

有色月跟踪：24年有色行业盈利改善，“资源为王”特征进一步凸显

报告要点

报告整体来看，2024年有色行业盈利改善，“资源为王”特征进一步凸显。2024年有色矿端供给维持刚性，宏观波动加剧情况下企业资本支出更加谨慎，叠加各国出口政策限制，供给约束进一步增强。需求端在逆全球化背景下各地域需求割裂现象凸显，传统需求框架适用性下降，欧美再工业化和新兴市场经济增长成为主要需求增强点。从业绩来看，2024年有色板块营收和归母净利润小幅增长，行业景气度逐步持续改善。同时“资源为王”特征进一步凸显，预计在供给刚性下，矿端持续受益而冶炼端承压状态或长期持续。

2024年有色行业中资源型企业盈利更强，铜、金、铝、锡、钨等品种受市场关注度提升。2024年资源稀缺性及战略性日益凸显，矿端扰动加剧，资源端盈利提升，冶炼端相对承压，有色行业市场更关注于资源型企业，铜、金、铝、锡、钨等品种受市场关注度提升。同时国内上市企业加大勘探投入和海外布局力度，积极并购增储，保障资源安全。

关税来回扰动，有色价格回归基本面。4月初工业金属受美国贸易关税影响大幅波动，而后有色整体价格逐步反弹，随着中美谈判超市场预期，有色价格走势回归基本面。小金属继续表现亮眼，国内进一步强化出口管制，钨价创出新高，国内稀土价格弱势震荡，海外价格大幅上涨，稀土已成为关键战略资源，政策博弈或进一步强化。

国内加大资源出口管制力度，海外国家加大矿产合作投资开发力度。（1）5月9日，我国开展打击钨、稀土等战略矿产走私出口专项行动；（2）澳大利亚总理承诺设立关键矿产战略储备；（3）沙特与印尼签署矿业领域合作协议；（4）乌兹别克斯坦同美国签署矿业投资协议；（5）尼日利亚吊销矿业许可证；（6）加纳自5月1日起全面禁止外国人和个人进行黄金交易；（7）印度与智利签署战略合作协议；（8）俄美谈判合作开发俄罗斯稀土项目；（9）尼日利亚与南非签署矿产协议以推动经济多元化。

印尼调整镍矿特权使用费与政府条例，美国加速矿业领域投资审批。（1）印尼调整镍矿特权使用费与政府条例；（2）智利 Codelco 将向印度冶炼厂供应铜精矿；（3）赞比亚 2025 年铜产量可能增至近 100 万吨；（4）阿尔蒙蒂工业公司钨产品或不受关税影响；（5）Alphamin 将重启 Bisie 矿山运营；（6）瑞典矿企 Boliden 收购两座锌铜矿山；（7）美国铋业公司重启墨西哥冶炼厂。

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。

有色金属

评级：看好

日期：2025.05.27

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：021-61102510

✉：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

分析师 曾俊晖

登记编码：S0950524100001

☎：021-61102510

✉：zengjh1@wkzq.com.cn

分析师 李烁

登记编码：S0950524120001

☎：021-61102510

✉：lis19@wkzq.com.cn

分析师 何能锋

登记编码：S0950524080001

☎：021-61102510

✉：henengfeng@wkzq.com.cn

分析师 于柏寒

登记编码：S0950523120002

☎：021-61102510

✉：yubaihan@wkzq.com.cn

行业表现

2025/5/26



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《新材料行业 2025Q1 财报开门红：关注确立困境反转的稀土磁材行业》(2025/5/27)
- 《拒绝停产——A 股锂矿行业 2024 年报及 2025 年 Q1 财报梳理分析》(2025/5/22)
- 《解码新材料行业 2024 年报，探寻稀土磁材、航空航天拐点机遇》(2025/5/19)

特别提示：五矿证券与五矿资源同受中国五矿集团有限公司实际控制。

内容目录

一、重点关注：24年有色行业盈利改善，“资源为王”特征进一步凸显.....	6
二、有色行业及分品种 2024 年年报总结	6
2.1 2024 年有色行业景气度稳步提升.....	6
2.2 中国上市样本铜矿企业 2024 年年报总结.....	7
2.3 中国上市样本黄金企业 2024 年年报总结.....	9
2.4 中国上市样本铅锌企业 2024 年年报总结.....	10
2.5 中国上市样本镍钴企业 2024 年年报总结.....	12
2.6 中国上市样本锡矿企业 2024 年年报总结.....	15
2.7 中国上市样本钛材企业 2024 年年报总结.....	17
2.8 中国上市样本钨企 2024 年年报总结.....	19
三、市场行情：关税影响除黄金板块外均有下跌	21
二级市场：四月有色金属板块跌幅较大，黄金继续上涨	21
3.1 工业金属：关税扰动下降，有色回归基本面.....	21
铜：宏观政策扰动减弱，铜回归基本面.....	21
铝：宏观情绪缓和，需求逐步恢复.....	21
锡：刚果（金）锡矿复产，需求边际走弱	22
镍：印尼镍资源费上调，菲律宾或禁止原矿出口.....	22
3.2 其他金属：出口管制加强，小金属价格维持强势.....	30
锑：价格重心小幅下移，关注缅甸供给情况.....	30
稀土：国内稀土价格弱势震荡，海外价格大幅上涨	30
钛：4 月钛精矿价格稳定，海绵钛价格上涨.....	30
钨：出口管制加强，钨精矿价格创历史新高.....	30
四、政策变化：国内加大资源出口管制力度	35
国家召开打击战略矿产走私出口专项行动现场会.....	35
澳大利亚总理承诺设立关键矿产战略储备	35
沙特与印尼签署矿业领域合作协议.....	35
乌兹别克斯坦同美国签署矿业投资协议.....	35
尼日利亚吊销矿业许可证.....	35
加纳自 5 月 1 日起全面禁止外国人和个人进行黄金交易.....	35
印度与智利签署战略合作协议.....	36
俄美谈判合作开发俄罗斯稀土项目	36
尼日利亚与南非签署矿产协议以推动经济多元化.....	36
五、重点行业及公司变化	36
印尼调整镍矿特权使用费与政府条例	36
智利 Codelco 将向印度冶炼厂供应铜精矿.....	36
赞比亚 2025 年铜产量可能增至近 100 万吨.....	36
阿尔蒙蒂工业公司钨产品或不受关税影响	37
Alphamin 将重启 Bisie 矿山运营.....	37
瑞典矿企 Boliden 收购两座锌铜矿山.....	37

美国加速深海采矿投资审批	37
美国铋业公司重启墨西哥冶炼厂	37
秘鲁 Antamina 铜锌事故停产	37
秘鲁 Las Bambas 铜矿第一季度铜产量增加	38
布基纳法索向俄罗斯 Nordgold 授予采矿租约	38
风险提示	38

图表目录

图表 1: 2024 年有色行业营业收入小幅增长	7
图表 2: 2024 年有色行业归母净利润小幅增长	7
图表 3: 2024 年有色行业净资产收益率小幅下降	7
图表 4: 2024 年有色行业资产负债率持续改善	7
图表 5: 2024 年中国头部铜企资源量 (万吨)	8
图表 6: 2024 年中国头部铜企储量 (万吨)	8
图表 7: 2024 年中国头部铜企实际产量及 24 年年初的产量指引 (万吨)	8
图表 8: 2024 年中国铜企产量同比变化 (万吨)	8
图表 9: 2025 年中国头部铜企产量同比+6%	9
图表 10: 中国部分矿企铜 C1 现金成本 (美元/磅)	9
图表 11: 历史黄金价格年度均价 (元/吨)	10
图表 12: 样本企业黄金资源量显著增长 (单位: 吨)	10
图表 13: 24 年中国上市样本铅锌企业营收 (亿元) 及同比增速 (%)	11
图表 14: 24 年中国上市样本铅锌企业归母净利 (亿元) 及同比增速 (%)	11
图表 15: 2024 年中国主要上市铅锌企业 ROE (%)	12
图表 16: 2024 年中国主要上市铅锌企业资产负债率 (%)	12
图表 17: 2024 年中国主要上市铅锌企业净利率 (%)	12
图表 18: 2024 年中国主要上市铅锌企业毛利率 (%)	12
图表 19: 镍湿法中间品产量 (万吨)	13
图表 20: 2024 年主要企业固定资产投资下降 (亿元)	13
图表 21: 2024 年三元前驱体产量 (万吨)	14
图表 22: 2024 年四氧化三钴产量 (万吨)	14
图表 23: 2024 年企业钴产品毛利率 (%)	14
图表 24: 2024 年镍产品毛利率 (%)	14
图表 25: 2024 年镍钴主要企业净利率 (%)	15
图表 26: 2024 年镍钴主要企业经营性现金流 (亿元)	15
图表 27: 2024 年镍钴主要企业资产负债率 (%)	15
图表 28: 2024 年镍钴主要企业分红比率 (%)	15
图表 29: 2024 年全球锡矿产量下降	16
图表 30: 2024 年全球锡锭产量下降	16
图表 31: 2024 年国内上市锡企锡矿产量小幅增长	16
图表 32: 2024 年国内上市锡企锡锭产量增加	16
图表 33: 国内上市锡企锡储量保持不变	17
图表 34: 2024 年国内上市锡企营收小幅增长 (单位: 亿元)	17
图表 35: 2024 年国内上市锡企归母净利润显著增长 (单位: 亿元)	17
图表 36: 2024 年中国主要上市钛材企业营业收入 (百万元)	18

图表 37: 2024 年中国主要上市钛材企业毛利率 (%)	18
图表 38: 2024 年中国主要上市钛材企业资产负债率 (%)	18
图表 39: 2024 年中国主要上市钛材企业 ROE (%)	18
图表 40: 2024 年中国主要上市钛材企业国外收入及同比 (亿元)	19
图表 41: 2024 年中国各上市钛材企业研发投入及占营收比重	19
图表 42: 2024 年中国主要上市钨企业营业收入 (百万元)	20
图表 43: 2024 年中国主要上市钨企业毛利率 (%)	20
图表 44: 2024 年中国主要上市钨企业资产负债率 (%)	20
图表 45: 2024 年中国主要上市钨企业 ROE (%)	20
图表 46: 2024 年中国主要上市钨企业国外收入及同比 (亿元)	20
图表 47: 2024 年中国各上市钨企业国外收入及占营收比重	20
图表 48: 四月有色金属板块跌幅较大	21
图表 49: 二级板块中只有黄金上涨	21
图表 50: 工业金属关键指标月度变化	23
图表 51: 铜价格与基差 (万元/吨, 元/吨)	24
图表 52: 现货:中国铜冶炼厂:粗炼费 TC (美元/吨)	24
图表 53: 铜精矿冶炼盈亏 (元/吨)	24
图表 54: LME 及 Comex 铜库存 (万吨)	24
图表 55: SMM 中国电解铜社会库存 (万吨)	24
图表 56: 中国电解铜表观消费量 (万吨)	24
图表 57: 电解铜制杆周度开工率 (%)	24
图表 58: 中国电网基本建设投资完成额 (亿元)	24
图表 59: 铝土矿 CIF 价格 (美元/吨)	25
图表 60: 中国进口铝土矿 (万吨)	25
图表 61: 中国铝土矿产量处于历史低位 (万吨)	25
图表 62: 中国氧化铝产量 (万吨)	25
图表 63: 中国电解铝成本结构 (元/吨)	25
图表 64: 中国电解铝毛利跟踪 (元/吨)	25
图表 65: 中国电解铝产能接近天花板, 高开工率 (万吨)	25
图表 66: 全球铝期货库存 (万吨)	25
图表 67: 伦铅与沪铅价格 (美元/吨, 元/吨)	26
图表 68: 铅精矿 TC 处于低位 (元/吨, 美元/干吨)	26
图表 69: 中国铅精矿产量 (万金属吨)	26
图表 70: 中国铅精矿进口 (万吨)	26
图表 71: 铅产业链利润跟踪 (元/吨)	26
图表 72: 铅冶炼开工率 (%)	26
图表 73: 中国精炼铅产量同比下降 (万吨)	26
图表 74: 全球铅期货库存去库 (万吨, 万吨)	26
图表 75: 伦锌与沪锌价格 (美元/吨, 元/吨)	27
图表 76: ZN50 国产平均加工费 (元/吨)	27
图表 77: 锌产业链利润跟踪 (元/吨)	27
图表 78: 中国锌精矿产量 (万吨)	27
图表 79: 中国进口锌精矿 (万吨)	27
图表 80: 中国锌锭产量 (万吨)	27
图表 81: 中国精锌进出口 (万吨)	27
图表 82: 全球锌期货库存 (万吨, 万吨)	27
图表 83: LME 锡 cash-3M 升贴水 (美元/吨)	28

图表 84: 费城半导体指数及 LME 锡价拟合 (美元/吨)	28
图表 85: 锡精矿加工费再走低 (元/吨)	28
图表 86: 锡锭冶炼利润 (元/吨)	28
图表 87: LME 锡库存再次去库 (吨)	28
图表 88: 中国锡锭社会库暂稳 (吨)	28
图表 89: 从缅甸进口锡精矿仍处低位 (实物吨)	28
图表 90: 中国锡锭产量 (吨)	28
图表 91: NPI 较电镍贴水收窄 (万元/吨)	29
图表 92: 硫酸镍较纯镍贴水稳定 (万元/吨)	29
图表 93: 全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位 (万吨)	29
图表 94: 中国电镍产量历史同期高位 (吨)	29
图表 95: 中国&印尼镍铁产量 (万吨)	29
图表 96: 印尼 NPI 利润收缩 (美元/吨)	29
图表 97: 进口原料生产硫酸镍利润持续低位 (%)	29
图表 98: 中国前驱体镍需求未有明显起色 (吨)	29
图表 99: 小金属关键指标月度变化	31
图表 100: 内外价差持续扩大 (元/吨, 美元/吨)	32
图表 101: 4 月国内进口少量铟锭 (吨)	32
图表 102: 4 月出口铟锭大幅增长	32
图表 103: 中国铟锭产量 (吨)	32
图表 104: 4 月氧化铟出口有所增长	32
图表 105: 25 年氧化铟累计出口下降	32
图表 106: 中国焦铟酸钠产量连续回落 (吨)	32
图表 107: 国内光伏玻璃月度产量下降	32
图表 108: 钨精矿价格创新高 (万元/吨)	33
图表 109: 仲钨酸铵行业利润及成本 (元/吨, 元/吨)	33
图表 110: 中国 APT 产量 (吨)	33
图表 111: 中国钨品出口量 (吨)	33
图表 112: 40%-45%钼精矿价格 (元/吨度)	33
图表 113: 中国钼精矿产量 (吨)	33
图表 114: 国内主流钢厂钼铁钢招量继续增加 (吨)	33
图表 115: 造船完工量(载重):全球:累计值 (万吨)	33
图表 116: 钛精矿 TiO ₂ > 47%价格阶段性回落 (元/吨)	34
图表 117: 中国钛矿净进口: 累计 (吨)	34
图表 118: 中国钛精矿产量 (万吨)	34
图表 119: 中国海绵钛产量 (万吨)	34
图表 120: 稀土矿价格 (万元/吨, 万元/吨)	34
图表 121: 金属氧化物价格 (万元/吨, 万元/吨)	34
图表 122: 金属氧化物价格 (万元/吨, 万元/吨)	34
图表 123: 镨钕利润测算 (万元/吨, 万元/吨)	34

一、重点关注：24年有色行业盈利改善，“资源为王”特征进一步凸显

整体来看，2024年有色行业盈利改善，“资源为王”特征进一步凸显。2024年有色矿端供给维持刚性，宏观波动加剧情况下企业资本支出更加谨慎，叠加各国出口政策限制，供给约束进一步增强。需求端在逆全球化背景下各地域需求割裂现象凸显，传统需求框架适用性下降，欧美再工业化和新兴市场经济增长成为主要需求增强点。从业绩来看，2024年有色板块营收和归母净利润小幅增长，行业景气度逐步持续改善。同时“资源为王”特征进一步凸显，预计在供给刚性下，矿端持续受益而冶炼端承压状态或长期持续。

2024年有色行业中资源型企业盈利更强，铜、金、铝、锡、钨等品种受市场关注度提升。2024年资源稀缺性及战略性日益凸显，矿端扰动加剧，资源端盈利提升，冶炼端相对承压，有色行业市场更关注于资源型企业，铜、金、铝、锡、钨等品种受市场关注度提升。同时国内上市企业加大勘探投入和海外布局力度，积极并购增储，保障资源安全。

关税来回扰动，有色价格回归基本面。4月初工业金属受美国贸易关税影响大幅波动，而后有色整体价格逐步反弹，随着中美谈判超市场预期，有色价格走势回归基本面。小金属继续表现亮眼，国内进一步强化出口管制，钨价创出新高，国内稀土价格弱势震荡，海外价格大幅上涨，稀土已成为关键战略资源，政策博弈或进一步强化。

国内加大资源出口管制力度，海外国家加大矿产合作投资开发力度。(1) 5月9日，我国开展打击钨、稀土等战略矿产走私出口专项行动；(2) 澳大利亚总理承诺设立关键矿产战略储备；(3) 沙特与印尼签署矿业领域合作协议；(4) 乌兹别克斯坦同美国签署矿业投资协议；(5) 尼日利亚吊销矿业许可证；(6) 加纳自5月1日起全面禁止外国人和个人进行黄金交易；(7) 印度与智利签署战略合作协议；(8) 俄美谈判合作开发俄罗斯稀土项目；(9) 尼日利亚与南非签署矿产协议以推动经济多元化。

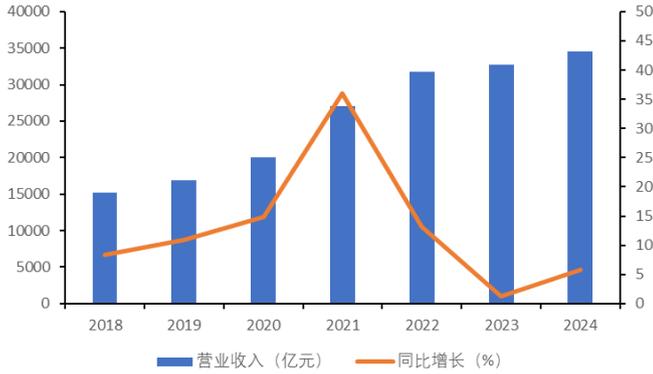
印尼调整镍矿特权使用费与政府条例，美国加速矿业领域投资审批。(1) 印尼调整镍矿特权使用费与政府条例；(2) 智利 Codelco 将向印度冶炼厂供应铜精矿；(3) 赞比亚2025年铜产量可能增至近100万吨；(4) 阿尔蒙蒂工业公司钨产品或不受关税影响；(5) Alphamin 将重启 Bisie 矿山运营；(6) 瑞典矿企 Boliden 收购两座锌铜矿山；(7) 美国铋业公司重启墨西哥冶炼厂。

