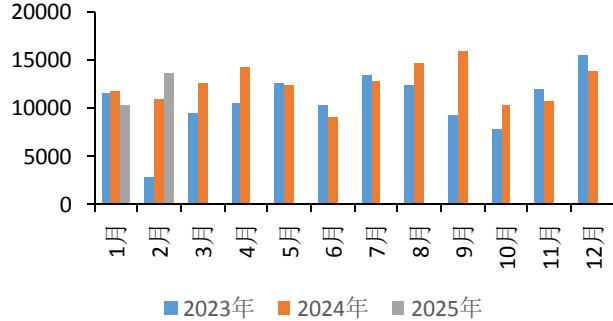
钼：供需双旺，钼铁钢招量继续提升

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）



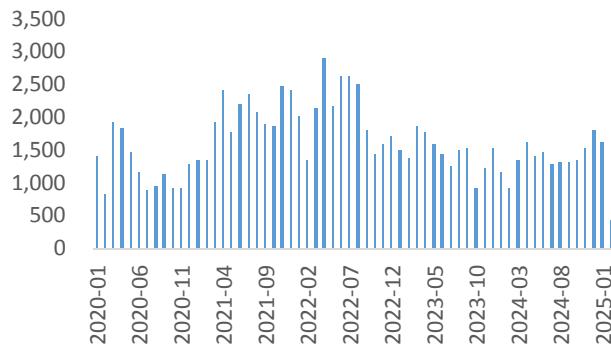
资料来源：亿览网, 五矿证券研究所

图表 62：仲钨酸铵行业利润及成本（元/吨，元/吨）



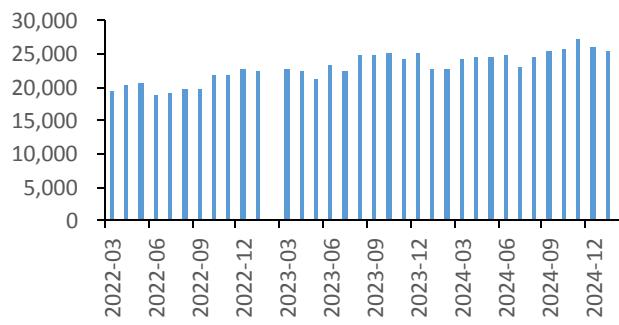
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 64：中国钨品出口量（吨）



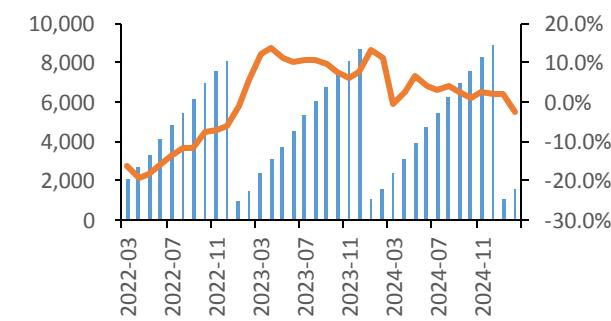
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 66：中国钼精矿产量（吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

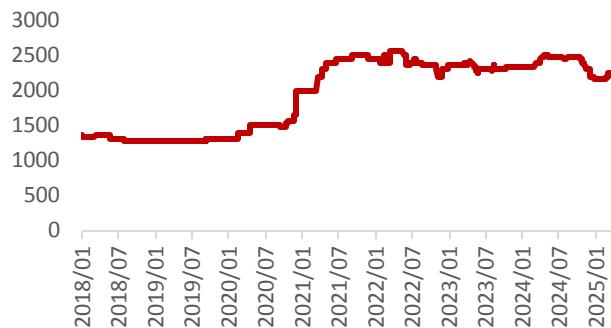
图表 68：造船完工量(载重):全球:累计值（万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

