

有色月跟踪：钴供应危机持续，价格有望再上新台阶

报告要点

刚果金配额落地，年度出口量不足 10 万吨。刚果（金）于 10 月 10 日出台了新的配额管理制度以及配额方案，以取代之前的钴出口禁令，2026/2027 年各出口 9.66 万吨，其中 8.7 万吨为基础配额，9,600 吨为 ARECOMS 战略配额。洛阳钼业、嘉能可、欧亚资源等矿企获得主要配额，当地钴冶炼厂无直接配额。

供需刚性短缺，价格或再上新台阶。刚果金配额锁死全球钴原料供应，预计锐减至 20 万吨，结合回收的量预计，2025 年全球钴元素供应为 20.6 万吨，2026-2027 年分别为 21.4、21.6 万吨；全球钴消费仍维持一定的增速，根据历史增速测算，我们预计 2026/2027 年全球钴消费将达到 22.1 和 23.1 万吨，钴将面临刚性短缺。

全产业链库存持续消耗，未来两年刚果金以外地区仍处于去库周期。以氯化钴为例，我国库存天数从 4 月份的 46 天降至当前的 39 天。而下游冶炼厂中间品库存消耗量最大，从 5 月份的 4.5 万吨降至当前 1.7 万吨，5 个月去库量达到 2.8 万吨。合计来看，5 个月内综合冶炼厂中间品库存、电钴社会库存、硫酸钴库存，累计去库量达到 3.2 万吨，月均 0.64 万吨。

短期钴产品价格倒挂，钴价再上新台阶的 trigger。钴产品价格倒挂，电钴具备经济性。2025 年刚果金首次提出钴原料禁止出口以来，钴中间品 CIF 中国平均价格从 5.95 美元/磅持续上涨至当前 24.15 美元/磅，涨幅达到 306%。中国钴产品价格电钴现在报价 40.2 万元/吨、硫酸钴折金属价 43.2 万元/吨、四钴折金属 47.4 万元/吨，电钴涨幅明显低于其他产品，甚至具备了购买电钴反溶的价差。随着钴原料库存的消耗，我们认为电钴价格仍有补涨收缩价差的空间。

美国重启电钴储备。美国国防部即将重新启动一项价值 5 亿美元的钴采购招标，这是自冷战结束后美国首次大规模采购钴。当地时间 11 月 24 日，美国国防部宣布将重新发布调整后的招标公告，预计 2026 年 2 月初授标。此举始于今年 8 月，但在 10 月中旬曾因“工作说明存在严重问题”而取消，钴储备博弈再次拉开。

工业金属：金属价格多数上涨，降息预期将继续提振工业金属价格，重点关注铜、锡、铝。

其他金属：钨价创历史新高，关注战略金属内外价差修复，如钨、锑、稀土等。

有色金属

评级：看好

日期：2025.12.01

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：021-61102510

✉：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

分析师 李烁

登记编码：S0950524120001

☎：021-61102510

✉：lis19@wkzq.com.cn

分析师 曾俊晖

登记编码：S0950524100001

☎：021-61102510

✉：zengjh1@wkzq.com.cn

分析师 于柏寒

登记编码：S0950523120002

☎：021-61102510

✉：yubaihan@wkzq.com.cn

分析师 何能锋

登记编码：S0950524080001

☎：021-61102510

✉：henengfeng@wkzq.com.cn

行业表现

2025/11/28



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《反转将至——2026 年碳酸锂供需格局展望》(2025/11/22)
- 《印尼打击锡矿走私供给持续紧张，AI 浪潮下锡价长期看好》(2025/10/16)
- 《2025H2 全球铜矿供给更为紧俏》(2025/10/9)
- 《行业缓出清，周期慢企稳——A 股锂矿行业 2025 半年报梳理分析》(2025/10/9)

风险提示： 1、矿产政策有不确定性；2、全球贸易政策变化超预期，货物流通造成区域性逻辑变化；3、工业需求低于预期。

内容目录

一、重点关注：钴供应危机持续，价格有望再上新台阶	5
二、市场行情：有色继续领涨，关注内外价差修复的品种	8
二级市场：有色继续偏强，钨/锂/铝涨幅最大	8
1.工业金属：金属价格多数上涨，降息预期将继续提振工业金属价格	8
2.其他金属：钨价创历史新高，关注战略金属内外价差修复	16
风险提示	20