二、有色行业及分品种 2024 年年报总结

2.1 2024 年有色行业景气度稳步提升

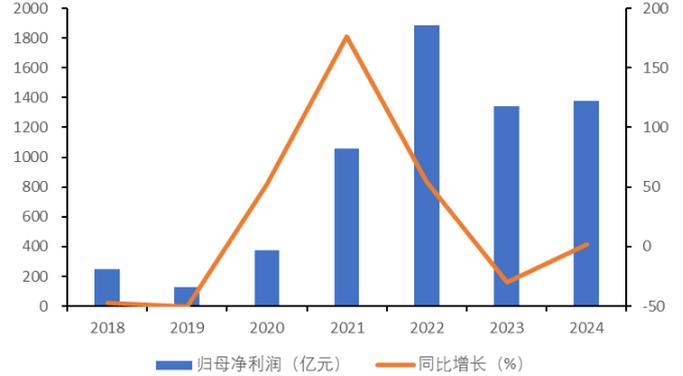
从业绩来看，2024年有色板块营收小幅增长，但成本涨幅低于营收行业盈利进一步改善。在矿端供给刚性下，我们预计矿端持续受益而冶炼端承压状态或长期持续。2024年，有色金属行业（申万一级）实现营业收入3.47万亿元，同比增长5.86%，实现归母净利润1384.09亿元，同比小幅增长1.77%。2024年有色行业收入、利润均平稳小幅增长，行业景气度稳步回升。

图表 1：2024 年有色行业营业收入小幅增长



资料来源：wind，五矿证券研究所

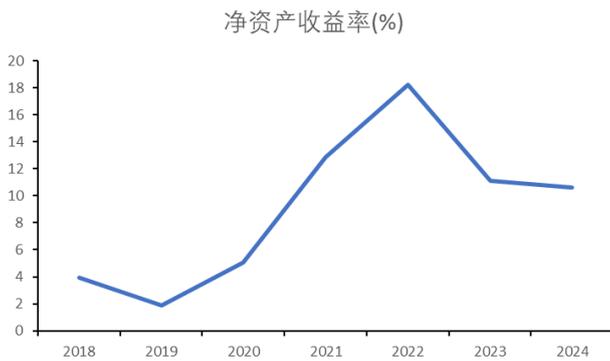
图表 2：2024 年有色行业归母净利润小幅增长



资料来源：wind，五矿证券研究所

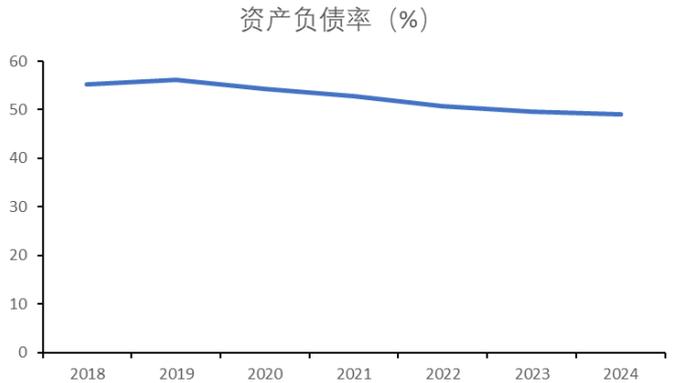
2024 年有色行业资产负债率改善，净资产收益率小幅下降。2024 年，有色行业资产负债率 49.03%，同比下降 0.61pct，继续改善，仍处于下行趋势。2024 年有色行业净资产收益率 10.6%，较 2023 年小幅下降。

图表 3：2024 年有色行业净资产收益率小幅下降



资料来源：wind，五矿证券研究所

图表 4：2024 年有色行业资产负债率持续改善



资料来源：wind，五矿证券研究所

2.2 中国上市样本铜矿企业 2024 年年报总结

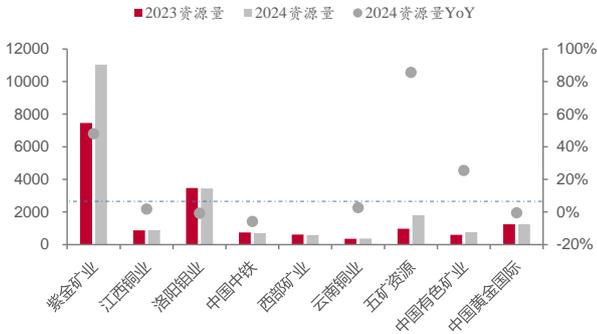
根据已披露年报、布局铜矿的 9 家中国企业（紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业、云南铜业、中国有色矿业、五矿资源、中国中铁、中国黄金国际、西部矿业等），我们对其产量、资源量、储量、成本、战略规划等进行分析。

2024 年中国样本企业积极增储。根据公司公告，2024 年样本铜企合计资源量同比+27%，合计储量同比+25%。紫金矿业的铜资源量仍旧保持第一，储量同比增速也领先同行。从资源量和储量的同比增速来看，紫金矿业、五矿资源、中国有色矿业同比增速较大，实现的主要方式为并购或勘探。

1) 并购：五矿资源并购科马考铜矿，资源量同比+59%。紫金矿业 2024 年境外并购秘鲁阿瑞那铜金矿及对万国黄金的投资，新增铜权益资源储量 278 万吨；境内实现西藏朱诺铜矿 5% 权益并购，进一步提升权益资源量。2025 年初，紫金矿业公告拟收购藏格矿业控制权，其中包括西藏巨龙铜矿 30.78% 权益。

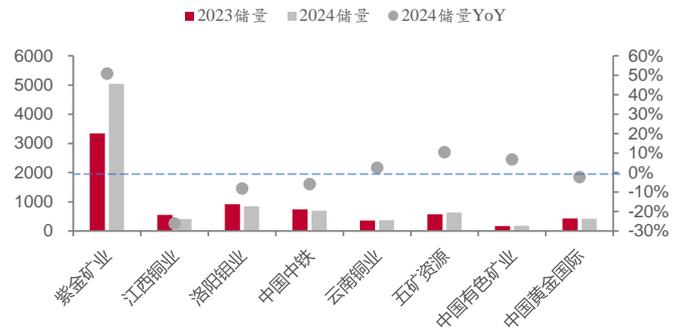
2) 勘探: 紫金矿业 2024 年勘探投入 3.95 亿元, 同比+4%, 勘查新增铜探明、控制和推断的权益资源量 264.86 万吨。除此之外, 紫金矿业通过扩大规模和技术指标优化, 实现了资源高效利用, 其中巨龙铜矿新增铜备案资源量达 1,472.6 万吨。中国有色矿业通过深边部找矿新增资源量近 60 万吨, 同比+10%。

图表 5: 2024 年中国头部铜企资源量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 6: 2024 年中国头部铜企储量 (万吨)

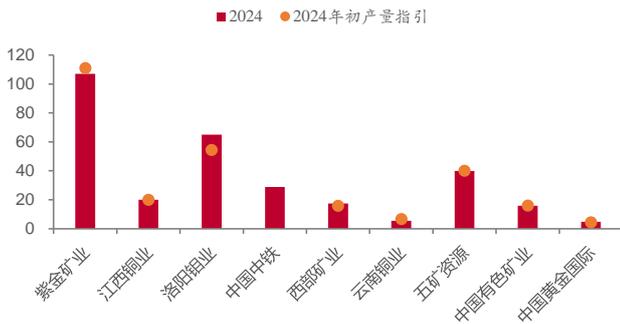


资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

2024 年中国头部铜企产量超预期。 2024 年矿产铜产量合计为 304 万吨, 样本铜企的合计产量同比+42 万吨, 同比+16%。相较于 2024 年初的产量指引, 2024 年实际合计产量超过 2024 年初的产量指引, 比年初产量指引高 3%, 主要得益于洛阳钼业超预期完成, 实际产量比预期高 11 万吨, 比产量指引高 19%。在样本铜企中, 2024 年紫金矿业和云南铜业的实际产量低于产量指引, 主要因为刚果(金)地区缺电、天气、品位下滑以及部分 ESG 问题等。

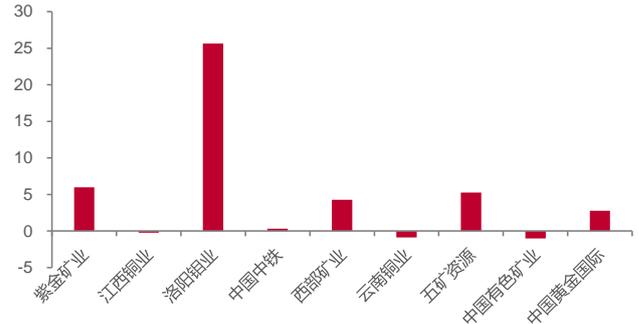
从贡献产量增量来看: 不考虑中国黄金国际低基数的影响, 同比增速方面, 洛阳钼业、五矿资源以及紫金矿业的同比增速较高, 均超过 5%; 同比增量也为行业领先, 均超过 5 万吨。

图表 7: 2024 年中国头部铜企实际产量及 24 年年初的产量指引 (万吨)



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 8: 2024 年中国铜企产量同比变化 (万吨)



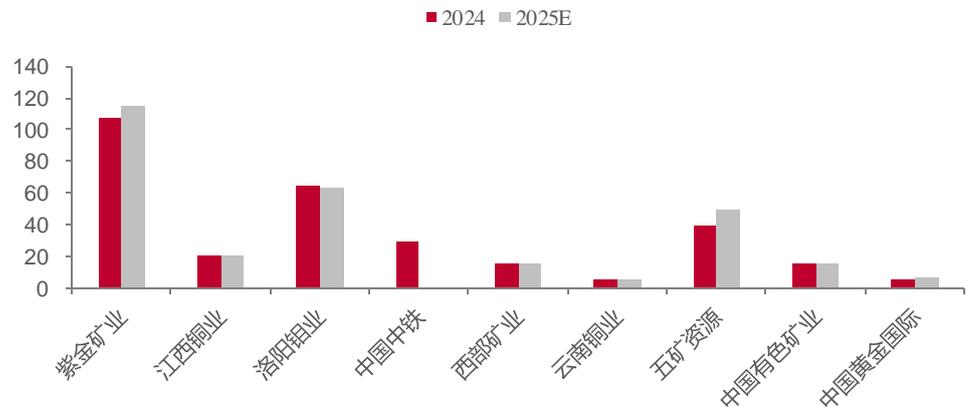
资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

展望 2025 年, 根据已经披露产量指引的 7 家中国铜企 (紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业、云南铜业、五矿资源、中国黄金国际、西部矿业等) 来看, 2025 年合计产量增速为 6%, 同比增量为 17 万吨左右, 中国铜企贡献 2025 年全球主要增量。

样本中国铜企合计产量增长较快。 从横向来, 2025 年产量指引同比增量较多的为五矿资源和紫金矿业。其中, 五矿资源的铜产量增速较大, 主要是 Las bambas 和 Khoemacqu 增产; 紫金矿业在 2025 年的增量主要来自于刚果(金)的卡莫阿矿山和科卢韦齐铜矿。从纵向来看, 2024-2025 年两年连续有增量的公司为五矿资源和紫金矿业 (同比增量>4 万吨), 其他样本铜企产量保持稳定。

未来中国铜企增产可期。根据公司公告，2028年紫金矿业和洛阳钼业远期规划新增40/27万吨，2025-2028CAGR为10%/13%。五矿资源目前已经披露的新增产量为12万吨，主要增量以新并购的科马考铜矿为主。

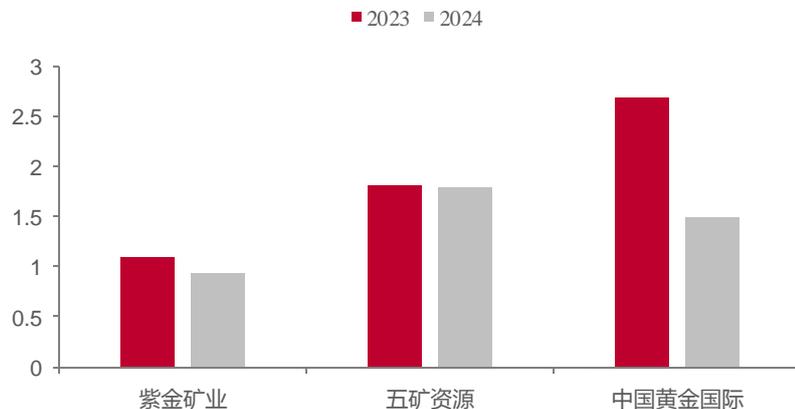
图表 9: 2025 年中国头部铜企产量同比+6%



资料来源：公司公告,五矿证券研究所

2024 年中国样本铜企成本同比下降。五矿资源、紫金矿业和中国黄金国际披露 C1 成本，2024 年 3 家铜企 C1 成本同比均有所下降。例如紫金矿业 C1 从 2023 年 1.1 美元/磅下降至 0.93 美元/磅，主要为物资采购成本下降、采矿外包工程成本下降等；五矿资源的 Las bambas 受益于铜产量增加和现金生产费用的降低。从其他披露销售成本的企业来看，中国有色矿业的单吨成本也同比下降 2% 左右。

图表 10: 中国部分矿企铜 C1 现金成本 (美元/磅)



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

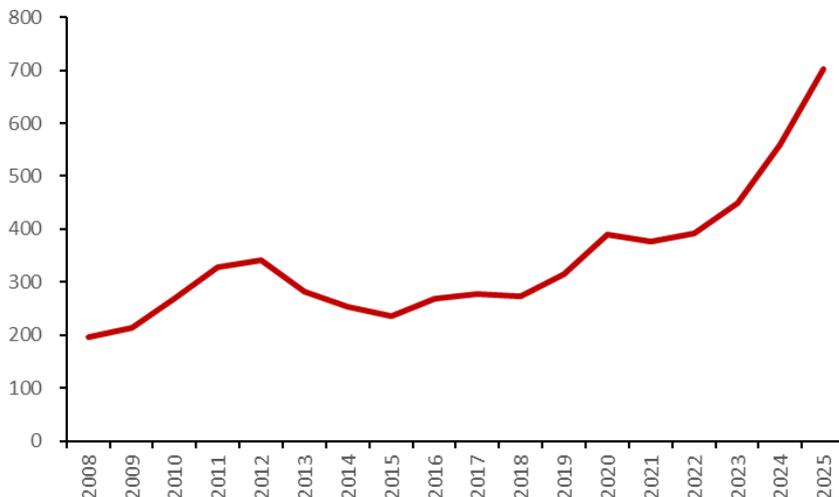
2.3 中国上市样本黄金企业 2024 年年报总结

根据已披露年报，选择赤峰黄金、山金国际、湖南黄金、中国黄金国际、西部黄金、四川黄金、中金黄金、山东黄金、招金矿业等 9 家企业作为样本企业对其 2024 年年报进行分析总结。

金价带动板块利润同比高增。2024 年金价平均同比+24%，样本黄金企业产量合计同比+4%，

营收同比+26%，毛利同比=41%，归母净利润同比+57%。其中，山东黄金、山金国际、中国黄金国际的产量同比增速较高。

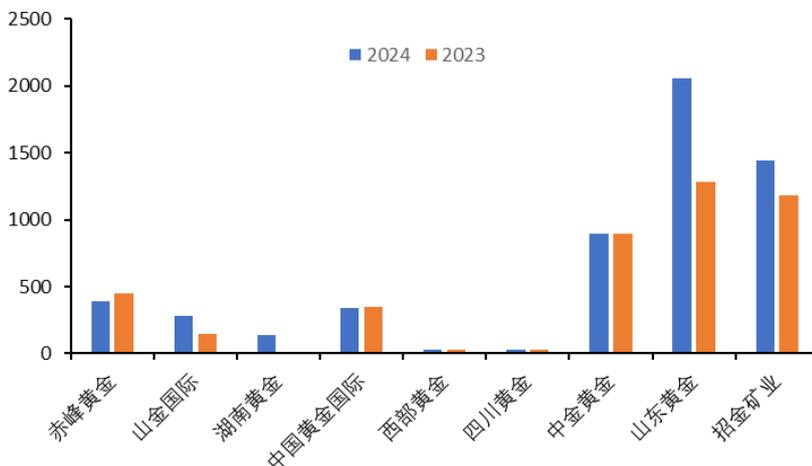
图表 11：历史黄金价格年度均价（元/吨）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

样本企业资源量同比+25%。2024 年山金国际、山东黄金和招金矿业的资源量增长较快，并购和勘探贡献了主要增量。其中，2024 年山金国际完成 OsinoResourcesCorp.100% 股权并购，获得纳米比亚的 TwinHills 金矿项目，新增金资源量共计 127 吨。2024 年招金矿业完成对铁拓全资收购，并收购科马洪金矿 60% 股权，同时加大探矿增储投入力度，2024 年金资源量同比+261 吨。

图表 12：样本企业黄金资源量显著增长（单位：吨）



资料来源：各公司 2023 及 2024 年年报，五矿证券研究所

2.4 中国上市样本铅锌企业 2024 年年报总结

2024 年中国铅锌板块整体呈现“采矿端受益、冶炼端承压”的分化格局，随着资源整合、行业集中度的加速提升，具备上游资源优势和在产业链中拥有高技术壁垒的企业有望持续领跑，部分下游冶炼企业则可以就新材料开发、再生金属提高自给率等方式实现转型突围。

选取布局铅锌行业具有代表性的 12 家上市企业（驰宏锌锗、兴业银锡、中金岭南、华钰矿

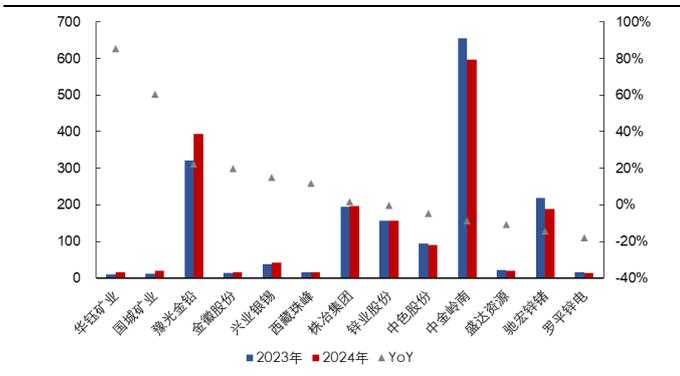
业、国城矿业、金徽股份、中色股份、盛达资源、西藏珠峰、豫光金铅、锌业股份、罗平锌电)，根据各企业披露的 2024 年年度报告对其进行分析。

2024 年中国铅锌样本企业加强勘查、收购，进一步提高资源接续能力。驰宏锌锗于 2024 年 1 月完成对青海鸿鑫 100%的股权收购，青海鸿鑫拥有 1 个采矿权和 2 个探矿权，铅锌精矿产能为 3.5 万金属吨/年。中金岭南 2024 年通过勘查新增铜铅锌金属资源量 82.96 万吨，其中凡口铅锌矿新探获铅锌金属资源量 14.18 万吨，盘龙铅锌矿新探获铅锌金属资源量 3.2 万吨。2024 年 7 月，中金岭南成功竞得新兴县天堂铅锌铜多金属矿（铅锌金属资源量 59.04 万吨）普查探矿权。国城矿业子公司中都矿产于 2025 年 1 月取得安徽省凤阳县金铅锌矿采矿许可证，该项目保有锌金属量 32,165 吨，铅金属量 43,357 吨。金徽股份收购豪森矿业 49% 的股权，通过公开竞拍取得甘肃省徽县东坡铅锌矿普查探矿权、甘肃省徽县洛坝空白区采矿权。中色股份组织开展了深边部勘查增储项目，增加白音诺尔铅锌矿铅锌金属量 4.4 万吨。盛达资源收购金山矿业 33% 股权，金山矿业目前为盛达资源全资子公司。

2024 年铅锌市场整体呈现“价格上涨、加工费下跌”的格局。2024 年锌价在宏观利好与供需错配的双重作用下，整体震荡上行，沪锌 2024 年均价 23330 元/吨，同比增长 8.53%。2024 年上半年铅价受国内矿端偏紧、回收商废电瓶囤货及中国铅锭新国标实施预期等影响上行，下半年“783 号令”落地，回收端废电瓶由囤货转向抛货，同时持续进口铅锭情况下，铅价有所回落，铅价均值同比增长 9.97%。