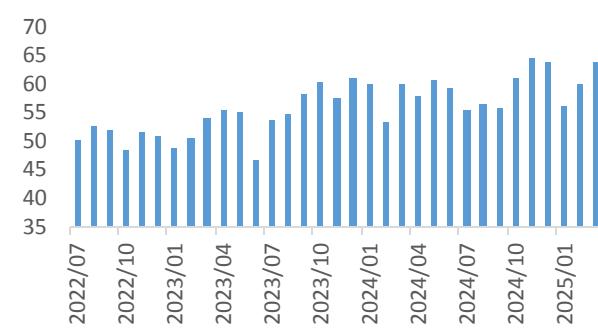
钛：海绵钛产能释放，国内推进钛材产品结构优化

图表 69：钛精矿 $TiO_2 > 47\%$ 价格阶段性回落（元/吨）



资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

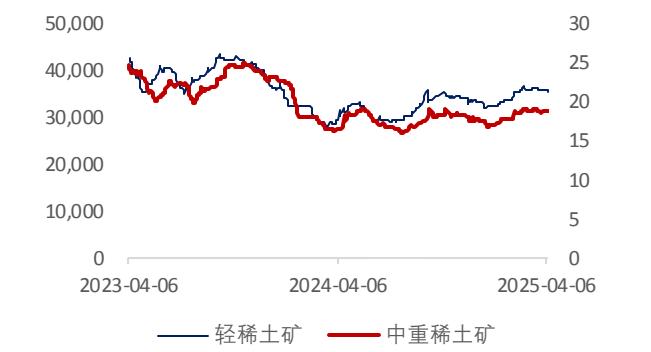
图表 71：中国钛精矿产量（万吨）



资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

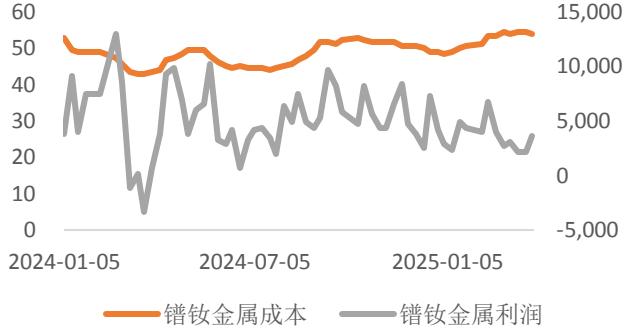
稀土：缅甸矿山税收变化抬高成本，价格有望触底反弹

图表 73：稀土矿价格（万元/吨，万元/吨）



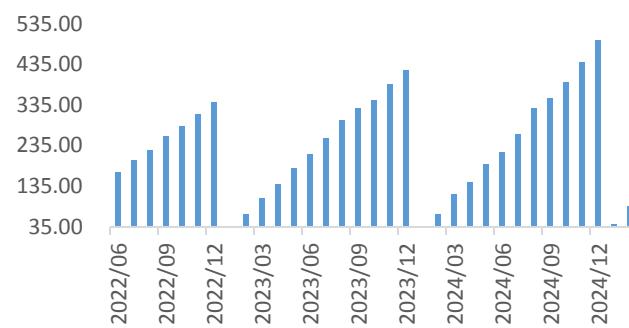
资料来源：Wind, SMM，五矿证券研究所

图表 75：镨钕利润测算（万元/吨，万元/吨）



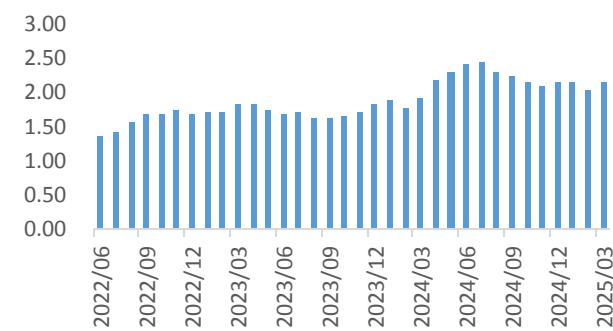
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 70：中国钛矿净进口：累计（元/吨）



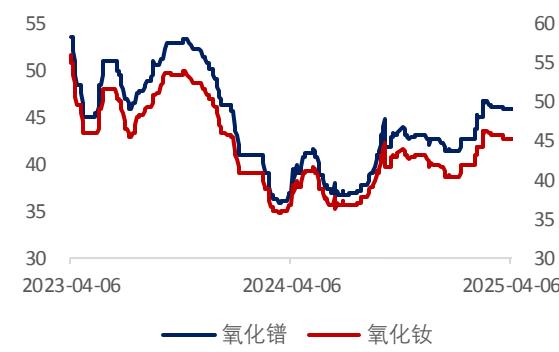
资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