图表目录

图表 1：刚果金出口配额分配情况	5
图表 2：2024 年钴原料分地区供应结构	6
图表 3：全球钴原料供应预测/kt	6
图表 4：2024 年全球钴消费结构	6
图表 5：全球钴消费预测/kt	6
图表 6：中国产业链钴库存/金属吨	7
图表 7：氯化钴库存天数/天	7
图表 8：钴中间品 CIF 中国/（美元/磅）	7
图表 9：钴产品价差/（万元/金属吨）	7
图表 10：十月有色金属板块涨幅第三	8
图表 11：二级板块中钨板块涨幅最大	8
图表 12：工业金属关键指标月度变化	9
图表 13：铜价格与基差（万元/吨，元/吨）	10
图表 14：现货:中国铜冶炼厂:粗炼费 TC（美元/吨）	10
图表 15：铜精矿冶炼盈亏（元/吨）	10
图表 16：LME 及 Comex 铜库存（万吨）	10
图表 17：SMM 中国电解铜社会库存（万吨）	10
图表 18：中国电解铜表观消费量（万吨）	10
图表 19：电解铜制杆周度开工率（%）	10
图表 20：中国电网基本建设投资完成额（亿元）	10
图表 21：铝土矿 CIF 价格（美元/吨）	11
图表 22：中国进口铝土矿（万吨）	11
图表 23：中国铝土矿产量处于历史低位（万吨）	11
图表 24：中国氧化铝产量（万吨）	11
图表 25：中国电解铝成本结构（元/吨）	11
图表 26：中国电解铝毛利跟踪（元/吨）	11
图表 27：中国电解铝产能接近天花板，高开工率（万吨）	11
图表 28：全球铝期货库存（万吨）	11
图表 29：伦铝与沪铝价格（美元/吨，元/吨）	12
图表 30：铅精矿 TC 再创新低（元/吨，美元/干吨）	12
图表 31：中国铅精矿产量（万金属吨）	12
图表 32：中国铅精矿进口（万吨）	12
图表 33：铅产业链利润跟踪（元/吨）	12
图表 34：铅冶炼开工率（%）	12

图表 35: 中国精炼铅产量 (万吨)	12
图表 36: 全球铅期货库存 (万吨, 万吨)	12
图表 37: 伦锌与沪锌价格 (美元/吨, 元/吨)	13
图表 38: ZN50 国产平均加工费 (元/吨)	13
图表 39: 锌产业链利润跟踪 (元/吨)	13
图表 40: 中国锌精矿产量 (万吨)	13
图表 41: 中国进口锌精矿 (万吨)	13
图表 42: 中国锌锭产量 (万吨)	13
图表 43: 中国精锌进出口 (万吨)	13
图表 44: 全球锌期货库存 (万吨, 万吨)	13
图表 45: LME 锡 cash-3M 升贴水 (美元/吨)	14
图表 46: 费城半导体指数及 LME 锡价拟合 (美元/吨)	14
图表 47: 锡精矿加工费再走低 (元/吨)	14
图表 48: 锡锭冶炼利润 (元/吨)	14
图表 49: LME 锡锭库存 (吨)	14
图表 50: 中国锡锭社会库暂稳 (吨)	14
图表 51: 从缅甸进口锡精矿仍处低位 (实物吨)	14
图表 52: 中国锡锭产量 (吨)	14
图表 53: NPI 较电镍升贴水 (万元/吨)	15
图表 54: 硫酸镍较纯镍升贴水 (万元/吨)	15
图表 55: 全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位 (万吨)	15
图表 56: 中国电镍产量历史同期高位 (吨)	15
图表 57: 中国&印尼镍铁产量 (万镍吨)	15
图表 58: 印尼 NPI 利润跟踪 (美元/吨)	15
图表 59: 进口原料生产硫酸镍利润持续低位 (%)	15
图表 60: 中国前驱体镍需求测算 (吨)	15
图表 61: 小金属关键指标月度变化	16
图表 62: 内外价差收缩 (元/吨, 美元/吨)	17
图表 63: 中国进口锑精矿 (万吨)	17
图表 64: 中国从俄罗斯进口其他贵金属矿 (万吨)	17
图表 65: 中国锑锭产量 (吨)	17
图表 66: 中国氧化锑出口 (吨)	17
图表 67: 中国锑锭出口 (吨)	17
图表 68: 中国焦锑酸钠产量连续回落 (吨)	17
图表 69: 光伏玻璃库存再增加 (万吨, 天)	17
图表 70: 钨价仍处于历史相对高位 (万元/吨)	18
图表 71: 仲钨酸铵行业利润及成本 (元/吨, 元/吨)	18
图表 72: 中国 APT 产量 (吨)	18
图表 73: 中国钨品出口量 (吨)	18
图表 74: 40%-45%钼精矿价格 (元/吨度)	18
图表 75: 中国钼精矿产量 (吨)	18
图表 76: 国内主流钢厂钼铁钢招量继续增加 (吨)	18
图表 77: 造船完工量(载重):全球:累计值 (万吨)	18
图表 78: 钛精矿 TiO ₂ > 47%价格阶段性回落 (元/吨)	19
图表 79: 中国钛矿净进口: 累计 (元/吨)	19
图表 80: 中国钛精矿产量 (万吨)	19
图表 81: 中国海绵钛产量 (万吨)	19
图表 82: 稀土矿价格 (万元/吨, 万元/吨)	19