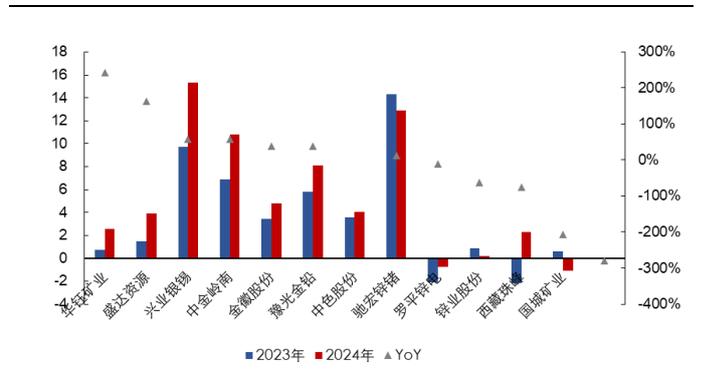
2024 年中国样本铅锌企业整体呈现采矿端受益、冶炼端承压的特征。龙头企业通过资源整合与技术升级实现盈利增长，部分冶炼企业受成本压力、资产减值等因素拖累陷入亏损。**从营业收入来看，资源端企业通过产能释放以及矿产品价格抬升实现营收增长：**华钰矿业 2024 年营业收入同比增长 85.27%，主要受益于其银锑矿产量提升；国城矿业（60.37%），其银精矿产销收入为其贡献了主要营收增量。**受加工费低迷，原料短缺双重影响，冶炼端企业营收普遍收缩：**中金岭南营收同比下滑 8.82%，驰宏锌锗营收同比下滑 14.35%。**从归母净利润来看，同样整体呈采矿与冶炼分化趋势，**受益于铅锌价格上涨和资源整合，多数资源端企业在 2024 年实现净利润的显著增长，如华钰矿业、盛达资源等。部分公司如罗平锌电、锌业股份受冶炼端成本压力，导致净利润下滑。**从资产负债率来看，铅锌板块资源型企业与冶炼型企业的差异显著。**资源端企业资源自给、成本控制能力优势突出，且一般具有较为稳健的现金流，华钰矿业 2024 年资产负债率 29.33%、兴业银锡资产负债率为 34.39%，相对较低，冶炼企业资产负债率相对较高。

图表 13: 24 年中国上市样本铅锌企业营收 (亿元) 及同比增速 (%)



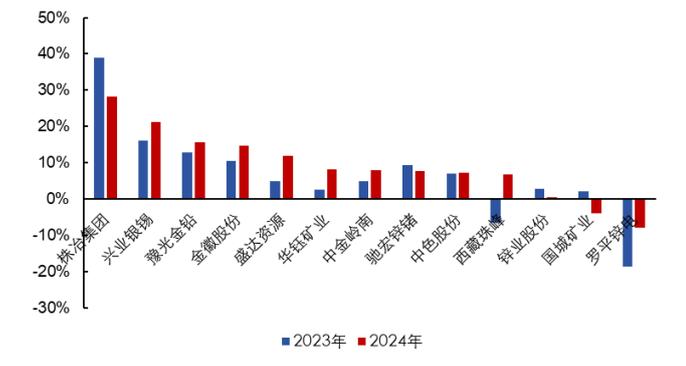
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 14: 24 年中国上市样本铅锌企业归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)



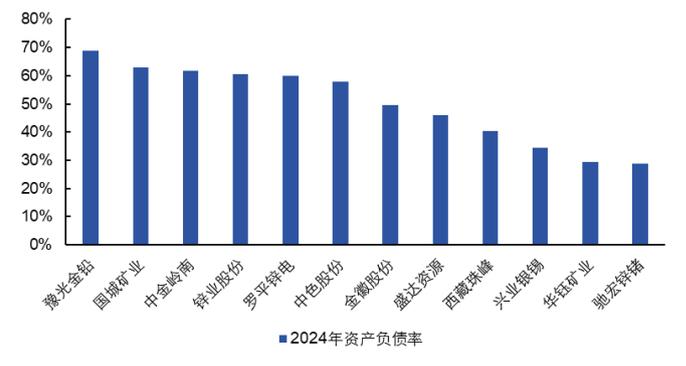
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 15: 2024 年中国主要上市铅锌企业 ROE (%)



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

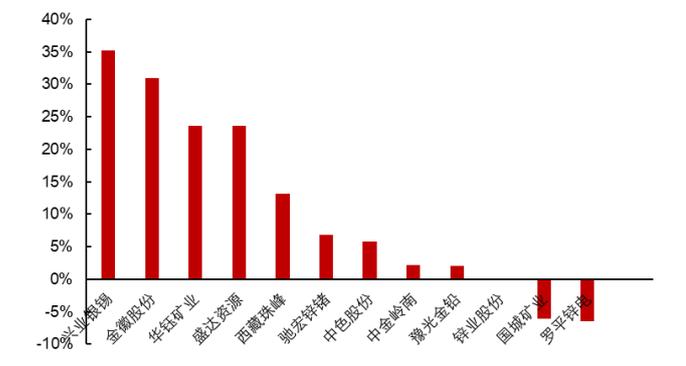
图表 16: 2024 年中国主要上市铅锌企业资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

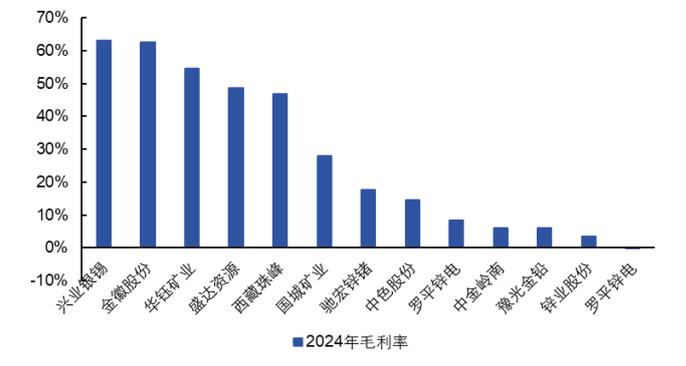
2024 年中国铅锌行业整体呈现“资源为王”特征。兴业银锡、华钰矿业等资源型企业以自有矿山为核心, 毛利率超 50%, 高质量矿产使企业在价格周期波动中展现较强的抗风险能力。豫光金铅、锌业股份、罗平锌电等冶炼端企业, 主要业务依赖于外购原料, 叠加 2024 年精矿加工费下滑, 毛利率被压缩, 盈利弹性受制于上游资源端。**龙头企业通过业务组合降低周期波动风险。**中金岭南 2024 年铜冶炼收入占比 57.03%, 铅锌冶炼收入占比 13.68%, 形成铅锌与铜的协同效应, 弱化单一品种周期影响。驰宏锌锗 2024 年锌合金产量 19.35 万吨, 通过向产业链下游延伸扩产, 对冲加工费下行压力。

图表 17: 2024 年中国主要上市铅锌企业净利率 (%)



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 18: 2024 年中国主要上市铅锌企业毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

2.5 中国上市样本镍钴企业 2024 年年报总结

根据已披露年报、布局镍钴资源加工的 6 家中国企业 (华友钴业、格林美、力勤资源、中伟股份、寒锐钴业、腾远钴业), 我们对其产量和财务经营情况进行分析。

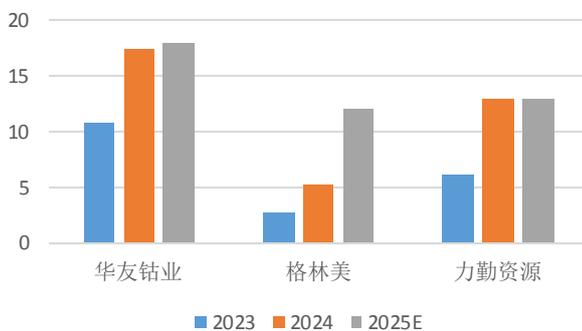
2024 年中国样本企业镍湿法中间品产量继续增加, 产能仍在释放中。根据公司公告, 华友、格林美和力勤资源合计镍湿法冶炼中间品产量 35.7 万镍金属吨, 同比+15.97 万吨/+80.9%, 产量大幅增加主要因为三家印尼项目陆续达产。其中, 华友钴业的华越和华飞项目全部达产, 年产量达到 17.5 万吨, 同比+6.67 万吨; 格林美湿法项目处于产能爆发期, 2024 年产量 5.17 万吨, 同比+91.4%; 力勤资源 2024 年产量预计 13 万吨, 同比+6.8 万吨。

火法冶炼高冰镍 2024 年产能有新进展, 2025 年仍是关键时间节点。中伟股份冰镍 OBESF+RKEF 已经形成产能接近 20 万吨, 其中 RKEF 的德邦、翡翠湾项目年产冰镍 5.5 万

金属吨+NNI（8万吨）项目6万吨产线全部达产，中青（6万吨）项目2万吨全面达产，镍冶炼项目放量带动公司新能源金属产量大幅增长，2024年达到15.42万吨，同比+221.32%。富氧侧吹技术路线冰镍项目中伟中青2万吨，后续产线若能顺利运营，规划产能将陆续按开工建设，2025年或成为OBESF关键节点。

固定资产投资下降，预计湿法项目产量增速回落。多数公司固定资产投资回落。其中，格林美因印尼项目投资集中建成投产，固定资产投资2024年明显增加，达到了119.4亿元；其他主流上市镍钴公司2024年资本开支均有所下降。根据各企业规划，湿法项目产能仍在增加，但增速回落：华友钴业，与淡水河谷、福特汽车合作的12万吨镍金属Pomala项目于2025Q1开工建设，与淡水河谷合作的6万吨镍金属Sorowako项目稳步推进中；格林美在印尼已建成湿法项目15万吨，2025年指引产量12万吨，2027年规划达到21.6万吨以上。

图表 19：镍湿法中间品产量（万吨）



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 20：2024 年主要企业固定资产投资下降（亿元）



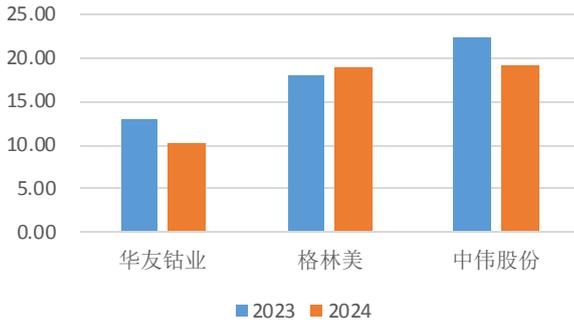
资料来源：Wind，五矿证券研究所

下游方面，三元前驱体产量多数下降，布局钠电规避新能源行业技术路线风险。2024年华友钴业、格林美、中伟股份三元前驱体合计产量48.46万吨，同比-4.75万吨/-8.9%。其中，华友和中伟分别-20.1%和-13.6%。

主流前驱体企业均开始钠电布局：格林美，钠电前驱体实现量产，超高压实型层氧钠电正极实现吨级出货，钠电材料万吨级产线建成；华友钴业，钠电前驱体出货量突破300吨，衢州5000吨钠电前驱体改造项目获批；中伟股份，钠系产品实现批量销售，双技术路线成功量产（聚阴离子电性能和物化指标、技术指标持续优化；层状氧化物成本和性能达到领先水平）。

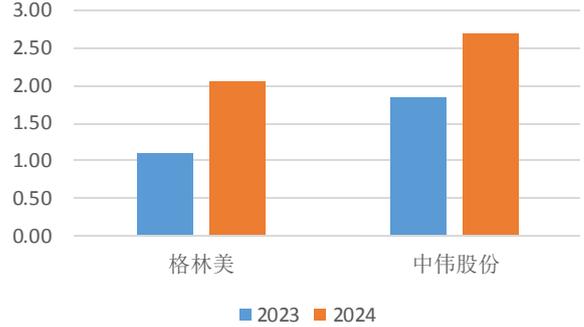
3C需求修复，四氧化三钴产量增加。2024年格林美年产5000吨四氧化三钴产能建成投产，四氧化三钴产量达到2.07万吨，同比+0.97万吨；中伟股份产量达到2.69万吨，同比+0.83万吨。以上两家合计产量4.76万吨，同比+61.0%。

图表 21: 2024 年三元前驱体产量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

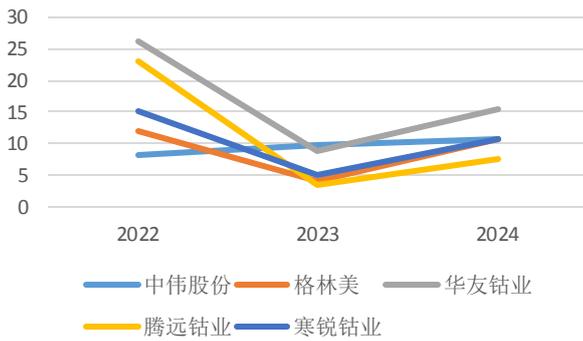
图表 22: 2024 年四氧化三钴产量 (万吨)



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

2024 年企业镍钴毛利率抬升, 主要受资源自给率提高带动。各企业根据不同的资源自给率导致产品毛利率不同, 但钴产品总体趋势向上。镍产品, 镍价下跌导致中间品毛利率下降, 如华友钴业镍中间品毛利率降至 22.2%, 格林美因湿法项目产能释放, 毛利率提升至 17.05%。

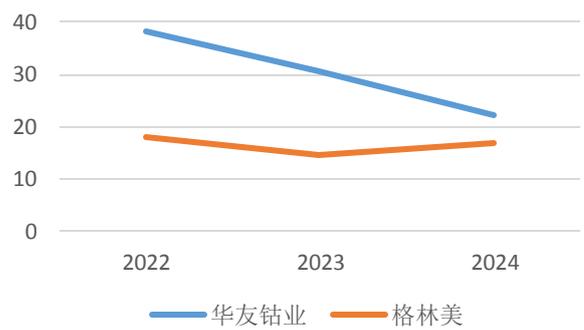
图表 23: 2024 年企业钴产品毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

注: 中伟、格林美为四氧化三钴; 其他为钴产品

图表 24: 2024 年镍产品毛利率 (%)



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

注: 华友钴业为镍中间品; 格林美为镍产品

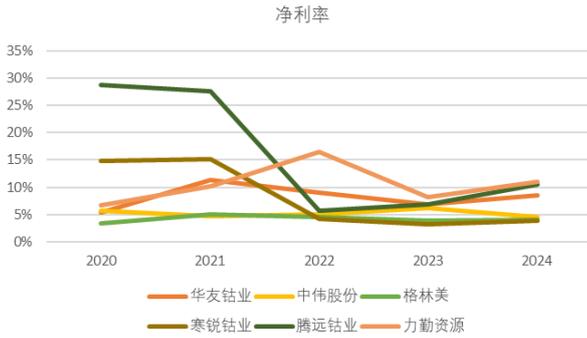
随着前期资产投资产能陆续释放, 企业进行性指标向好。2024 年主要镍钴上市企业净利率多数抬升, 经营性现金流增加, 资产负债率相对稳定。

1) 净利率: 腾远钴业和力勤资源, 净利率达到 10% 以上, 相对较高; 华友钴业一体化优势明显, 净利率 8.5%; 中伟股份、格林美净利率分别为 4.4% 和 4.0%。

2) 净现比: 多数企业净现比明显走高, 经营质量提升。华友钴业经营性现金流大幅提升, 净现比提升至 2.41; 后中伟股份、格林美和寒锐钴业净现比均提升至 2.0 以上; 力勤资源净现比 1.32。

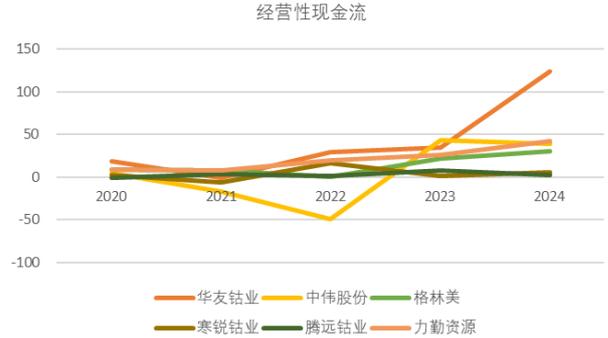
3) 资产负债率: 2024 年主要镍钴企业负债率相对稳定。格林美和华友钴业前期资本支出较高, 资产负债率分别 64.8% 和 64.4%; 中伟股份、力勤资源也处于高速发展期, 资产负债率分别 59.6% 和 53.4%; 钴企业腾远钴业和寒锐钴业负债率较低。

图表 25: 2024 年镍钴主要企业净利率 (%)



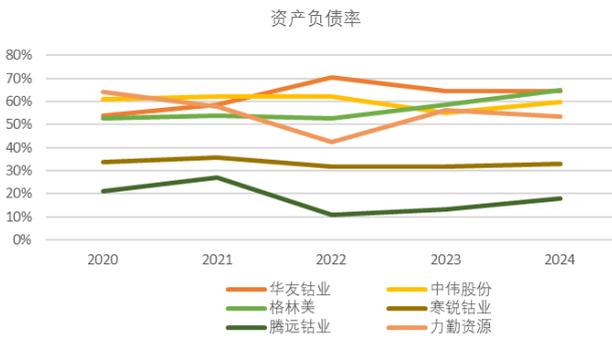
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 26: 2024 年镍钴主要企业经营性现金流 (亿元)



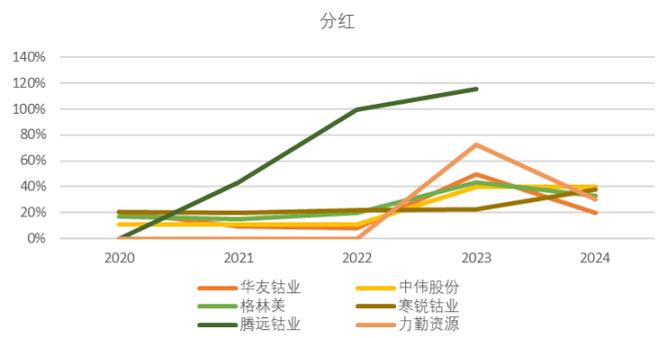
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 27: 2024 年镍钴主要企业资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 28: 2024 年镍钴主要企业分红比率 (%)



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

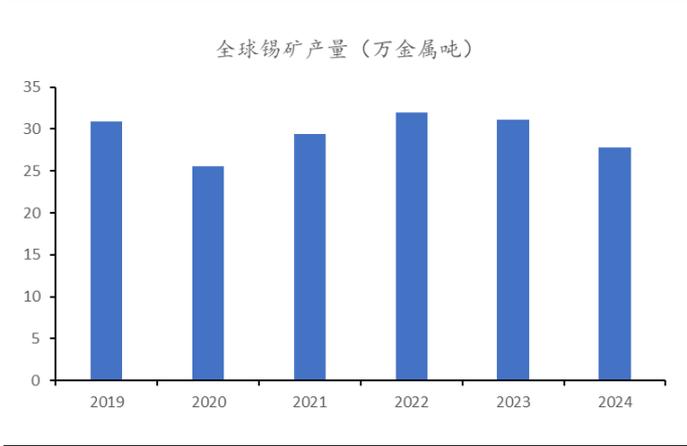
2.6 中国上市样本锡矿企业 2024 年年报总结

我们选取布局锡矿行业具有代表性的 3 家上市企业 (锡业股份、兴业银锡、华锡有色), 根据各企业披露的 2024 年年度报告对其进行分析。

总体来看, 2024 年锡作为与半导体密切相关的小金属受市场关注度明显提升, 资源稀缺性及战略性日益凸显, 矿端扰动加剧, 资源端盈利提升, 冶炼端持续承压, 国内锡企上市样本锡企锡矿和锡锭总产量稳定增长, 储量保持不变, 建议国内锡企加大勘探投入和海外布局力度, 保障资源安全。