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

四、政策变化：多国出台矿产资源开发鼓励政策

中国 10 部门联合发布《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》

3月11日，工业和信息化部、国家发展改革委、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、市场监管总局、国家矿山安监局等10部门联合发布《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》。落实全国新型工业化推进大会部署，推动国内资源增储上产，加快设备更新改造，促进上下游产业协同发展，持续扩大铝产品应用，建设高端化、智能化、绿色化的铝产业发展体系。

印尼政府将允许在不可抗力情况下出口矿产，考虑提高矿业特许权使用费

3月初，印度尼西亚矿业部官员表示，政府将发布最新规定，允许印尼境内的矿业公司在不可抗力条件下出口未加工的矿石，目的是在特定情况下避免对印尼境内矿业生产和经济造成不利影响。具体而言，将会在特殊情况下向矿企颁发六个月有效期的矿产出口许可证，自许可批准之日起计算。印尼于2023年开始禁止出口原矿，以鼓励矿企在印尼境内加工金属。

该周末，印尼政府公布一份公共咨询文件，显示印尼能源和矿产资源部正在考虑提高矿山商支付的特许权使用费，以增加公共财政收入，缓解目前印尼面临的财政预算压力。印尼正在考虑对多种矿产的矿业特许权使用费进行调整，包括镍、铜、锡和煤炭，其中镍矿费率将从目前的10%固定费率改为14%至19%；铜矿石的费率将从目前的5%固定费率提高到10%至17%；其他矿产如锡、金、银和铂等金属费率也将增加。

巴西能源矿产部发布《巴西能源转型关键矿产外国投资者指南》

3月18日，巴西能源矿产部发布了最新的《巴西能源转型关键矿产外国投资者指南》，表明巴西正在大力吸引国际投资者进入其关键矿产领域。根据巴西政府介绍，本指南是吸引投资和建立合作伙伴关系的桥梁，从而进一步推动巴西采矿业发展。该指南强调了巴西关键矿产储量和产量目前和未来在全球的地位。该指南还提供了铜、稀土和钴等矿产主要生产商的信息，并详细介绍了许可审批程序。

美总统援引《国防生产法》加速本土关键矿产开发

3月20日，美国总统特朗普签署了一项行政命令，要求从美国国家安全考虑出发，指示美国政府简化采矿及加工项目审批程序和提供贷款，以促进国内采矿业的发展，扩大国内矿产产量。该行政命令还要求政府优先考虑将联邦土地用于采矿，并计划通过美国国际开发金融公司（DFC）与国防部合作，为新的矿产项目提供融资、贷款及投资支持。将铀、铜、钾、金等列为关键矿产，并授权国家能源主导委员会（NEDC）扩展清单范围（可能包括煤炭）。

加拿大政府简化基础设施和矿业项目审批

3月21日，加拿大总理马克·卡尼宣布，加拿大联邦政府将取消对重大基础设施和矿业项目的联邦审查程序。根据新政策，只要矿产项目获得省级和地区当局的批准，联邦政府将予以认可，不再进行重复审查。此举被认为是为了应对审批流程繁琐、耗时过长的问题，矿产项目因冗长的审查流程错失最佳推进时机，导致成本大幅增加。加拿大政府希望通过简化审批流程，吸引更多投资，推动经济发展。卡尼称，首要加快许可审批的项目是不列颠哥伦比亚省的赛达尔液化天然气项目（Cedar LNG）以及推动安大略省西北部的火环（Ring of Fire）关键矿产区开发。

卡尼还介绍一项名为第一英里 (First Mile) 的基金，为建设输电和运输网络提供资金，将矿区与现有的铁路和公路网络连接起来。潜在的重大项目可能是努纳武特西部的格雷斯湾 (Grays Bay) 公路和港口项目，旨在通过一条全天候公路将矿产资源丰富的斯拉夫地质省 (Slave Geological Province) 与格雷斯湾的深水港相连。