图表 83：金属氧化物价格（万元/吨，万元/吨）	19
图表 84：锆铪利润测算（万元/吨，元/吨）	19
图表 85：氧化锆铪月度平衡（吨）	19

一、重点关注：钴供应危机持续，价格有望再上新台阶

刚果金配额落地，年度出口量不足 10 万吨

刚果金配额落地，2026/2027 年出口量最多不超过 9.7 万吨。刚果（金）于 10 月 10 日出台了新的配额管理制度以及配额方案，以取代之前的钴出口禁令，配额制于 2025 年 10 月 16 日起生效：2025 年剩余时间钴出口配额 1.81 万吨；2026/2027 年各出口 9.66 万吨，其中 8.7 万吨为基础配额，9,600 吨为 ARECOMS 战略配额。

分公司看，洛阳钼业、嘉能可、欧亚资源等矿企获得主要配额，三者合计占比达 62%；EGC、STL、ARECOMS 政府平台配额合计占比 17%；当地钴冶炼厂无直接配额。

图表 1：刚果金出口配额分配情况

刚果金钴出口基础配额							
公司	中文名称	2025/10	2025/11	2025/12	2025 年	占比	2026/2027
CMOC Kisanfu Mining	洛阳钼业-KFM	850	1,700	1,700	4,250	23.4%	20,400
Kamoto Copper Company	嘉能可-KCC	555	1,110	1,110	2,775	15.3%	13,320
Tenke Fungurume Mining	洛阳钼业-TFM	450	900	900	2,250	12.4%	10,800
Metalkol	欧亚资源(ERG)	425	850	850	2,125	11.7%	10,200
Entreprise Générale du Cobalt	刚果钴业总公司(EGC)	235	470	470	1,175	6.5%	5,640
Mutanda Mining	嘉能可-Mutanda	230	460	460	1,150	6.3%	5,520
Société Minière de Deziwa	迪兹瓦	165	330	330	825	4.6%	3,960
La Minière de Kalukundi	北方矿业-拉米卡	115	230	230	575	3.2%	2,760
Sino-Congolaise des Mines SA'Sicomines'	华刚矿业	90	180	180	450	2.5%	2,160
Compagnie Minière de Kambove	北方矿业-科米卡	85	170	170	425	2.3%	2,040
Kalongwe Mining	盛屯矿业-卡隆威	70	140	140	350	1.9%	1,680
Société congolaise du Terril de Lubumbashi	卢本巴希矿渣堆处理公司(STL)	60	120	120	300	1.7%	1,440
Ruashi Mining	金川国际-Ruashi	65	130	130	325	1.8%	1,560
Chemical of Africa	Chemaf	50	100	100	250	1.4%	1,200
Congo Dongfang International Mining	华友钴业-CDM	45	90	90	225	1.2%	1,080
Compagnie minière de Musonoie	紫金矿业-Commus	45	90	90	225	1.2%	1,080
Kisanfu Mining	KIMIN	30	60	60	150	0.8%	720
Kambove Mining	中国有色-刚波夫	20	40	40	100	0.6%	480
Compagnie Minière de Luisha	中国中铁-路易莎 COMILU	15	30	30	75	0.4%	360
MMG Kinsevere	五矿资源	15	30	30	75	0.4%	360
Société Minière du Katanga	加丹加矿业公司 SOMIKA	10	20	20	50	0.3%	240
以上合计		3,625	7,250	7,250	18,125	100.0%	87,000
刚果金钴出口战略配额							
ARECOMS 战略配额（本国监管机构）		0					9,600
配额总计					18,125		96,600