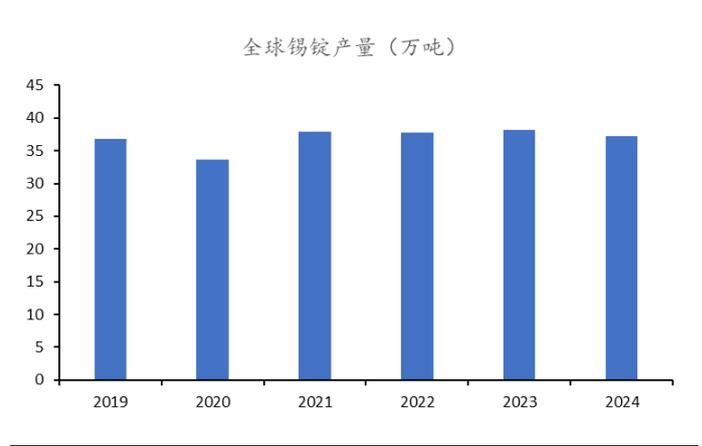
2024 年全球锡矿和锡锭产量同比下降。锡本身为稀有金属, 地壳含量较低, 可用资源有限, 资源稀缺性及战略性日益凸显。2024 年东南亚传统锡矿主产国持续收紧关于锡资源开采的政策, 导致全球锡矿供应收紧, 加工费持续低位运行。据 ITA, 2024 年全球锡矿产量 27.84 万吨, 较 2023 年减少 3.25 万吨, 同比下降超过 10%。2024 年全球锡锭产量 37.19 万吨, 较 2023 年减少 1.05 万吨, 同比下降 2.7%, 受再生锡产量补充影响, 降幅低于矿产锡。

图表 29：2024 年全球锡矿产量下降



资料来源：锡业股份 2024 年年报，ITA，五矿证券研究所

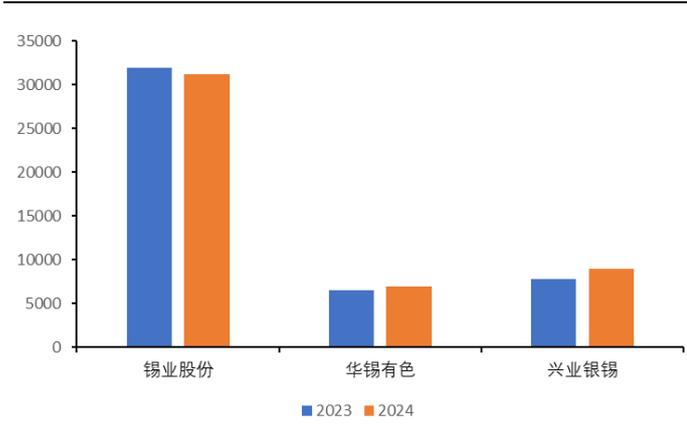
图表 30：2024 年全球锡锭产量下降



资料来源：锡业股份 2024 年年报，ITA，五矿证券研究所

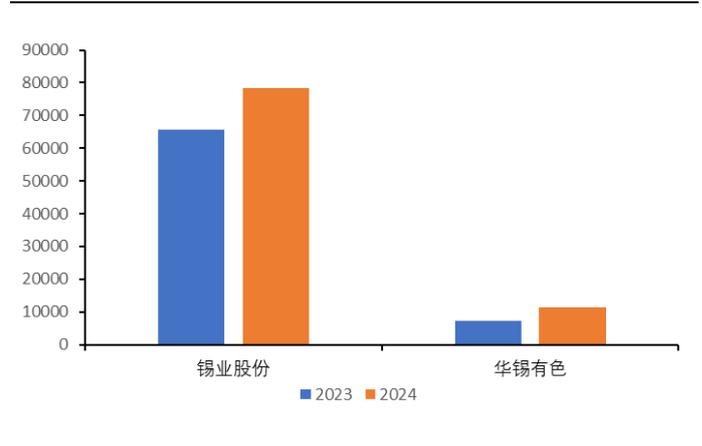
2024 年国内上市样本锡企锡矿和锡锭总产量稳定增长。锡矿端，除锡业股份 2024 年锡矿产量小幅下降外，兴业银锡和华锡有色均稳定增长，国内上市样本锡企合计矿产锡产量 4.7 万金属吨，较 2023 年小幅增长。锡锭端，2024 年锡业股份和华锡有色锡锭产量均显著增长，其中锡业股份锡锭产量达 7.8 万吨，继续位列全球精锡生产商第一，华锡有色锡锭产量达 1.1 万吨，同比增长超过 50%。

图表 31：2024 年国内上市锡企锡矿产量小幅增长



资料来源：Wind，五矿证券研究所

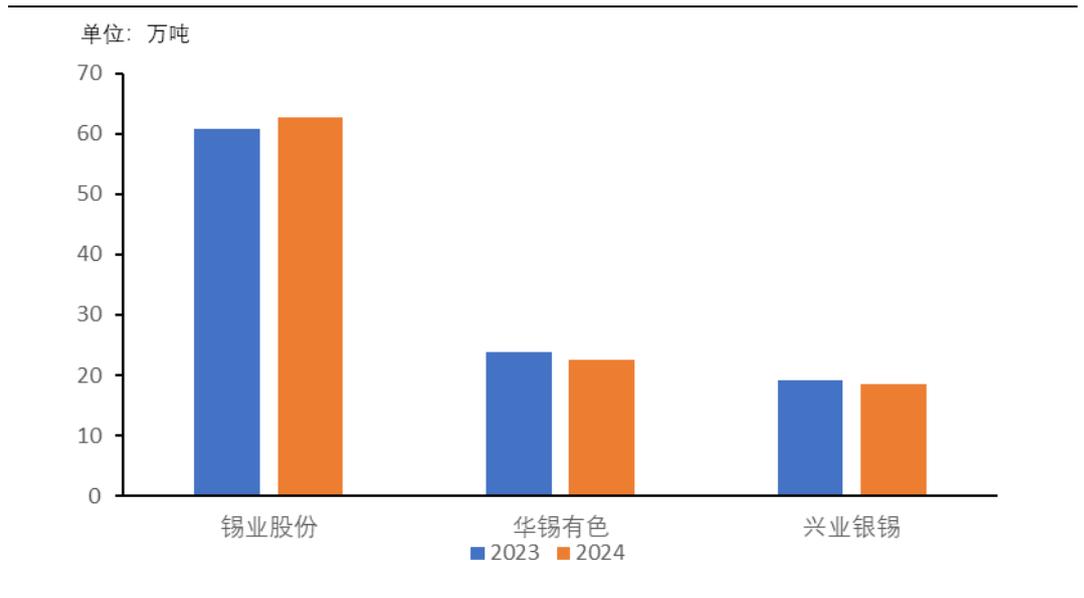
图表 32：2024 年国内上市锡企锡锭产量增加



资料来源：Wind，五矿证券研究所

2024 年国内上市样本锡企锡矿整体储量基本不变。各企业持续加大勘探投入，其中 2024 年锡业股份勘探支出达 1.01 亿元，新增锡资源量 1.76 万金属吨，兴业银锡主力银漫矿区 2024 年勘探投入超过 1 亿元，华锡有色加大探矿增储力度，扩大现有资源储量优势，2024 年华锡有色和兴业银锡锡储量小幅下降，整体来看 2024 年国内上市样本锡企整体储量基本不变。

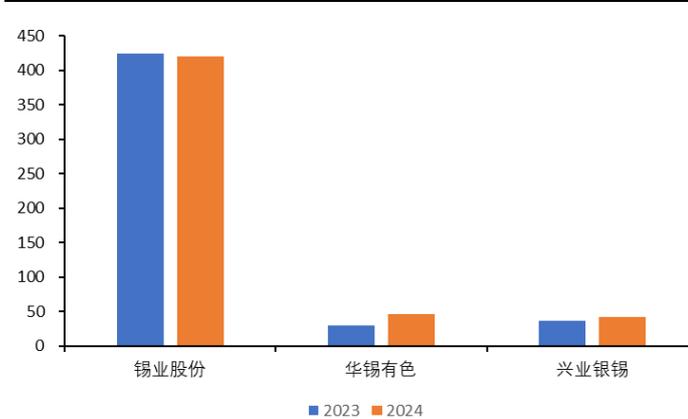
图表 33：国内上市锡企锡储量保持不变



资料来源：Wind，五矿证券研究所

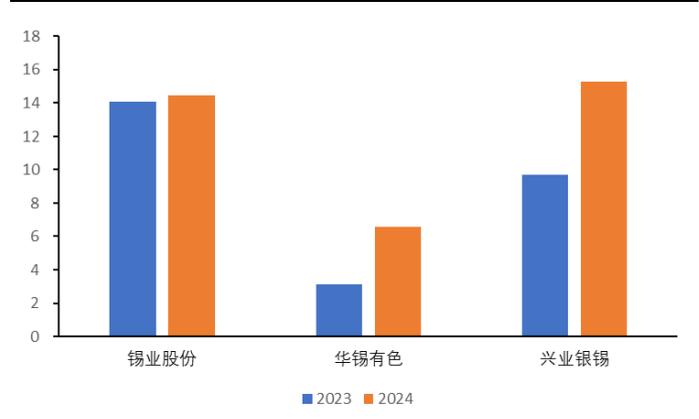
2024 年国内上市样本锡企收入和净利润同比增长。受益于锡价上涨、成本优化等因素，2024 年国内上市样本锡企整体营收和归母净利润均实现增长，其中锡业股份 2024 年营收小幅下降，归母净利润小幅增长，除锡业股份外，华锡有色和兴业银锡营收和归母净利润均显著增长，且盈利增幅大于营收。

图表 34：2024 年国内上市锡企营收小幅增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 35：2024 年国内上市锡企归母净利润显著增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

2.7 中国上市样本钛材企业 2024 年年报总结

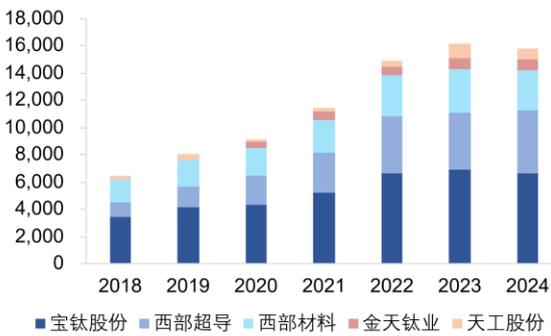
我们选取钛材产业 5 家具代表性公司：宝钛股份、西部超导、西部材料、金天钛业、天工股份做总结。

2024 年钛材市场呈现“供大于求、以价换量”态势。根据钛工业发展报告，2024 年中国海绵钛产量 25.6 万吨，同比+17.6%；钛锭实际产量预计在 19 万吨以上（主要企业统计为 16 万吨，同比+6%），钛加工材 17.2 万吨，同比增长 8.1%。需求端，2024 年中国钛材消费 15.1 万吨，同比+1.6%，主要消费领域情况：1) 化工：消费占比 48.5%，但化工用钛首次出现萎缩（消费量 7.3 万吨，同比-0.9%），PTA 行业产能过剩导致钛设备投资缩减，化工钛管价格

从 8.5 万元/吨跌至 7.2 万元/吨。作为主要消费领域，化工与民用需求疲软引发价格战，中小企业面临营收压力；2) 航空航天：消费占比 21.3%，全年增量最多（消费量 3.2 万吨，同比 +10%），航空航天市场需求稳固且价格维持高位，为相关企业带来稳定收益；3) 消费电子：得益于手机钛合金中框及折叠屏铰链应用拓展，3C 成为第三大用钛领域，消费量达 1.1 万吨，中国占据全球高端钛部件供应链的大部分订单。

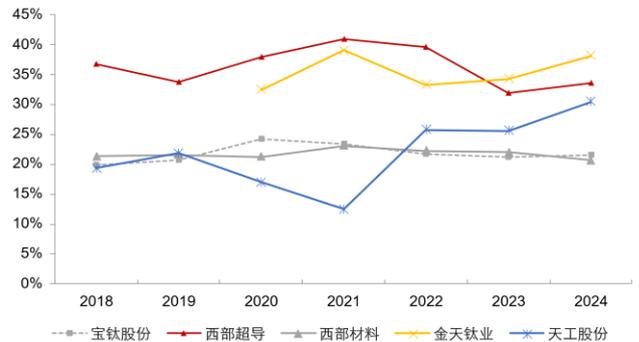
在供大于求现实下，龙头企业通过技术优势及高端市场渗透实现利润增长，抵消营收下滑压力。根据钛工业发展报告，2024 年头部企业毛利率达 20% 以上，普通钛材企业毛利率仅 5% 左右。2024 年，宝钛股份营收 66.6 亿元（同比-3.9%），归母净利润 5.76 亿元（同比+5.9%）；金天钛业、西部超导营收及净利均实现增长，西部超导营收 46.1 亿元（同比+10.9%），归母净利润 8 亿元（同比+6.4%）；金天钛业营收 8.08 亿元（同比+0.9%），归母净利润 1.58 亿元（同比-19.6%）。

图表 36：2024 年中国主要上市钛材企业营业收入（百万元）



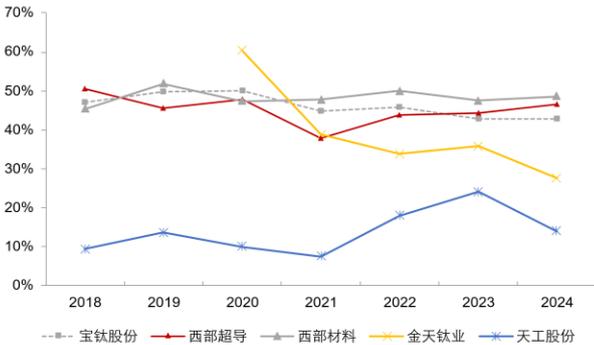
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 37：2024 年中国主要上市钛材企业毛利率 (%)



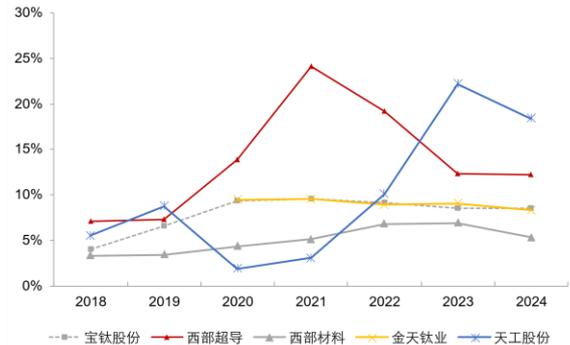
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 38：2024 年中国主要上市钛材企业资产负债率 (%)



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 39：2024 年中国主要上市钛材企业 ROE (%)

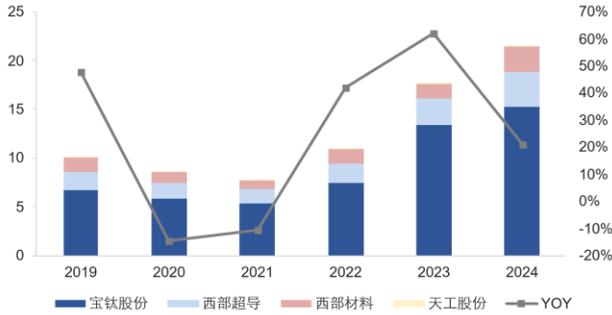


资料来源：公司公告，五矿证券研究所

当前钛材企业对外出口逐渐增长，但仍以国内市场为主。2024 年，宝钛股份国外收入达 15.3 亿元（同比+14.8%），占营收比重达 23%，为是五家中占比最高者，其次为西部超导（3.5%）与西部材料（2.6%）。我们认为，全球商业航空航天和国防工业将继续推高钛需求，中国钛材对国际市场的供应将持续增长，但其不确定性在于俄乌冲突局势下，对于中国钛产品的认证周期及市场拓展窗口期能维持多长时间，结束后受制裁俄罗斯钛是否会重新进入欧洲市场。

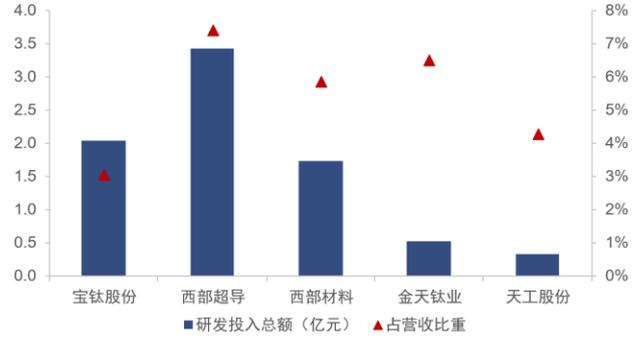
研发投入呈现行业方向多，企业专精的特征。2024 年，主要钛材企业研发投入强度根据研发投入总额占营收比重为：西部超导（7.4%）>金天钛业（6.5%）>西部材料（5.9%）>天工股份（4.3%）>宝钛股份（3.1%）。

图表 40：2024 年中国主要上市钛材企业国外收入及同比（亿元）



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 41：2024 年中国各上市钛材企业研发投入及占营收比重



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

2.8 中国上市样本钨企 2024 年年报总结

选取具钨产业 8 家具代表性公司：厦门钨业、章源钨业、翔鹭钨业、沃尔德、华锐精密、恒锋工具、欧科亿、新锐股份。

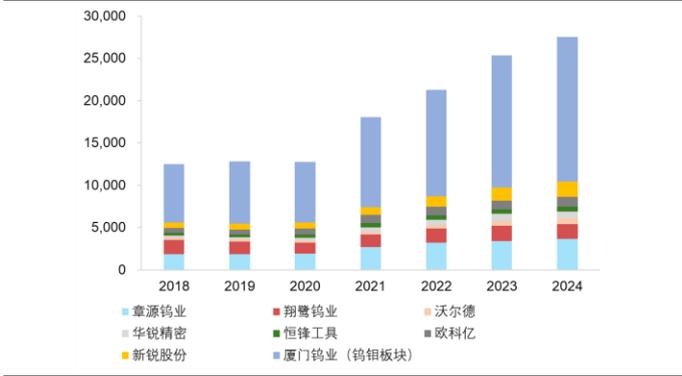
2024 年钨市场呈现“供应偏紧、价格高位震荡”的格局。全年 65%黑钨精矿均价约 13.63 万元/吨，同比上涨 14%，APT 均价 20.18 万元，同比+12.7%。钨价上涨导致成本刚性上升，叠加刀具产能扩张竞争加剧，刀具业务利润空间缩减。国内主要钨企通过产业链一体化布局 and 高端化转型应对市场波动，盈利能力分化明显。我们认为，中长期由于资源供给刚性（全球新矿山建设周期长）与需求弱复苏格局下，兼具资源自给能力和精深加工能力的企业将持续受益。

高端替代及出海趋势，下游硬质合金业务营收增长普遍。2024 年，厦门钨业钨钼板块营收 170.84 亿元，毛利率 26.4%（同比-2.37pct），其中硬质合金销量同比+8%，切削工具在 3C、航空航天和新能源汽车领域的增长突出，营收同比+7%。刀具方面，根据中国机床工具工业协会的预测，中国切削刀具市场规模在 2030 年将达到 631 亿元人民币，年复合增长率为 4.14%。