欧盟公布首批战略项目清单以落实《关键原材料法案》

3月末，欧盟公布了首批战略矿产项目清单，以推进对能源转型以及矿产金属在欧盟本土开采、加工和回收。此前欧盟公布《关键原材料法案》(Critical Raw Materials Act, CRMA)，计划到 2030 年欧洲关键原材料的消费 10%要来自本土开采，40%来自本土加工。

此次清单选定的 47 个矿产项目分布在比利时、法国、意大利、德国、西班牙等 13 个欧盟国家，从矿种上看，项目涉及 17 种战略材料种的 14 种，包含铝、铜、镍、钴、锂、稀土、硼和石墨等矿产。锂项目有 22 个，居首位。其次是镍项目 12 个，石墨项目 11 个，钴项目 10 个，锰项目 7 个。从项目类型上看，项目清单中 25 个涉及开采，24 个重点在加工，10 个致力于回收，有些则涵盖多方面。

五、重点行业及公司变化

乌兹别克斯坦将启动 76 个稀有矿产项目

3月7日，乌兹别克斯坦宣布，计划在未来三年内启动76个稀有矿产项目，涵盖28种稀有矿种，总投资约26亿美元。乌兹别克斯坦拥有丰富的矿产资源，已探明的矿产种类超过32种，其中包括锂、钼、碲、硒等稀有金属。此外，乌兹别克斯坦政府为地质勘探和研究工作拨付专项资金，利用现代技术从矿石中直接高效提取有用原料，生产高附加值产品；打造“原料—加工—科技—成品”生产链，在钼和钨储量丰富的塔什干和撒马尔罕州建立科技园。米尔济约耶夫指示建立现代化实验室和培训中心，在“第四次工业革命”中巩固乌在全球稀有金属开采加工领域的地位。

韩蒙加强稀有金属供应链合作，共同勘探关键矿物

3月13日，韩国和蒙古已同意加强在稀土等稀有金属和其他关键矿产供应链方面的双边合作。此次合作将帮助蒙古开发其矿产资源，同时使韩国稳定其供应链。据悉，蒙古拥有包括稀土元素在内的多种稀有金属储量。韩国和蒙古计划启动联合勘探项目计划，合作寻找蒙古境内的关键矿产资源，并且开发蒙古已探获的锡矿项目。

嘉能可加大力度削减加拿大铜锌冶炼厂成本

嘉能可宣布，计划将进一步加大对旗下加拿大铜锌冶炼厂的成本削减力度，对其全球冶炼业务进行重组，以应对铜、锌加工利润出现大幅度下滑。嘉能可表示，公司目前的冶炼和精炼业务正在面临极大的经济压力，目前严峻市场环境导致加工费已经降至历史低位。为应对上述问题，嘉能可准备将北美的铜冶炼精炼厂以及矿产回收站点全部并入公司的全球冶炼业务，以提升业务上的协同和运营效率。

基里巴斯从加拿大 TMC 公司转向中国寻求采矿合作

3月18日，太平洋岛国基里巴斯表示，目前基里巴斯正在与中国积极探索深海采矿领域合作。此前，矿业公司 The Metals Co. Inc.声称与基里巴斯的长期合作协议已于2024年底终止。基里巴斯拥有在太平洋7.5万平方公里海域进行深海采矿勘探的权利，该区域被称为克拉里昂-克利珀顿区，该区域蕴含着丰富海底金属矿物资源，包括锰、钴、铜和镍矿。截至目前，双方暂未公布具体矿业合作条款。

沙特向国际公司颁发采矿勘探许可证

3月18日，沙特阿拉伯工业和矿产资源部宣布，已经向全球矿企授予了多个矿产勘探许可证，此次授予的许可证覆盖了沙特阿拉伯境内矿产资源丰富的Jabal Sayid 和 Al-Hajjar 地区，总面积达4,788平方公里。其中印度矿业巨头 Vedanta 获得了Jabal Sayid 矿化带的第一份勘探许可证；由沙特当地 Ajlan&Bros 公司和紫金矿业组成的合营企业获得了Jabal Sayid 矿化带的第二份勘探许可证。此次勘探许可证的授予是沙特阿拉伯加快矿产资源勘探和开发战略计划的一部分，旨在推动经济多元化并减少对化石燃料的依赖。