资料来源：我的钢铁网，五矿证券研究所

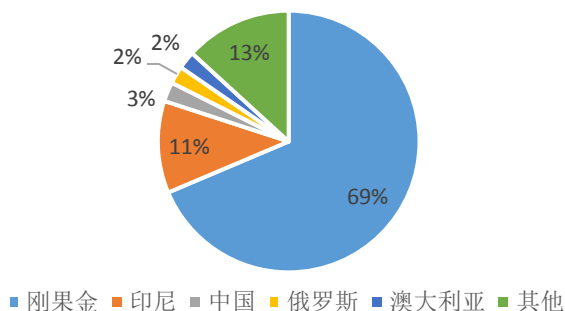
供需刚性短缺，价格或再上新台阶

刚果金配额锁死全球钴原料供应，预计锐减至 20 万吨。钴作为伴生品种，产量自主性相对

小，但资源国的政策调控导致供应产生较大波动。根据 Woodmac 数据，洛阳钼业铜钴项目带动全球钴产量，2024 年全球钴原料供应达到 29.2 万吨，同比+14.3%，2020-2024 年 CAGR=14.2%。其中，刚果（金）为全球最大产钴国，2024 年贡献钴产量 20 万吨，同比+18.0%。

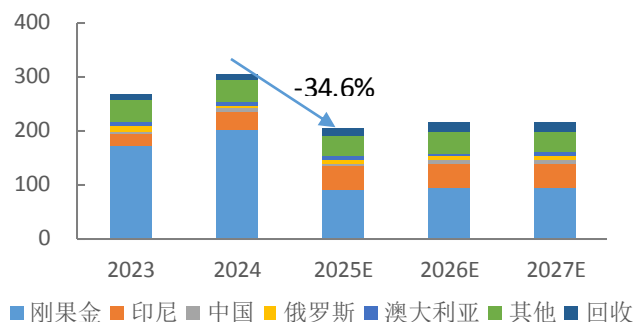
刚果金政府自 2025 年 2 月出台出口禁令，10 月份转为配额制，整体供应量大幅下降。2025 年 1-10 月份中国从刚果金进口钴原料 29.8 万实物吨（折金属量不足 10 万吨），预计全年供应量 10 万吨左右，对应 2025 年全球钴原料（原生）供应量 19.1 万吨，同比-34.6%。我们预计，结合回收的量，2025 年全球钴元素供应为 20.6 万吨，2026-2027 年分别为 21.4、21.6 万吨。