国内硬质合金产能扩张导致中低端产品供给过剩，利润存在分化。欧科亿营收 11.27 亿元，归母净利 0.57 亿元（同比-65.5%），其中数控刀具产品产销量同比减少，营收 5.98 亿元（同比+3.4%），毛利率 29.9%（同比-10.6pct），硬质合金制品产销量同比增加，营收 5 亿元（同比+12.5%），毛利率 15.4%（同比+0.5pct）。

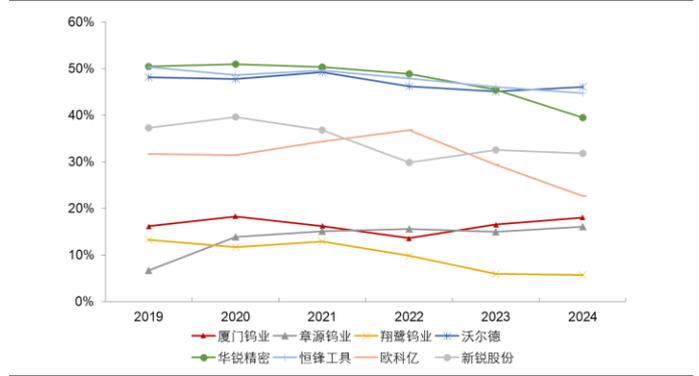
光伏钨丝成重要增长极，厦门钨业占据大部分市场份额。厦门钨业细钨丝全年销量 1,354 亿米（其中光伏用钨丝销量 1070 亿米），销量同比+56%。根据翔鹭钨业预测，2025 年我国光伏切割用钨丝保守市场规模 66.59 亿元，保守需求量将达到 1776 亿米。

图表 42: 2024 年中国主要上市钨企业营业收入 (百万元)



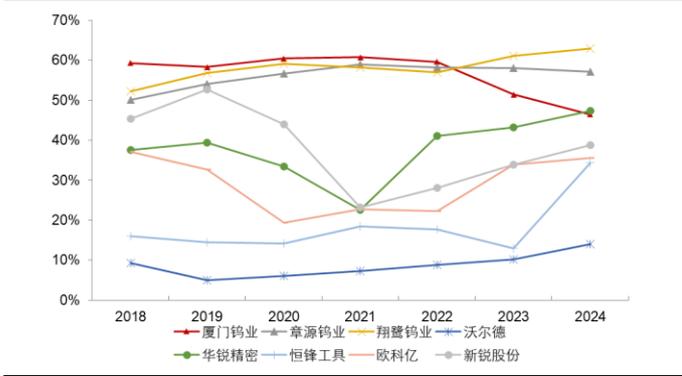
资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 43: 2024 年中国主要上市钨企业毛利率 (%)



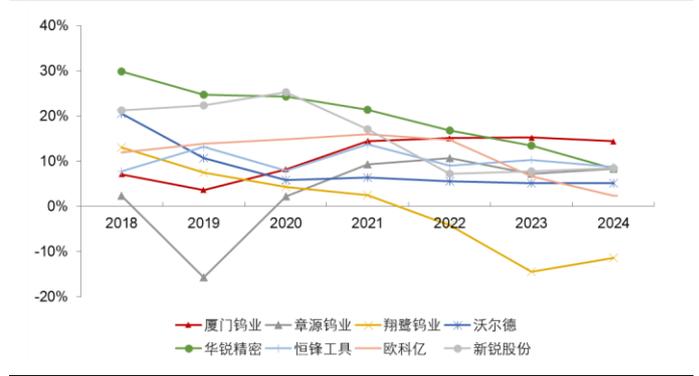
资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 44: 2024 年中国主要上市钨企业资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

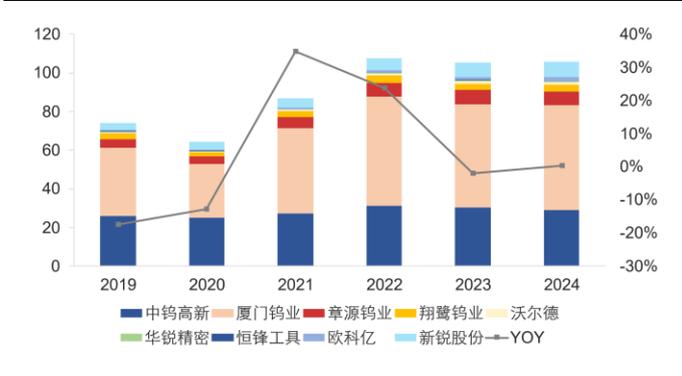
图表 45: 2024 年中国主要上市钨企业 ROE (%)



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

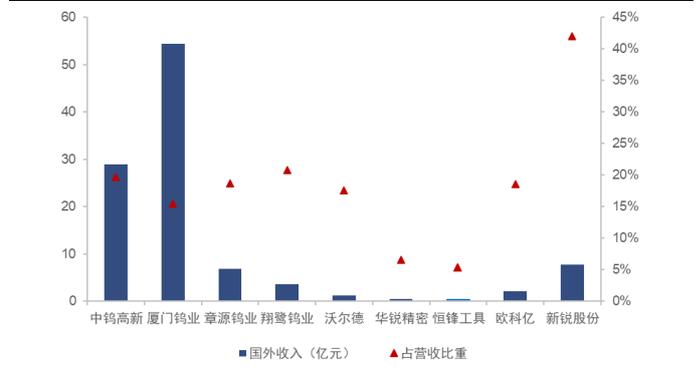
中国钨企加快全球业务布局, 海外销售收入总体微增。根据中国机床工具工业协会统计数据, 2024 年刀具出口额约为 256.53 亿元, 同比增长约 9.8%。中国主要上市钨企业国外收入达 105.8 亿元, 同比+0.4%, 其中厦门钨业、华锐精密、欧科亿、新锐股份、翔鹭钨业的国外收入实现同比增长。欧科亿对外出口表现亮眼, 其海外销售金额 2.09 亿元 (同比+49.2%), 其中数控刀具出口收入 1.72 亿元 (同比+54.6%), 出口占数控刀具产品比重达 28.8%。

图表 46: 2024 年中国主要上市钨企业国外收入及同比 (亿元)



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

图表 47: 2024 年中国各上市钨企业国外收入及占营收比重

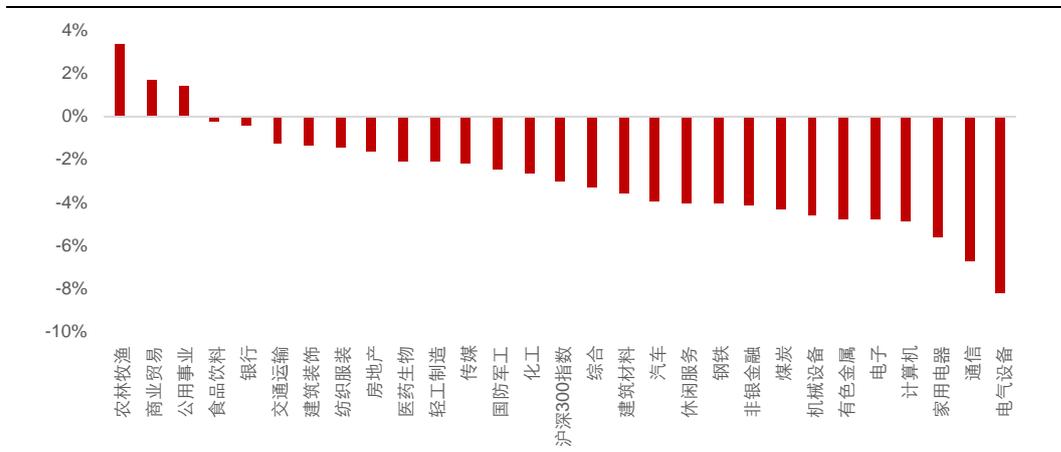


资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

三、市场行情：关税影响除黄金板块外均有下跌

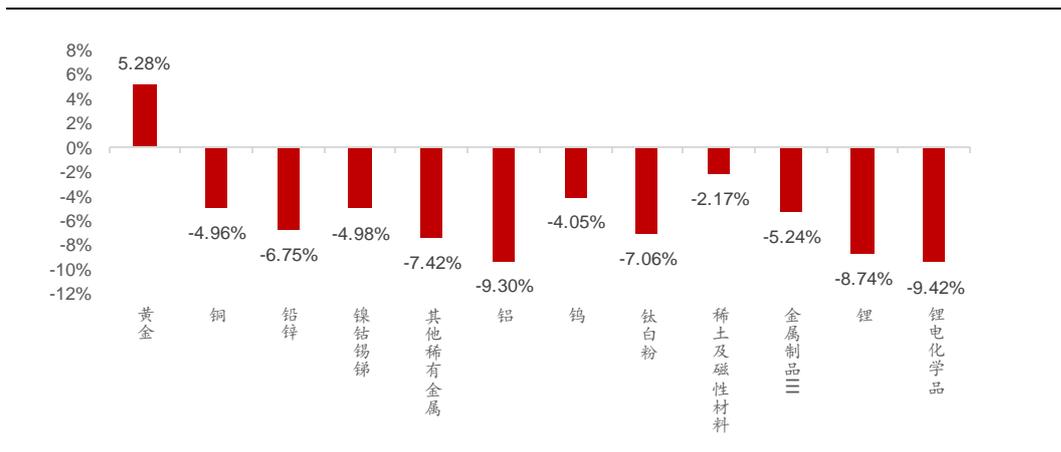
二级市场：四月有色金属板块跌幅较大，黄金继续上涨

图表 48：四月有色金属板块跌幅较大



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 49：二级板块中只有黄金上涨



资料来源：Wind，五矿证券研究所

3.1 工业金属：关税扰动下降，有色回归基本面

铜：宏观政策扰动减弱，铜回归基本面

4月初铜价受美国关税影响大幅下挫，随着中美谈判超预期，铜价回归基本面，叠加受“金三银四”叠加消费政策影响不断走强，4月中旬后铜价震荡回升。铜精矿供应继续收紧，智利矿山因生产年限长、矿山老化及矿石品位下滑导致产量逐年下滑，印尼的新增矿山供应也受到技术障碍和政府出口禁令影响，铜精矿TC仍处于负值，国内冶炼厂利润仍然承压。

需求端仍具韧性，新能源汽车、光伏及风电仍是铜需求主要增长点。“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。2025年4月份全球制造业采购经理指数（PMI）为49.1%，较3月份下降0.5个百分点，连续2个月环比下降，连续2个月低于50%。

铝：宏观情绪缓和，需求逐步恢复

4月铝价呈V型走势，关税政策反复导致市场情绪变化，基本面来看供应天花板临近，国内需求旺季，低库存形成下方支撑，4月氧化铝价格低位企稳。

供给端电解铝接近产能天花板，今后国内铝供应增量将依靠再生铝和进口提供。第一季度，新增产能已经开始逐步兑现到实际产量中，截止四月电解铝运行产能 4409 万吨，预期运行产能 4422 万吨，距离 4500 万吨大关的产能天花板仅一步之遥，未来进一步增长有限。随着氧化铝价格企稳，预焙阳极价格上涨，电解铝利润有所下降。

需求端表现良好，去库趋势有望延续。铝加工处于季节性旺季尾声，各板块开工分化明显，预计铝线缆依旧能保持较好增速，型材板块伴随光伏抢装机动作退坡，开工率有下滑风险，传统领域需求偏弱，但新能源及基建支撑下，去库趋势有望延续。整体来看，铝基本面表现良好，供给强约束下需求稳定，预计铝价仍维持较强运行状态。

锡：刚果（金）锡矿复产，需求边际走弱

刚果（金）Bisie 矿实现复产，缅甸佤邦供应恢复在即。刚果(金) Alphamin Resources 宣布，公司位于刚果(金)东部的 Bisie 锡矿将恢复运营，但 2025 年产量指导下调，实际产能恢复受制约，缅甸佤邦明确复产流程，短期仍需等待。国内云南锡矿环保限产、江西废料供应持续受限，截至上月底，云南地区 40%锡精矿加工费价格为 12500 元/吨，冶炼厂仍承压，广西、湖南、江西地区 60%锡精矿加工费为 8500 元/吨。印尼拟对精炼锡征收特许权使用费，中小型矿企减产压力加剧。

光伏抢装结束，需求端边际转弱。需求端光伏需求随着抢装结束边际转弱，消费电子表现一般，新能源汽车需求良好，传统需求 PVC 等仍较为疲软。整体来看锡基本面变化不大，预计后市以震荡为主。

镍：印尼镍资源费上调，菲律宾或禁止原矿出口

成本支撑增强，但供给端仍过剩。印尼政府宣布实施新矿业特许权使用费政策，将镍、铜等矿产使用费税率上调，其中镍矿费率从固定 10%提高至 14%-19%，旨在推动印尼镍产业链升级，大幅提高镍生产成本，同时市场有消息称菲律宾政府计划自 2025 年 6 月起实施镍矿出口禁令”，进一步增加镍矿紧张局面，但目前看难度较大，目前菲律宾雨季结束后开采装运逐步恢复，印尼镍铁、中间品产能仍有投放预期，增加全球镍市场供应。截至 4 月底 LME 镍库存突破 20 万吨，供给压力较大。

需求整体呈现疲弱态势，不锈钢终端消费复苏不足，新能源方面，受钴价波动及印尼湿法项目投产预期影响，三元材料需求下降，硫酸镍议价困难，高温合金等高端领域需求保持稳定。整体来看，我们预计镍市场仍维持过剩状态，价格或继续承压。

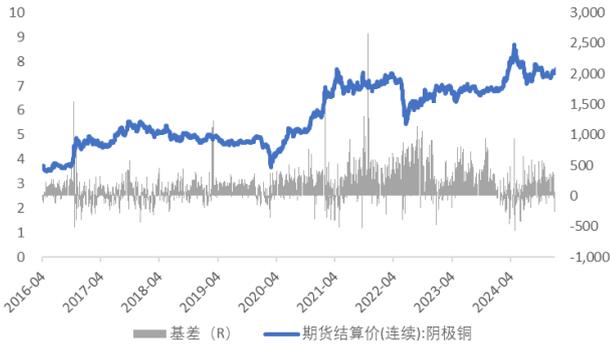
图表 50: 工业金属关键指标月度变化

金属品种		名称	单位	数值	月涨幅	年涨幅/累计同比	累计同比
铜	价格	沪铜期货结算价	万元/吨	7.77	-3.1%	5.3%	-
		现货TC	美元/吨	-40.3	-65.7%	-701.5%	-
		长单TC	美元/吨	23.25	-73.6%	-70.9%	-
	库存	LME铜库存	万吨	20.02	-5.3%	-26.3%	-
		COMEX铜库存	万吨	14.40	49.8%	54.6%	-
		SHFE铜库存期货	万吨	2.82	-79.5%	57.0%	-
铝	价格	铝土矿-澳矿CIF	美元/吨	87	0.0%	6.1%	-
		氧化铝	元/吨	2895	-6.3%	-48.6%	-
		沪铝	万元/吨	2.01	-2.1%	1.5%	-
	利润	预焙阳极价格	元/吨	5470	2.8%	36.1%	-
		电解铝完全成本	万元/吨	1.74	-1.4%	-15.7%	-
		电解铝即时毛利	元/吨	3,355	19.2%	299.9%	-
	供需	氧化铝产能利用率		98.0%	-	-	-
		电解铝产能利用率		81.7%	-	-	-
		电解铝产量	万吨	363.829	-3.1%	3.3%	3.3%
	库存	LME铝库存	万吨	41.56	-10.1%	-35.0%	-
		SHFE铝库存	万吨	17.59	-25.7%	-12.6%	-
	铅	价格	沪铅价格	万元/吨	1.69	-3.2%	0.5%
Pb50国产TC			元/金属吨	650	0.0%	0.0%	-
利润		铅冶炼利润	元/吨	59.81	-6.8%	183.1%	-
		原生铅开工率		61.5%	-	-	-
		再生铅开工率		62.5%	-	-	-
库存		LME铅库存	万吨	26.56	14.5%	9.0%	-
	SHFE铅库存	万吨	4.68	-31.2%	-9.7%	-	
锌	价格	沪锌价格	万元/吨	2.25	-4.3%	-11.1%	-
		ZN50国产平均加工费	元/金属吨	3450	1.5%	86.5%	-
	利润	矿企利润测算	元/金属吨	7958	-7.4%	-31.5%	-
		冶炼厂利润测算	元/吨	52	-64.9%	105.0%	-
	库存	LME锌库存	万吨	17.53	26.8%	-25.4%	-
SHFE锌库存		万吨	4.85	-32.9%	60.3%	-	
锡	价格	沪锡	万元/吨	25.95	-7.9%	6.1%	-
		锡精矿加工费40%云南	元/吨	12500	0.0%	-7.4%	-
		锡精矿加工费60%广西	元/吨	8500	0.0%	-10.5%	-
	利润	锡锭冶炼利润	元/吨	-1500	0.0%	-200.0%	-
	供需	锡精矿进口(M-1)	万实物吨	0.83	0.0%	-55.4%	-55.4%
	库存	LME锡库存	万吨	0.28	-9.7%	-42.6%	-
SHFE锡期货库存		万吨	0.85	-4.5%	61.8%	-	
镍	价格	沪镍收盘价	万元/吨	12.38	-5.1%	-0.4%	-
		NPI较沪镍升贴水	万元/镍吨	-2.73	0.4%	8.2%	-
		硫酸镍较沪镍升贴水	万元/镍吨	0.33	160.8%	170.1%	-
	库存	LME镍库存	万吨	20.193	1.5%	24.3%	-
		中国社会库存	万吨	4.41	-7.0%	7.1%	-
		全球显性库存	万吨	25.21	-0.2%	20.9%	-
	供给	中国电镍产量	万吨	3.63	6.1%	29.6%	29.6%
		中国硫酸镍产量	万镍吨	2.59	-0.4%	-21.1%	-21.1%
		中国+印尼NPI产量	万镍吨	16.88	1.1%	13.6%	13.6%
	需求	中国300系不锈钢产量	万吨	187	-4.6%	11.9%	11.9%
中国三元前驱体产量		万吨	6.96	0.4%	-8.8%	-8.8%	

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 51：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 53：铜精矿冶炼盈亏 (元/吨)



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 55：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 57：电解铜制杆周度开工率 (%)



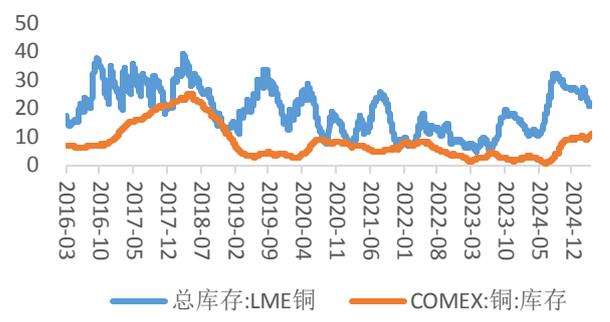
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 52：现货:中国铜冶炼厂:粗炼费 TC (美元/吨)



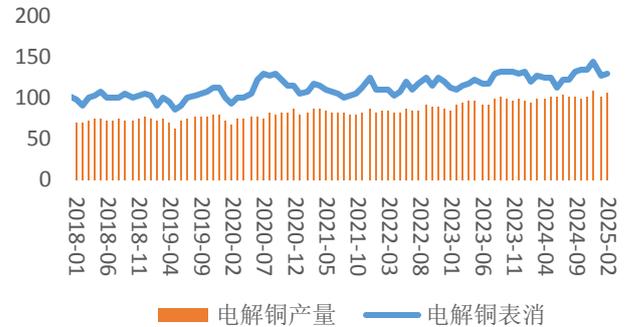
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 54：LME 及 Comex 铜库存 (万吨)