坦桑尼亚宣布将与韩国合作投资石墨项目开采

3月26日，坦桑尼亚宣布和韩国签署矿业战略合作协议，旨在推动其矿业领域的改革，提高生产效率，从而进一步加强双方在石墨开采方面的合作。根据协议，韩国承诺向坦桑尼亚的

Mahenge 石墨矿投资超过 4,000 万美元用于项目勘探和开采建设。同时，坦桑尼亚表示正在制定矿产政策，为当地矿工提供技术培训，增加当地矿业就业机会。

刚果（金）考虑延长钴出口禁令期限

3月 27 日，刚果金政府发言人表示，由于全球钴价持续大幅下跌，刚果金政府可能会将 2 月份实施的为期四个月的钴金属出口禁令延长。此前刚果金政府为了抑制全球钴金属供应过剩的情况，其于今年 2 月份底停止了钴金属出口，此举被视为该国首次通过政府的行政手段来干预钴市场平衡。

泰克资源计划向亚洲地区销售锌金属以避免美国关税

3月 4 日，加拿大矿业公司泰克资源表示，它在制定向亚洲出售锌金属的计划，以规避美国政府对加拿大进口商品征收的关税。之前泰克资源的大部分精炼锌主要销往美国，由于特朗普政府对从加拿大和墨西哥进口的货物征收 25% 关税的政策已于本周二生效，因此泰克资源一直在制定应急计划，储备仓储能力，希望在港口预留空间以将锌金属出口到亚洲。

江西铜业全资子公司收购 SolGold Plc 约 5.24% 股权

3月 12 日，江西铜业全资子公司江铜香港投资，与索尔黄金加拿大公司（SolGold Canada Inc.）签署股份购买协议，收购其约 5.24% 股权，交易完成后江铜香港投资合计持有其已发行股份的 12.19%。索尔黄金是一家矿产勘探及开发公司，总部位于澳大利亚珀斯，核心资产为位于厄瓜多尔的 Cascabel 项目 100% 股权，项目主要的 Alpala 矿床目前拥有探明、控制及推断资源量：铜 1,220 万吨、金 3,050 万盎司、银 10,230 万盎司，其中证实和概略储量：铜 320 万吨、金 940 万盎司、银 2,800 万盎司，目前该项目已完成预可行性研究。此外，索尔黄金还在厄瓜多尔等地拥有数十个不同阶段的勘探项目。

Hudbay Mineral 宣布获得 Copper Mountain 铜矿 100% 所有权

加拿大矿企 Hudbay Mineral 宣布从 Mitsubishi Materials Corporation 处获得其对 Copper Mountain 铜矿 25% 的所有权。此次交易扩大了 Hudbay 在加拿大铜矿资产的布局，提升了 Hudbay 来自加拿大的可归属铜产量，并巩固了公司作为加拿大第二大铜生产商的市场地位。

项目 Copper Mountain 位于加拿大不列颠哥伦比亚省，目前在产，2024 年铜产量 2.64 万吨，金产量 1.98 万盎司，银产量 28.05 万盎司。项目矿石资源量 8.70 亿吨，铜金属 213.78 万吨，品位 0.25%；金金属 338.80 万盎司，品位 0.12 克/吨；银金属 1,868.10 万盎司，品位 0.67 克/吨。预计到 2027 年，Copper Mountain 的铜产量将达到 6 万吨，比 2024 年增长超过 125%，而相较于 Hudbay 在 2024 年的可归属铜产量则将增加 200%。

Hudbay 还计划继续投资加拿大铜和关键矿产领域，通过对 Copper Mountain 矿区的持续优化项目，以及推进附近的 New Ingerbelle 扩建项目，进一步加强产能。此外，Hudbay 将获得未来 15 年内 Copper Mountain 矿区 15% 的铜精矿承购权，在此之后获得 100% 的承购权。

风险提示

- 1、全球贸易摩擦超预期压制需求；
- 2、资源国政策扰动加剧价格波动。

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
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形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

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

深圳

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

北京

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		Ratings	Definitions
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.	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 who 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 law 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