图表 2：2024 年钴原料分地区供应结构



资料来源：Woodmac，五矿证券研究所

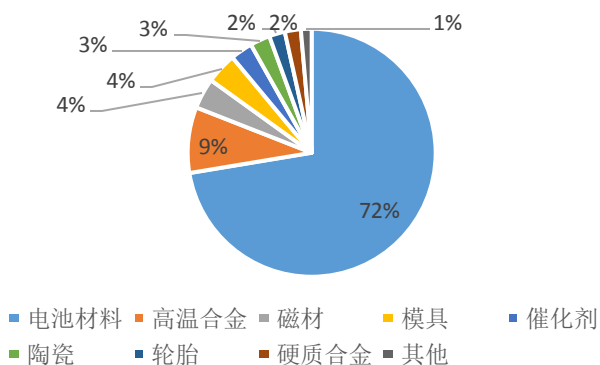
图表 3：全球钴原料供应预测/kt



资料来源：Woodmac，国际钴协会，SMM，五矿证券研究所测算

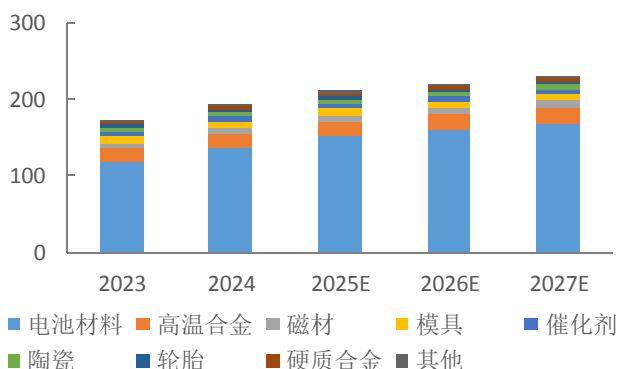
全球钴消费仍维持一定的增速，预计 2026、2027 年全球钴刚性短缺。钴消费主要用于电池材料，包括 3C 用的钴酸锂、动力电池用的三元正极等，其他还有高温合金。根据 Darton 数据，2024 年全球钴消费量 19.4 万吨，其中预计 2025 年全球钴消费量 21.1 万吨。分结构看，电池占比 72.4%、高温合金 8.6%、磁性材料和模具分别为 4%、4%。根据历史增速测算，我们预计 2026/2027 年全球钴消费将达到 22.1 和 23.1 万吨，钴将面临刚性短缺，刚果金以外地区仍将面临持续去库的局面。

图表 4：2024 年全球钴消费结构



资料来源：Darton，五矿证券研究所

图表 5：全球钴消费预测/kt



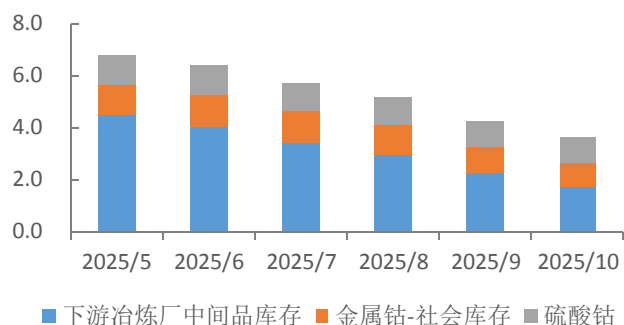
资料来源：Darton，五矿证券研究所测算

随着库存消耗以及钴元素的刚性短缺，钴价有望再上新台阶

全产业链库存持续消耗，未来两年刚果金以外地区仍处于去库周期。2025 年以来中国全产业链库存持续消耗，以氯化钴为例，库存天数从 4 月份的 46 天降至当前的 39 天。而下游冶炼厂中间品库存消耗量最大，从 5 月份的 4.5 万吨降至当前 1.7 万吨，5 个月去库量达到 2.8 万吨。金属钴和硫酸钴均有不同程度去库。合计来看，5 个月内综合冶炼厂中间品库存、电钴