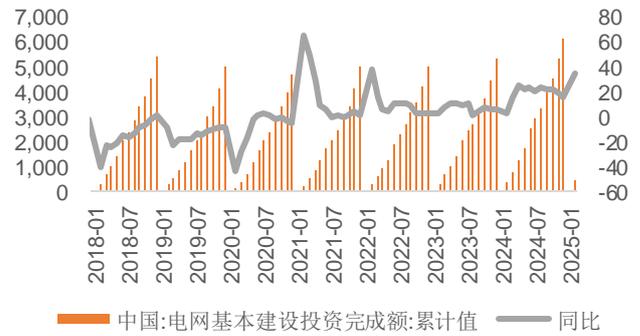
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 56：中国电解铜表观消费量 (万吨)



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

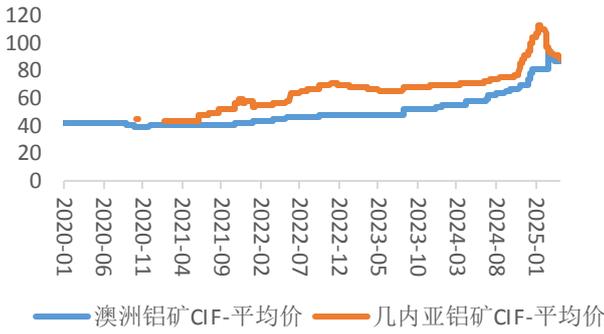
图表 58：中国电网基本建设投资完成额 (亿元)



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

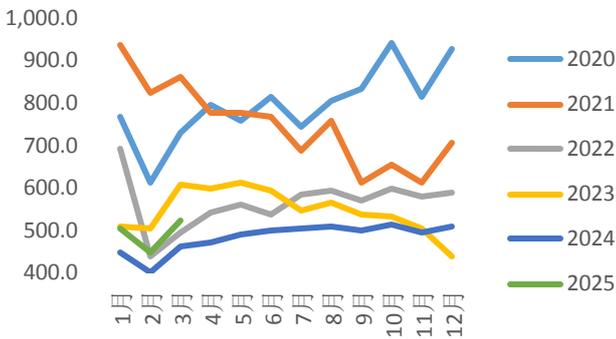
铝：氧化铝价格回落，电解铝利润回升，电解铝运行产能接近天花板

图表 59：铝土矿 CIF 价格（美元/吨）



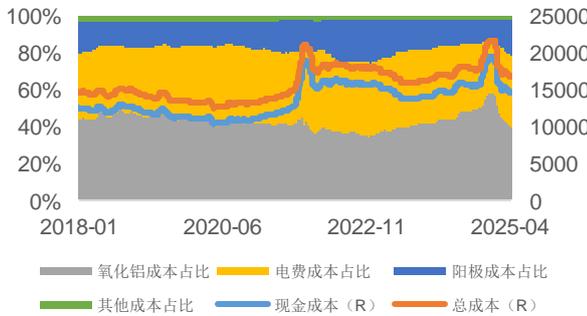
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 61：中国铝土矿产量处于历史低位（万吨）



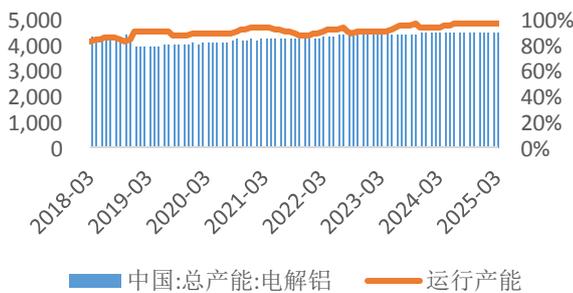
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 63：中国电解铝成本结构（元/吨）



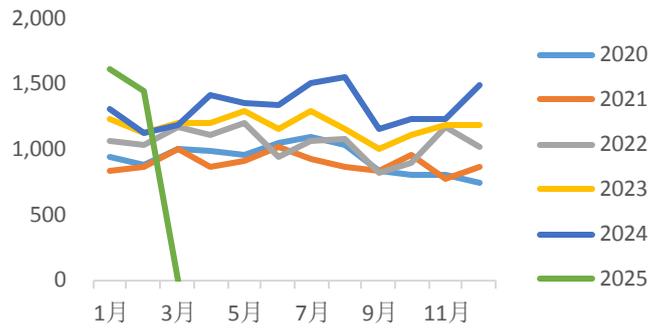
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 65：中国电解铝产能接近天花板，高开工率（万吨）



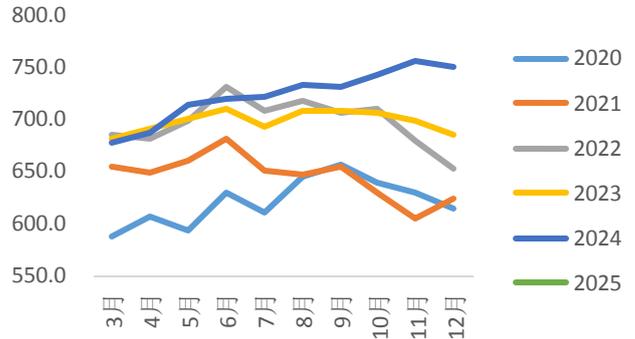
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 60：中国进口铝土矿（万吨）



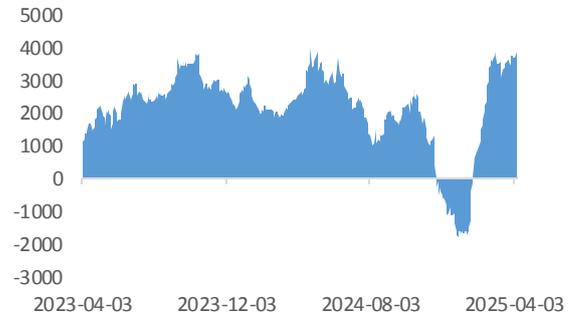
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 62：中国氧化铝产量（万吨）



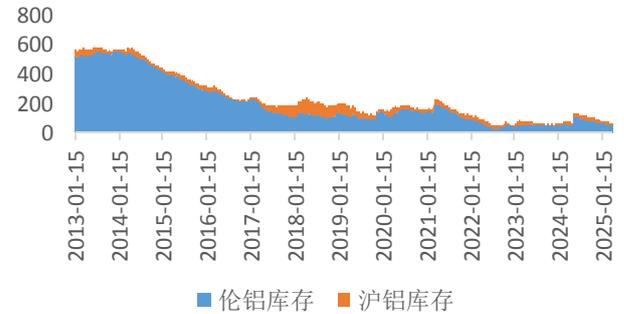
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 64：中国电解铝毛利跟踪（元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

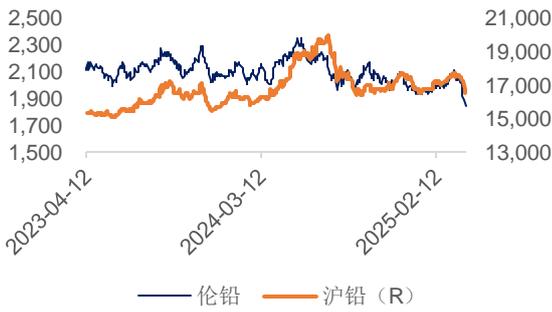
图表 66：全球铝期货库存（万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

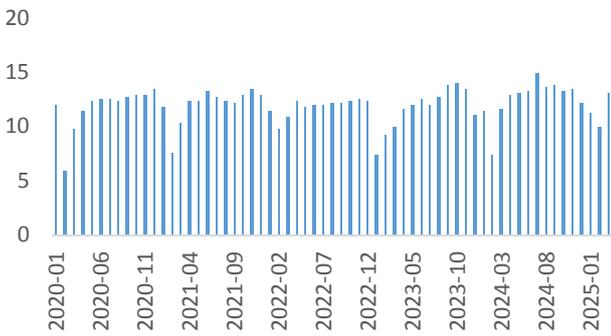
铅：再生铅开工率低，铅精矿 TC 仍处低位，全球期货库存去库

图表 67：伦铅与沪铅价格（美元/吨，元/吨）



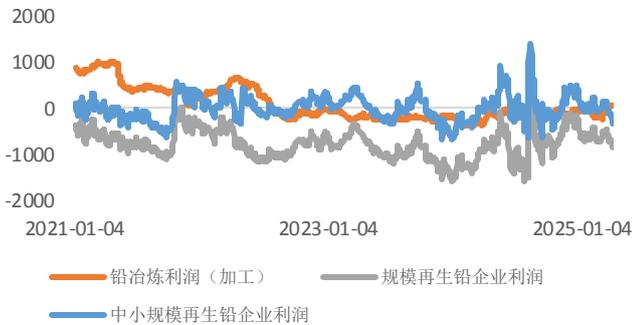
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 69：中国铅精矿产量（万金属吨）



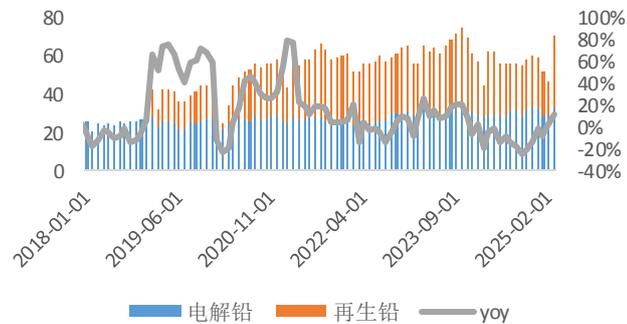
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 71：铅产业链利润跟踪（元/吨）



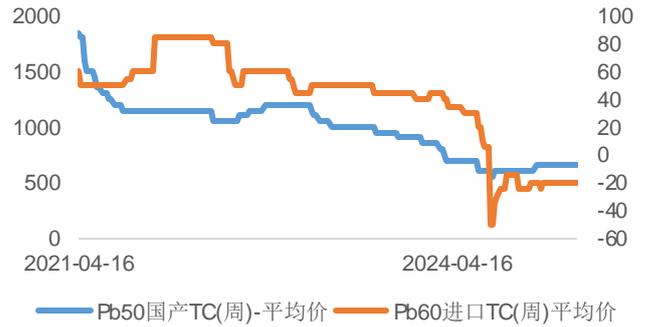
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 73：中国精炼铅产量同比下降（万吨）



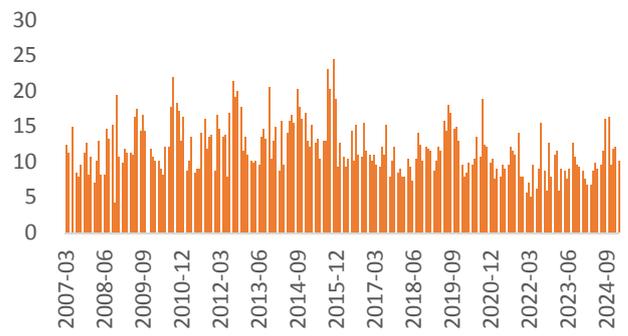
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 68：铅精矿 TC 处于低位（元/吨，美元/干吨）



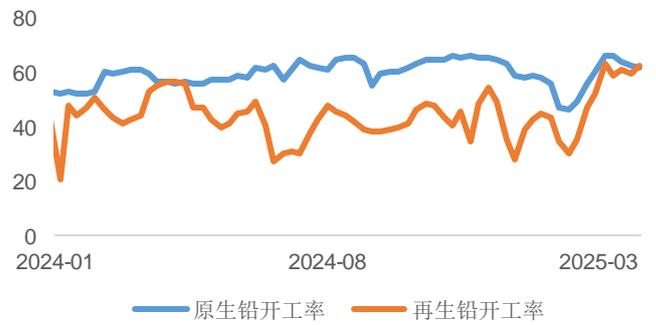
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 70：中国铅精矿进口（万吨）



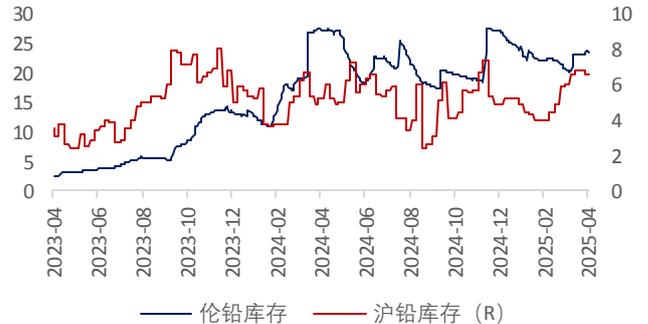
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 72：铅冶炼开工率（%）



资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 74：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

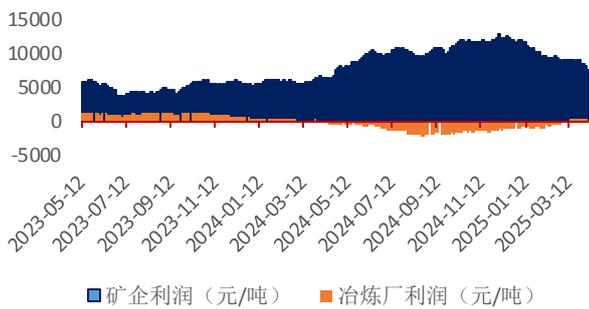
锌：加工费继续上行，矿端紧张改善

图表 75：伦锌与沪锌价格（美元/吨，元/吨）



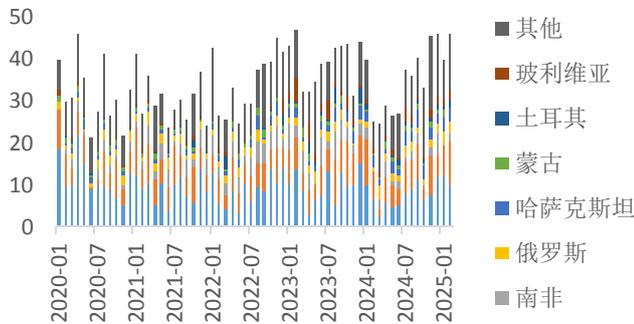
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 77：锌产业链利润跟踪（元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 79：中国进口精矿（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 81：中国精锌进出口（万吨）



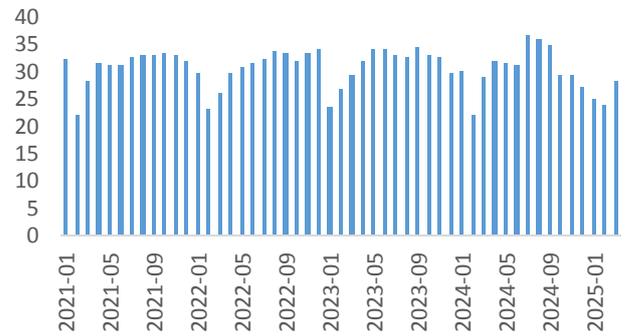
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 76：ZN50 国产平均加工费（元/吨）



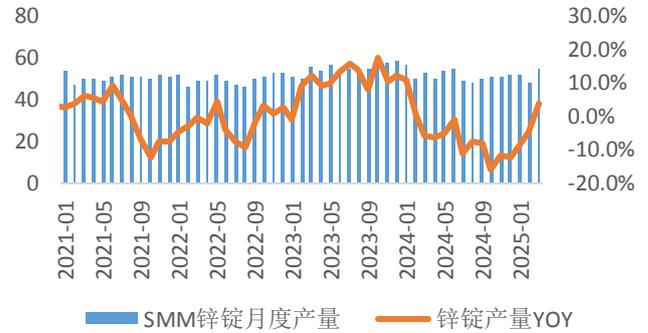
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 78：中国精矿产量（万吨）



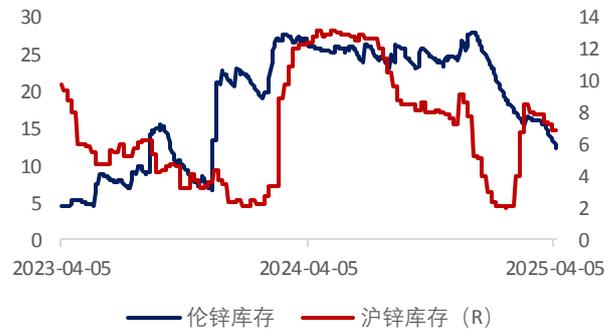
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 80：中国锌锭产量（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

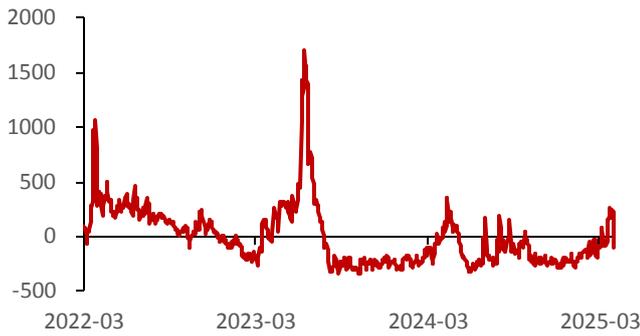
图表 82：全球锌期货库存（万吨，万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

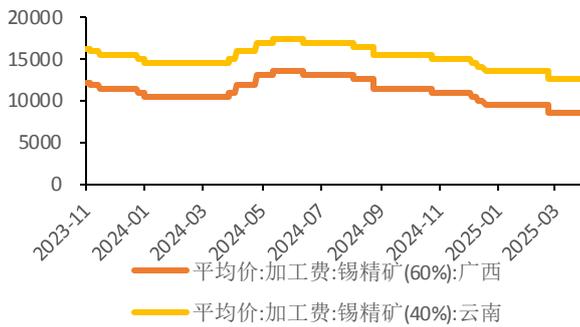
锡：矿端供给略有恢复，加工费继续承压

图表 83：LME 锡 cash-3M 升贴水（美元/吨）



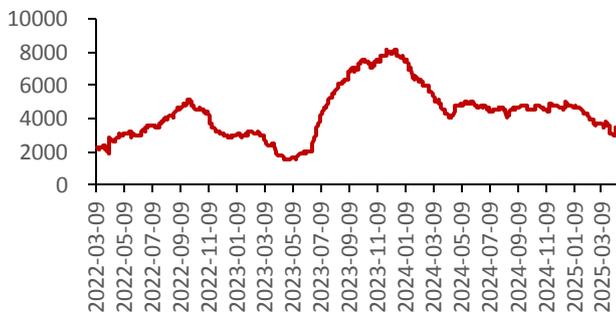
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 85：锡精矿加工费再走低（元/吨）



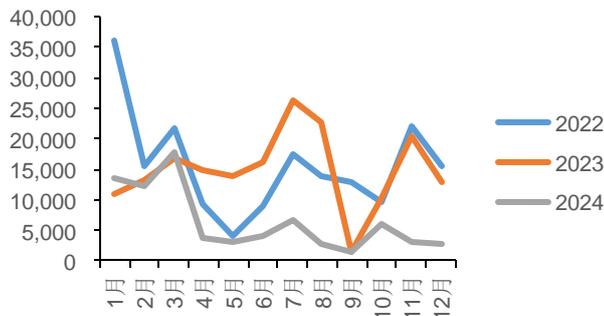
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 87：LME 锡库存再次去库（吨）



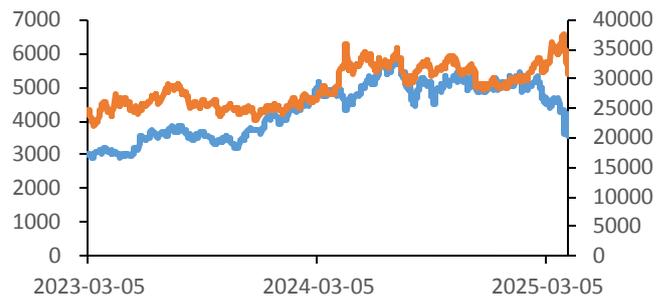
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 89：从缅甸进口锡精矿仍处低位（实物吨）



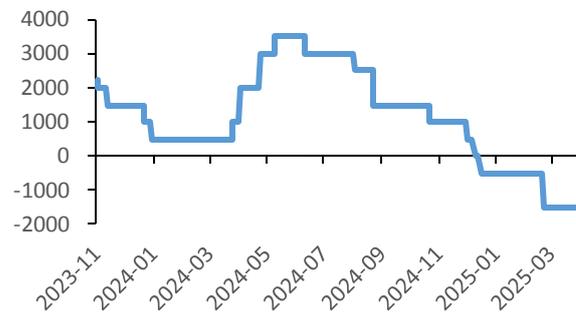
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 84：费城半导体指数及 LME 锡价拟合（美元/吨）



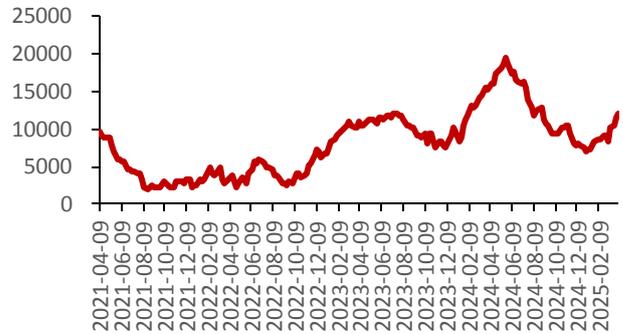
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 86：锡锭冶炼利润（元/吨）



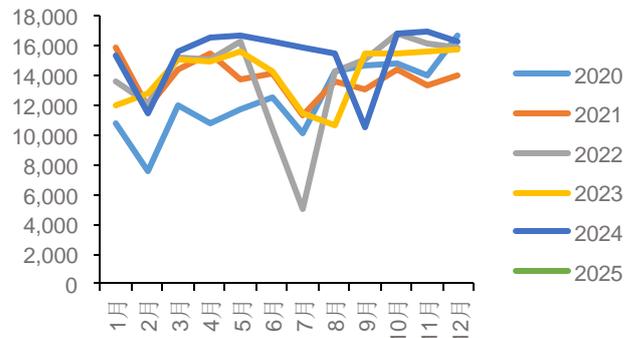
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 88：中国锡锭社会库暂稳（吨）



资料来源：iFind, 五矿证券研究所

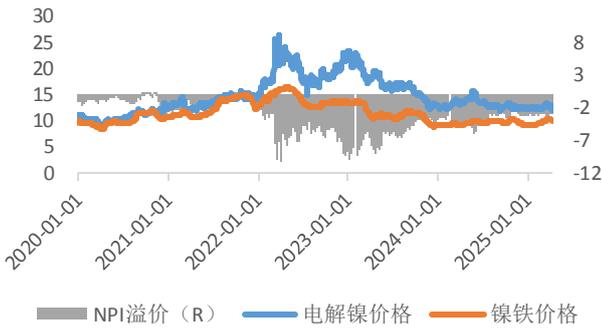
图表 90：中国锡锭产量（吨）



资料来源：SSMM, 五矿证券研究所

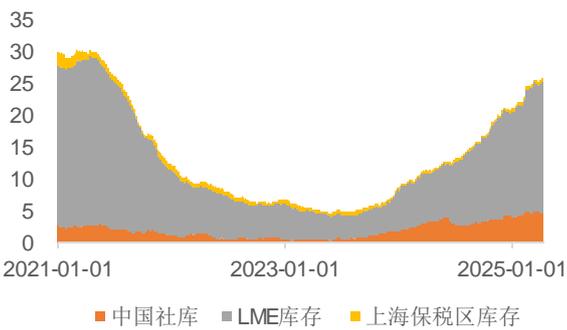
镍：电镍累库趋势不变，价格逼近印尼镍铁成本线

图表 91：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 93：全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位（万吨）



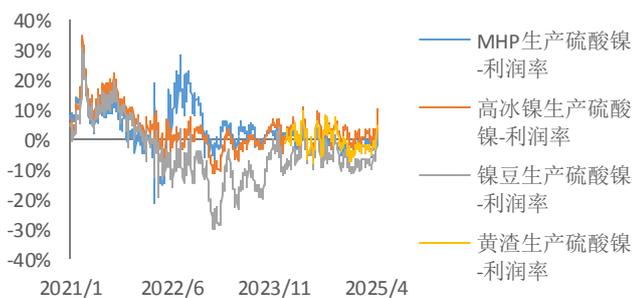
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 95：中国&印尼镍铁产量（万镍吨）



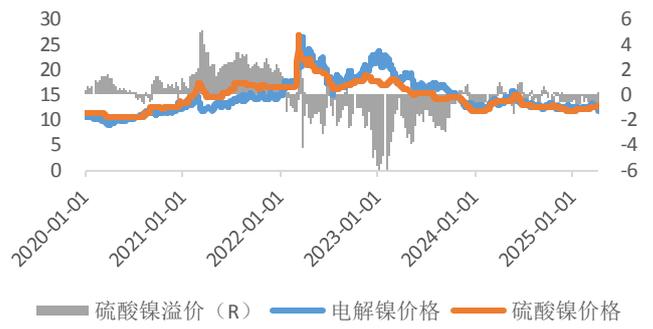
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 97：进口原料生产硫酸镍利润持续低位（%）



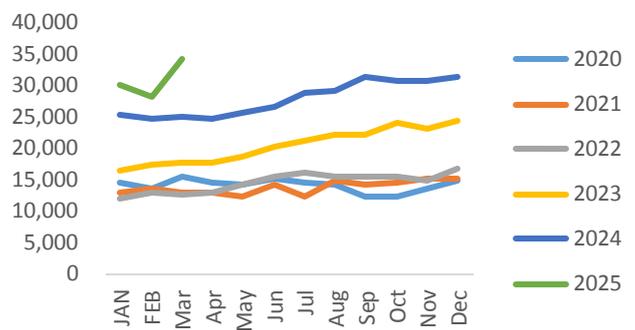
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 92：硫酸镍较纯镍贴水稳定（万元/吨）



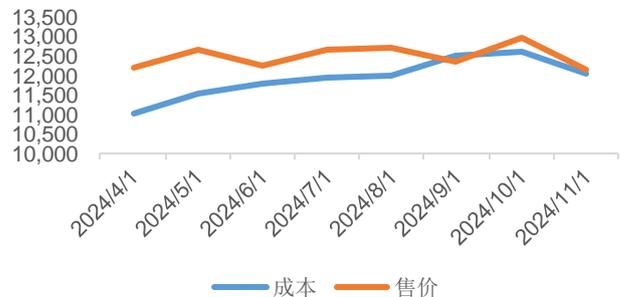
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 94：中国电镍产量历史同期高位（吨）



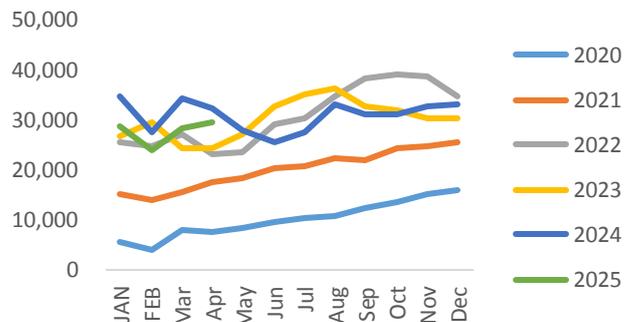
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 96：印尼 NPI 利润收缩（美元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 98：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

3.2 其他金属：出口管制加强，小金属价格维持强势

铋：价格重心小幅下移，关注缅甸供给情况

4月铋价小幅回落，但仍处于历史高位。本月国内铋锭99.65%价格23.75万元/吨，小幅回落。国际现货价5.85万美元/吨，国内外差价仍然巨大。供给端维持紧张，国内湖南冷水江矿区和广西因环保停产（影响国内40%铋精矿供应）、俄罗斯出口管制（削减非独联体国家60%配额），铋被纳入国家安全储备清单，国家收储目标提升至2.5万吨，同时国家海关走私打击加强。

需求端表现分化，随着抢装结束光伏玻璃需求有所回落，军工需求保持高增长，弹药用铋基阻燃剂采购激增。房地产市场疲软，阻燃剂、聚酯催化剂等传统领域需求弱势。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。

稀土：国内稀土价格弱势震荡，海外价格大幅上涨

4月中国稀土市场整体呈弱势震荡，海外稀土价格大幅上涨。价格走势方面，轻稀土产品（氧化镨钕、镨钕金属）价格回落，而中重稀土（如氧化镱、氧化铽）价格小幅上涨。4月以来中国出台中重稀土金属出口管制，海外镱、铽价格暴涨，5月中美瑞士谈判超预期后，国内稀土下游终端应用产业不再受阻。

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，同时国内将进口稀土矿纳入管理，矿端和废料供应趋紧，目前市场采购活跃度一般，下游接单情况不佳，不愿意高价采购，后续头部磁材企业出口许可证办理进度将影响稀土价格走势，目前在海内外高价差带动下，稀土价格预计维持高位震荡。

展望后市，稀土已成为关键战略资源，政策博弈或进一步强化，同时下游机器人、低空经济等新兴需求爆发及全球供应链重构背景下，行业有望迎来重估。

钛：4月钛精矿价格稳定，海绵钛价格上涨

4月中国钛矿价格持稳运行。根据钢联数据，中国钛精矿产量65.7万吨，月同比+6.3%；钛精矿（TiO₂>47%）价格2200元/吨。进口钛矿47.2万吨，同比-10%。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。

海绵钛价格上行，钛材持续高端化。4月海绵钛价格继续上调2000-3000元/吨，一级海绵钛民品主流报价至4.8-5.0万元/吨左右，0级海绵钛民品主流报价至4.9-5.3万元/吨左右；受下游高端市场需求激增，海绵钛企业在手部分订单，库存压力不大，部分货源供应偏紧，企业价格陆续宣涨；原料成本高位，海绵钛部分企业再有上调意向，市场报价坚挺，预计5月海绵钛持稳运行。

钨：出口管制加强，钨精矿价格创历史新高

4月钨精矿价格大幅上涨，创历史新高。4月底国内黑钨精矿价格上涨至14.95万元，2025年4月3日，自然资源部下达2025年度第一批钨矿（三氧化钨含量65%）开采总量控制指标，总量为58000吨，相较于2024年度第一批指标减少4000吨，降幅达6.45%，叠加环保督察影响，供给收缩超市场预期，同时钨出口管制加强，国家部署开展打击钨等战略矿产走私出口专项行动。

需求方面，国内制造业保持稳定增长，两重两新政策效果良好，海外军工需求旺盛，可控核

聚变 25 年以来加速发展，钨合金可用于偏滤器、第一壁材料，打开远期需求空间。钨因其高硬度、高强度和良好的耐磨性等特点在军事，航空航天，电子工业等制造领域有着广泛的应用，战略地位日益凸显，有望迎来重估。

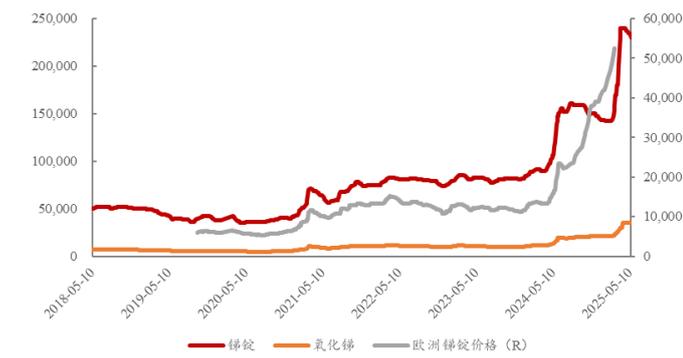
图表 99：小金属关键指标月度变化

金属品种		名称	单位	数值	月涨幅/环比	年涨幅/累计同比
铋	价格	国际现货价	美元/吨	58,494	-1.7%	53.9%
		中国铋精矿50%均价	万元/金属吨	20.25	-5.4%	67.4%
		铋锭99.65%国产平均价	万元/吨	23.75	-1.0%	66.1%
	供需	中国铋矿进口(M-1)	实物吨	1,483	-55.8%	-25.9%
钨	价格	黑钨精矿65%国产	万元/吨	14.95	6.0%	4.9%
		APT	万元/吨	21.92	5.0%	4.1%
		钨粉	元/公斤	333	6.2%	6.1%
		碳化钨粉	元/公斤	328	6.3%	6.3%
	利润	仲钨酸铵平均利润	元/吨	-2,156	0.0%	14.2%
钼	价格	钼精矿40-50%	元/吨度	3,460	3.0%	-3.4%
		钼铁：上海现货	万元/吨	22.71	2.0%	-3.2%
	供需	中国钼精矿产量M-1	万吨	2.60	9.5%	7.6%
		中国主流钢厂钢招量	万吨	1.29	-19.9%	6.9%
钛	价格	钛精矿>47%：四川	元/吨	2,200	0.0%	2.3%
		2#海绵钛	万元/吨	4.90	3.2%	12.6%
		金红石型钛白粉：硫酸法	万元/吨	1.49	-2.0%	1.7%
	供需	中国钛精矿产量	万吨	65.7	3.0%	6.3%
		中国钛矿净进口M-1	万实物吨	47.20	11.3%	-10.0%
		中国海绵钛产量	万吨	2.203	2.7%	9.9%
稀土	价格	中钪富钪矿	万元/吨	18.90	0.5%	11.2%
		氧化镨钕	万元/吨	42.15	-7.2%	3.3%
		氧化铽	元/公斤	6,730	2.7%	18.9%
		氧化镝	元/公斤	1,510	-10.1%	-9.0%
	利润	氧化镨钕盈利	万元/吨	4.49	-27.0%	-21.9%
		镨钕金属利润	万元/吨	0.36	0.0%	-14.2%
	供需	钕铁硼月度产量	万吨	2.40	9.1%	-
		钕铁硼产能利用率		85.0%	-	-

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

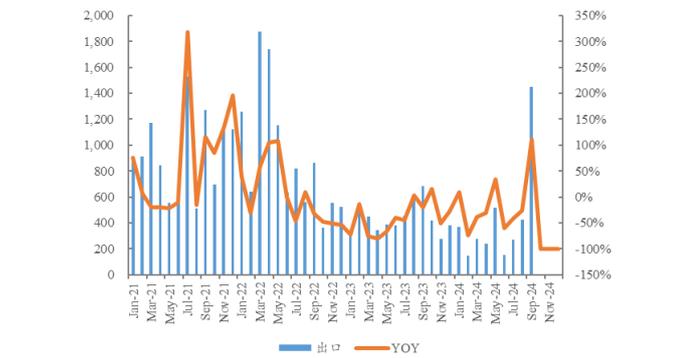
铋：原料不足导致产量下降，内盘价格大幅补涨

图表 100：内外价差持续扩大（元/吨，美元/吨）



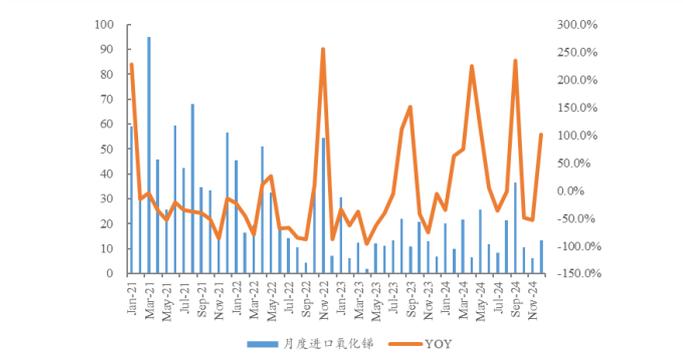
资料来源：Wind, Argus, 五矿证券研究所

图表 102：4 月出口铋锭大幅增长



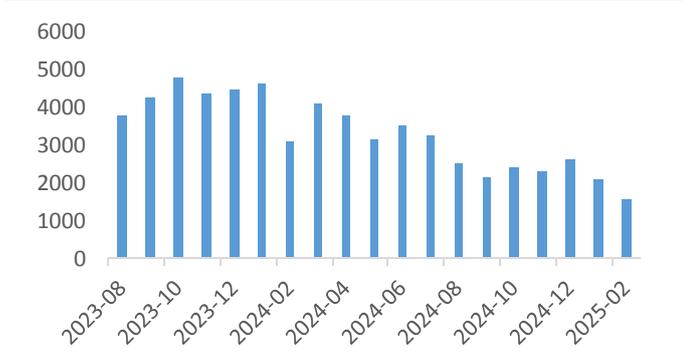
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 104：4 月氧化铋出口有所增长



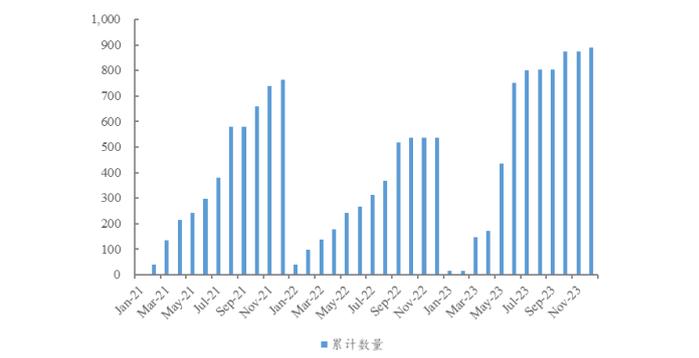
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 106：中国焦铋酸钠产量连续回落（吨）



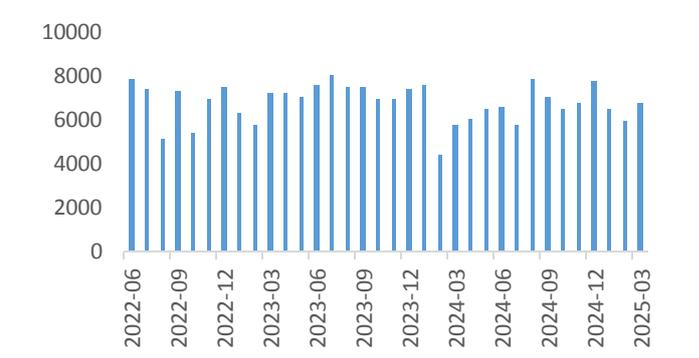
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 101：4 月国内进口少量铋锭（吨）



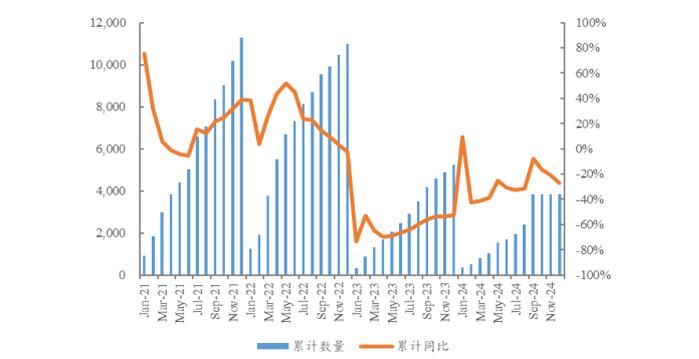
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 103：中国铋锭产量（吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 105：25 年氧化铋累计出口下降