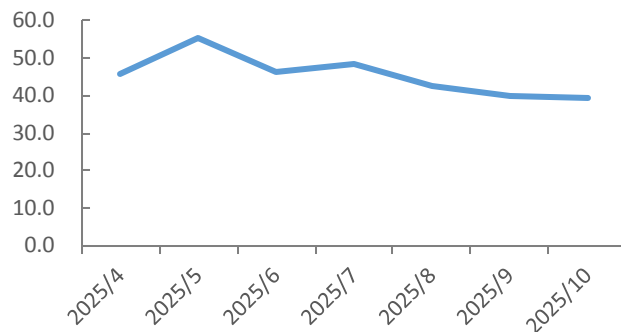
社会库存、硫酸钴库存，累计去库量达到 3.2 万吨，月均 0.64 万吨。

图表 6：中国产业链钴库存/金属吨



资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 7：氯化钴库存天数/天



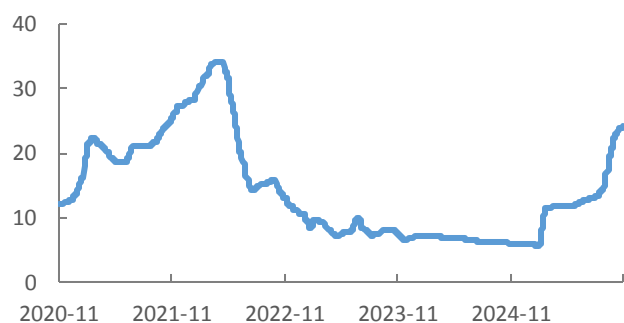
资料来源：SMM，五矿证券研究所

短期钴产品价格倒挂，钴价再上新台阶的 trigger

钴产品价格倒挂，电钴具备经济性。2025 年刚果金首次提出钴原料禁止出口以来，钴中间品 CIF 中国平均价格从 5.95 美元/磅持续上涨至当前 24.15 美元/磅，涨幅达到 306%。中国钴产品价格电钴现在报价 40.2 万元/吨、硫酸钴折金属价 43.2 万元/吨、四钴折金属 47.4 万元/吨，电钴涨幅明显低于其他产品，甚至具备了购买电钴反溶的价差。随着钴原料库存的消耗，我们认为电钴价格仍有补涨收缩价差的空间。

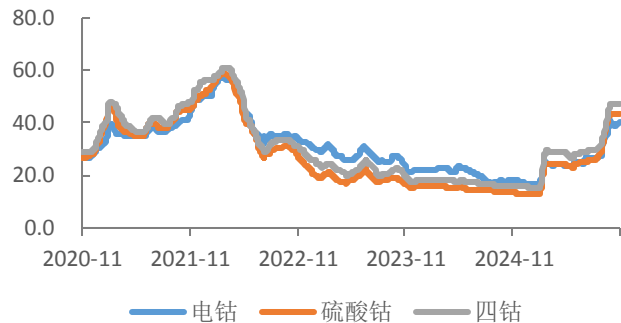
另外，美国国防部即将重新启动一项价值 5 亿美元的钴采购招标，这是自冷战结束后美国首次大规模采购钴。当地时间 11 月 24 日，美国国防部宣布将重新发布调整后的招标公告，预计 2026 年 2 月初授标。此举始于今年 8 月，但在 10 月中旬曾因“工作说明存在严重问题”而取消，钴储备博弈再次拉开。

图表 8：钴中间品 CIF 中国/（美元/磅）



资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 9：钴产品价差/（万元/金属吨）

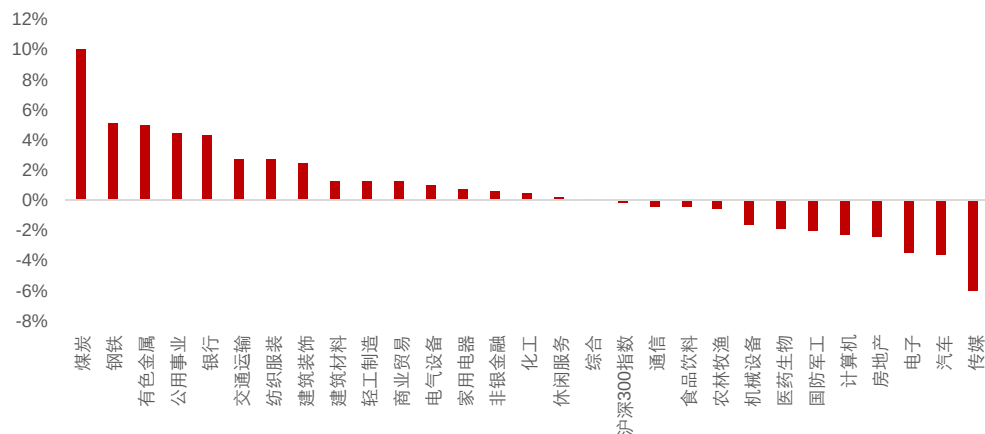


资料来源：SMM，五矿证券研究所

二、市场行情：有色继续领涨，关注内外价差修复的品种

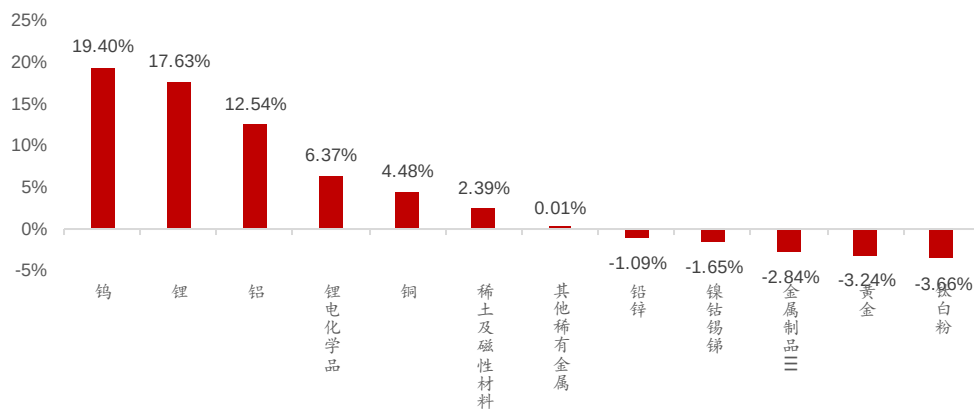
二级市场：有色继续偏强，钨/锂/铝涨幅最大

图表 10：十月有色金属板块涨幅第三



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 11：二级板块中钨板块涨幅最大



资料来源：Wind，五矿证券研究所

1.工业金属：金属价格多数上涨，降息预期将继续提振工业金属价格

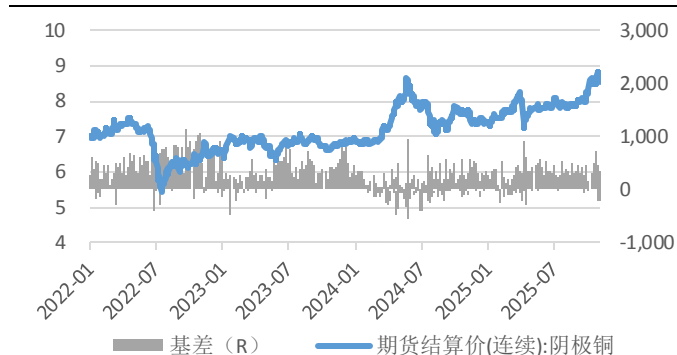
图表 12：工业金属关键指标月度变化

金属品种		名称	单位	数值	月涨幅	年涨幅/累计同比
铜	价格	沪铜期货结算价	万元/吨	8.72	4.8%	18.2%
		现货TC	美元/吨	-42.06	-4.4%	-727.8%
		长单TC	美元/吨	21.25	-8.6%	-73.4%
	利润	铜精矿现货冶炼盈亏	元/吨	-2599.76	-1.7%	-93.3%
		铜精矿长单冶炼盈亏	元/吨	244.79	2.5%	-87.7%
	供需	中国电解铜产量	万吨	109.2	-2.6%	-89.0%
		中国电解铜表消（M-1）	万吨	142.89	2.1%	8.2%
	库存	LME铜库存	万吨	13.46	-6.1%	-50.4%
		COMEX铜库存	万吨	35.57	9.7%	281.8%
		SHFE铜库存期货	万吨	3.97	48.0%	121.4%
铝	价格	铝土矿-澳矿CIF	美元/吨	69	-1.4%	-15.9%
		氧化铝	元/吨	2865	-2.9%	-49.1%
		沪铝	万元/吨	2.13	2.7%	7.6%
	利润	预焙阳极价格	元/吨	5170	0.8%	28.6%
		电解铝完全成本	万元/吨	1.61	-1.6%	-25.1%
		电解铝即时毛利	元/吨	4,888	9.6%	370.6%
	供需	氧化铝产能利用率		98.6%	-	-
		电解铝产能利用率		85.5%	-	-
		电解铝产量	万吨	378.8202	2.6%	2.8%
	库存	LME铝库存	万吨	55.81	8.7%	-12.7%
		SHFE铝库存	万吨	11.36	-8.1%	-43.5%
铅	价格	沪铅价格	万元/吨	1.74	2.8%	3.8%
		Pb50国产TC	元/金属吨	350	0.0%	-46.2%
	利润	铅冶炼利润	元/吨	162.5	26983.3%	325.7%
		规模再生铅利润	元/吨	-321	52.7%	47.5%
	供需	中国精铅产量	万吨	59.89	6.1%	3.0%