资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

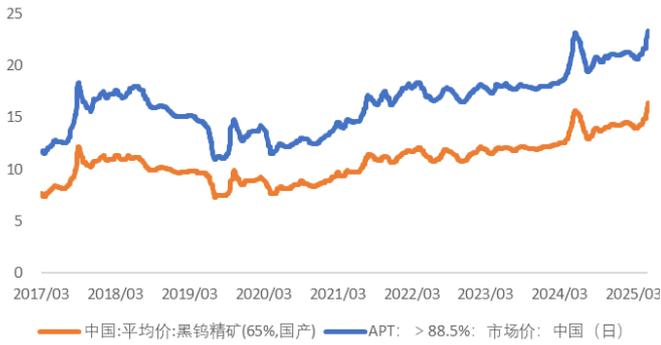
图表 107：国内光伏玻璃月度产量下降



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

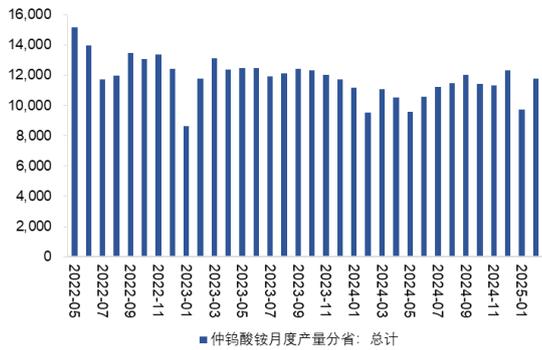
钨：钨产品出口管制加强，钨精矿价格创新高

图表 108：钨精矿价格创新高（万元/吨）



资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

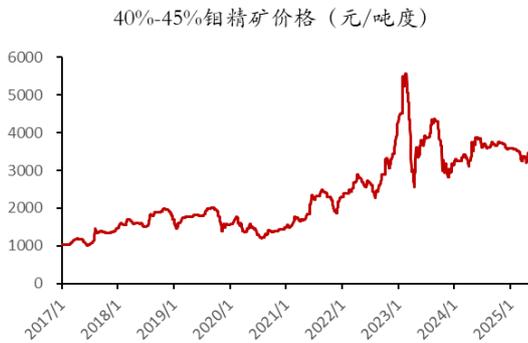
图表 110：中国 APT 产量（吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

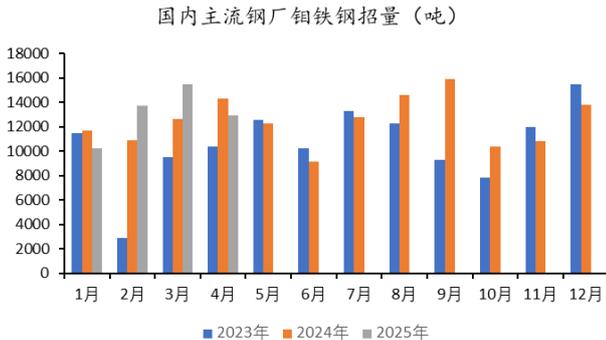
钼：钢招需求旺盛，钼价持续反弹

图表 112：40%-45%钼精矿价格（元/吨度）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 114：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 109：仲钨酸铵行业利润及成本（元/吨，元/吨）



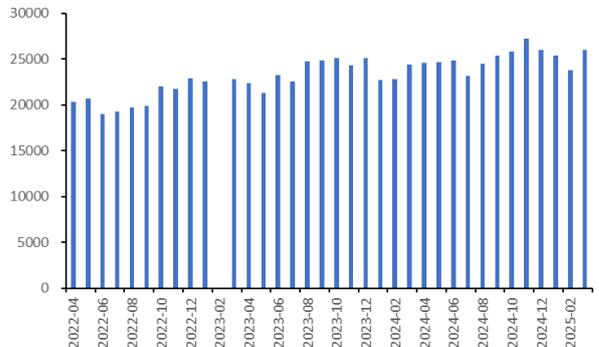
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 111：中国钨品出口量（吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 113：中国钼精矿产量（吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 115：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

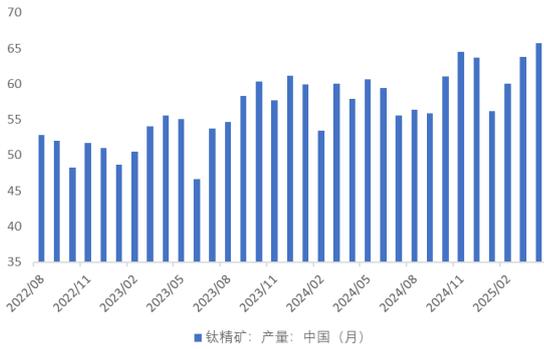
钛：海绵钛产能释放，国内推进钛材产品结构优化

图表 116：钛精矿 TiO₂ > 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 118：中国钛精矿产量（万吨）



资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

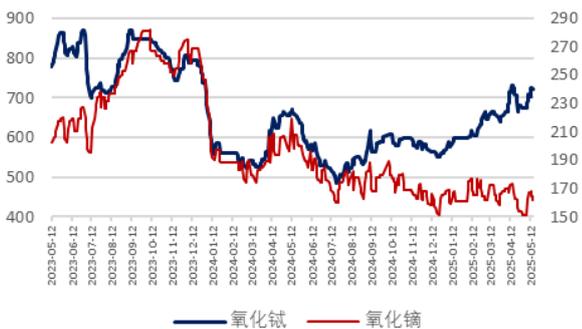
稀土：国家加强出口管制，价格继续反弹

图表 120：稀土矿价格（万元/吨，万元/吨）



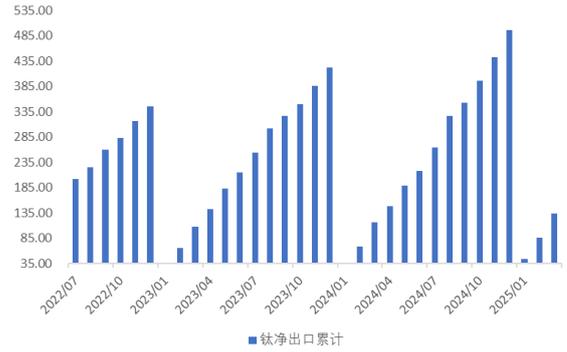
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 122：金属氧化物价格（万元/吨，万元/吨）



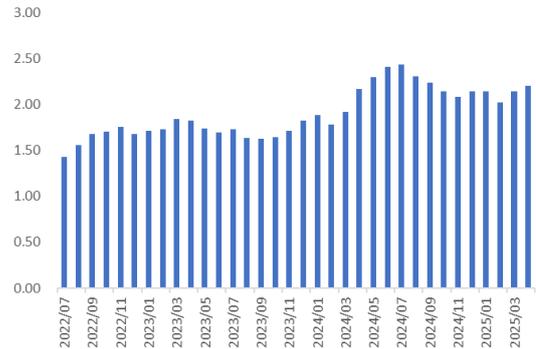
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 117：中国钛矿净进口：累计（吨）



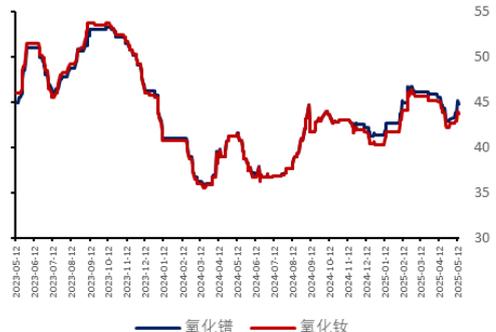
资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

图表 119：中国海绵钛产量（万吨）



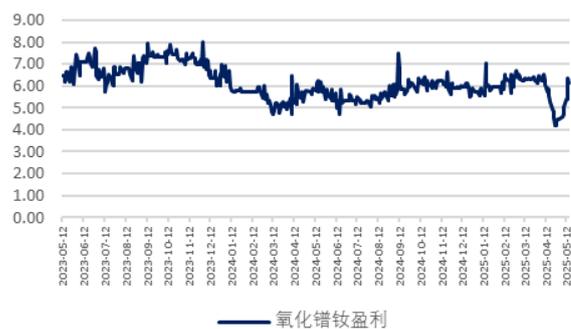
资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

图表 121：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 123：锆铪利润测算（万元/吨，万元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

四、政策变化：国内加大资源出口管制力度

国家召开打击战略矿产走私出口专项行动现场会

为深入贯彻党中央、国务院决策部署，2025年5月9日，国家出口管制工作协调机制办公室组织商务部、公安部、国家安全部、海关总署、最高人民法院、最高人民检察院、国家邮政局等部门在广东省深圳市召开打击战略矿产走私出口专项行动现场会，部署各项具体工作。

会议指出，加强战略矿产资源出口管制事关国家安全和利益。国家对镓、锗、锑、钨、中重稀土等战略矿产实施出口管制以来，部分境外实体与境内不法人员相互勾结，不断翻新走私出口手法，试图逃避打击。为避免战略矿产非法外流、遏制走私势头、切实维护国家安全，同时促进合规贸易、保障供应链稳定，打击战略矿产走私出口成为当前迫切且重要的工作任务。

澳大利亚总理承诺设立关键矿产战略储备

4月24日，澳大利亚执政的中左翼工党政府周四承诺投资12亿澳元（7.63亿美元）建立关键矿产战略储备，希望在由中国主导的市场中创建单独的供应链。阿尔巴尼斯表示，政府将从商业项目中购买关键矿物，或设立以给定价格购买的选择权，并持有资产担保。政府还将为根据承购协议生产的一些矿物建立库存。阿尔巴尼斯说：“这将意味着我们可以从实力地位应对贸易和市场混乱，因为澳大利亚将能够调用全球需求的国际大量资源。”

沙特与印尼签署矿业领域合作协议

4月17日，沙特阿拉伯与印度尼西亚签署初步协议，旨在扩大两国在采矿与矿产领域的合作，建立战略伙伴关系，内容涵盖矿产勘探、开采、加工及可持续采矿技术共享等领域。这一举措或将重塑全球矿产供应链，并深化海湾地区与亚洲的投资联系。

乌兹别克斯坦同美国签署矿业投资协议

4月10日，美国与乌兹别克斯坦签署矿业投资协议，进一步扩大战略矿产的涉猎范围。乌兹别克斯坦政府宣布，该国一个代表团近日访问了华盛顿，与美国企业高管进行了会谈。但乌兹别克斯坦政府没有透露相关企业或投资数目。此次协议是在2024年9月双方达成谅解备忘录基础上正式签署。协议涵盖矿产资源的勘探与开采、建设高压磨矿设备（HPGR）设施、技术转让、人才培养以及本地价值链建设等多个领域。

尼日利亚吊销矿业许可证

4月23日，尼日利亚矿业部长周三宣布，已取消了924个闲置矿业许可证，并将按照“先到先得”的原则，向自愿申请的投资者转让这些矿权。尼日利亚矿业部长德莱·阿拉克（Dele Alake）在公告中称，取消的矿证包括528个探矿证，20个采矿证，101个采石许可，以及273个小型采矿许可证。尼日利亚是非洲最大产油国，包括锂、金和石灰石的矿产资源也很丰富。

加纳自5月1日起全面禁止外国人和个人进行黄金交易

4月15日，加纳黄金管理局宣布，自5月1日起，所有外国人和个人不得在当地黄金市场进行交易。黄金管理局是加纳获得许可的手工和小规模采矿部门生产黄金的唯一买家、卖家、

检验机构和出口商,如果外国人和个人想要从事黄金交易,必须直接从黄金管理局购买黄金。为确保该政策平稳落地,黄金管理局允许持有贵金属营销公司(PMMC)和/或矿业部长颁发的适当许可证的人员在4月30日前购买和出口黄金。

印度与智利签署战略合作协议

4月7日,印度和智利两国签署了一项包括关键矿产在内的战略合作协议。同时,智利国家铜业公司与印度斯坦铜业公司也签署了一份合作备忘录,内容包括矿产勘查、开采和加工方面的合作。根据官方数据显示,2019年到2024年,智利向印度的铜出口额年均增速为17.3%,其中2024年智利向印度出口铜超过17万吨,为过去5年的最高水平。

俄美谈判合作开发俄罗斯稀土项目

4月7日,根据外媒报道,俄罗斯已经开始同美国就合作开发该国多个稀土金属项目进行会谈。虽然谈判尚处于早期阶段,目前还没有具体细节,但双方合作的兴趣较为强烈,具体合作内容将在未来几周在沙特阿拉伯举行的下一轮俄美谈判中进一步讨论。今年2月份,俄罗斯总统曾建议美国应该对在俄罗斯勘探稀土矿床持开放态度。

尼日利亚与南非签署矿产协议以推动经济多元化

4月17日,尼日利亚矿业部长表示,尼日利亚和南非已签署一项协议,以促进采矿合作,突显了阿布贾推动其经济多元化,使其摆脱对石油的依赖。两国将在采矿方面开展合作,包括使用无人机进行地质测绘,共享矿产数据,并共同勘探尼日利亚的农业和能源矿产。

五、重点行业及公司变化

印尼调整镍矿特权使用费与政府条例

4月11日,印尼总统正式签署镍产品新政,该政策将于4月26日正式实施。政策主要对镍矿、镍铈、镍生铁和镍铁产品的资源税进行了调整,各镍产品的税率将根据基准价格HMA进行动态调整。其中镍矿税率从固定10%调整为14%-19%,镍铈税率从2%调整为3.5%-5.5%,镍铁税率从固定2%调整为4%-6%,镍生铁税率由固定5%调整为5%-7%。根据新规内容,税率呈现两大特征,一是税率整体上调,二是阶梯式上涨。

智利 Codelco 将向印度冶炼厂供应铜精矿

4月2日,全球最大的铜生产商智利国有企业 Codelco 表示,将向印度 Adani 集团旗下 Kutch Copper 冶炼厂供应铜精矿,标志着全球最大铜生产商进一步开拓亚洲市场。Kutch Copper 位于印度古吉拉特邦,是全球最大的单体铜冶炼厂(总投资12亿美元),2024年3月启动第一阶段运营(年产能50万吨),计划至2029年达100万吨。

赞比亚 2025 年铜产量可能增至近 100 万吨

4月4日,赞比亚财政部长 Situmbeko Musokotwane 在一份声明中表示,预计该国今年的铜产量将从去年的约82万吨增至100万吨左右。Musokotwane 表示,由于 Lubambe、Luanshya 和 Kalengwa 等铜矿的复苏,这个非洲第二大铜生产国的铜产量正受到提振。赞比亚政府的目标是在未来十年内将铜产量提高到300万吨左右,尽管该国多年来一直难以达到100万吨的产量目标。

阿尔蒙蒂工业公司钨产品或不受关税影响

4月4日总部设在多伦多的阿尔蒙蒂工业公司称，其钨产品不受最新美国对等关税的影响，这为日益面临地缘政治压力的关键矿产供应链提供了少有的缓解机会。这家在加拿大上市矿企证实，公司主要出口到美国的钨矿石、精矿和氧化物不受特朗普政府4月2日行政令的影响。

Alphamin 将重启 Bisie 矿山运营

4月9日据国际锡协（ITA）消息：Alphamin Resources 宣布，公司位于刚果（金）东部的 Bisie 锡矿将恢复运营。此前由于非国家武装组织逼近矿区，Alphamin 于上月暂停了 Bisie 矿山的运营。公司现已启动“分阶段复产”计划，将在密切监测安全局势的同时，逐步调回员工并分阶段重启生产。

瑞典矿企 Boliden 收购两座锌铜矿山

4月16日，Boliden 宣布已完成对 Lundun Mining 旗下位于葡萄牙的 Neves-Corvo 铜锌矿和位于瑞典的 Zinkgruvan 锌矿的收购，这笔收购的总对价为 14 亿美元，已于 2025 年 4 月 16 日交付。据 SMM 预计，在 Tara 复产、两座新矿山并入的情况下，2025 年 Boliden 旗下自有矿山锌精矿产量或达 44 万金吨，铅精矿产量约 10 万金吨，较去年均有翻倍级别的大幅上升。

美国加速深海采矿投资审批

4月24日，美国总统特朗普签署一项行政命令，要求政府“加快审查和颁布国家管辖范围以外区域的海底矿产勘探许可证和商业开采许可证程序”，迅速发展美国在国内和国际水域开采和加工矿物的能力。据美国地质调查局估计，东太平洋克拉里昂-克利珀顿区一带蕴藏大量海底金属结核矿产，其镍、钴和锰的含量超过了陆地所有储量的总和。这片区域位于墨西哥和夏威夷之间的公海，面积约为美国大陆的一半。

美国铋业公司重启墨西哥冶炼厂

4月21日美国铋业公司宣布将重启运营在墨西哥的马德罗冶炼厂。美国铋业公司表示，其目标是到 2025 年底之前每月从马德罗冶炼厂生产约 200 吨铋。马德罗冶炼厂的重启标志着美国朝着减少对中国铋的依赖迈出了重要一步。尽管该厂预计年产量为 2400 吨，仅占美国总需求（约 3 万吨/年）的 8% 左右，但这对于美国的关键国防应用至关重要，并对美国铋业整体供应链安全做出了重大贡献。

秘鲁 Antamina 铜锌事故停产

4月23日，秘鲁 Antamina 铜锌矿发生了一起严重事故，该矿的一位运营经理在矿区营地遇害，另一位高级员工受伤。矿区随后启动全面安全封锁，停工以确保安全，事故原因仍在调查中。Antamina 矿位于秘鲁安第斯山脉，距离首都利马以北约 270 公里，平均海拔 4200 米，是典型的露天矿山。该矿以铜、锌为主，同时伴生银、铅、钼等金属，是秘鲁最大的铜锌矿，也是全球最大的铜锌矿之一。

Antamina 矿由四家国际矿业巨头联合控股，必和必拓占 33.75%，嘉能可占 33.75%，泰克资源占 22.5%，三菱集团占 10%。2023 年 Antamina 矿全年铜产量为 42.5 万吨，较 2022

年的 45.5 万吨同比下降 6.6%。产量下降主要因矿石品位波动及采矿计划调整。2023 年 Antamina 全年锌产量约 26.8 万吨，同比下降 42.15%，主要受开采顺序影响品位下降。

秘鲁 Las Bambas 铜矿第一季度铜产量增加

4 月 24 日，秘鲁 Las Bambas 铜矿第一季度创下历年最佳季度表现之一，得益于更高的选矿品味和回收率提升。根据五矿资源（MMG）公告，位于 Apurímac 地区的中资控股的 Las Bambas 铜矿在今年第一季度生产了 95,728 吨铜，高于去年同期的 56,025 吨。第一季度选矿品味增至 0.88%，高于 2024 年第一季度的 0.54%，铜回收率从 86.2% 升至 88.1%。Ferrobamba 矿坑和新的 Chalcobamba 矿坑保持稳定运营，Las Bambas 在第一季度加工了 2,020 万吨矿石，为迄今为止纪录最高的季度水平。

布基纳法索向俄罗斯 Nordgold 授予采矿租约

4 月 29 日，布基纳法索军方领导的西非政府表示，已向俄罗斯矿业公司 Nordgold 授予一个黄金项目的工业采矿许可证，旨在利用创纪录的高金价来加强受不安全打击的经济。此举标志着俄罗斯和布基纳法索之间的经济联系加深，因为 2022 年夺取政权的军政府继续从传统的西方盟友转向莫斯科。Niou 金矿位于布基纳法索中部高原地区的 Kourweogo 省，占地 52.8 平方公里（20.4 平方英里），位于 Jilbey Burkina 持有的勘探许可区域内，该矿区现在归 Nordgold 所有。Nordgold 已经经营着 Bissa 和 Bouly 矿。

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