		原生铅开工率		67.2%	-	-
		再生铅开工率		43.4%	-	-
	库存	LME铅库存	万吨	22.03	0.0%	-9.6%
		SHFE铅库存	万吨	3.60	-14.1%	-30.5%
锌	价格	沪锌价格	万元/吨	2.24	1.9%	-11.7%
		ZN50国产平均加工费	元/金属吨	2850	-21.9%	54.1%
	利润	矿企利润测算	元/金属吨	8046	16.2%	-32.4%
		冶炼厂利润测算	元/吨	-676	-1636.4%	29.9%
	供需	中国锌精矿产量	万金属吨	33.08	5.2%	-2.4%
		中国精锌产量	万吨	61.72	2.8%	10.1%
	库存	LME锌库存	万吨	3.53	-13.8%	-85.0%
		SHFE锌库存	万吨	10.34	5.5%	242.0%
锡	价格	沪锡	万元/吨	28.33	3.0%	15.9%
		锡精矿加工费40%云南	元/吨	12000	0.0%	-11.1%
		锡精矿加工费60%广西	元/吨	8000	0.0%	-15.8%
	利润	锡锭冶炼利润	元/吨	-2000	0.0%	-300.0%
	供需	锡精矿进口（M-1）	万实物吨	0.87	0.0%	-25.9%
		中国精锡产量	万吨	1.61	53.1%	-2.6%
	库存	LME锡库存	万吨	0.29	4.5%	-40.1%
		SHFE锡期货库存	万吨	0.57	-2.9%	7.5%
镍	价格	沪镍收盘价	万元/吨	12.03	-0.7%	-3.2%
		NPI较沪镍升贴水	万元/镍吨	-2.68	-4.3%	9.8%
		硫酸镍较沪镍升贴水	万元/镍吨	0.95	31.4%	302.6%
	库存	LME镍库存	万吨	25.275	9.2%	55.6%
		中国社会库存	万吨	4.81	17.8%	16.8%
		全球显性库存	万吨	30.35	9.9%	45.5%
	利润	中国NPI冶炼利润	元/镍	0.00	-100.0%	-100.0%
		中国MHP生产硫酸镍冶炼利润	元/吨	776	19.0%	-15.5%
	供给	中国电镍产量	万吨	3.59	0.8%	23.4%
		中国硫酸镍产量	万镍吨	3.62	6.7%	-9.8%
		中国+印尼NPI产量	万镍吨	17.72	8.8%	11.6%
	需求	中国300系不锈钢产量	万吨	180	0.6%	8.7%
		中国三元前驱体产量	万吨	9.24	4.9%	4.8%

资料来源：Wind, SMM, Mysteel, 五矿证券研究所

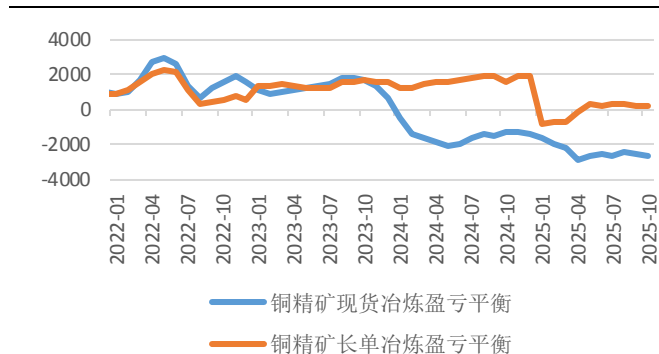
铜：TC 维持历史低位，冶炼厂利润继续承压

图表 13：铜价格与基差（万元/吨，元/吨）



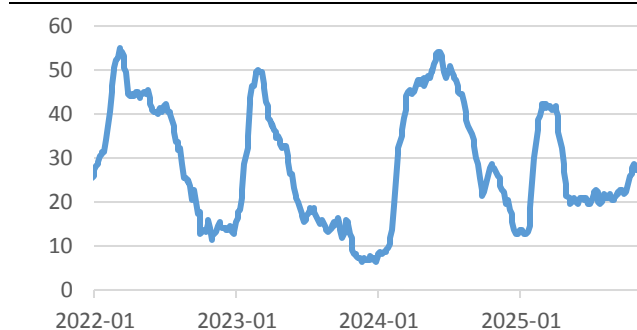
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 15：铜精矿冶炼盈亏（元/吨）



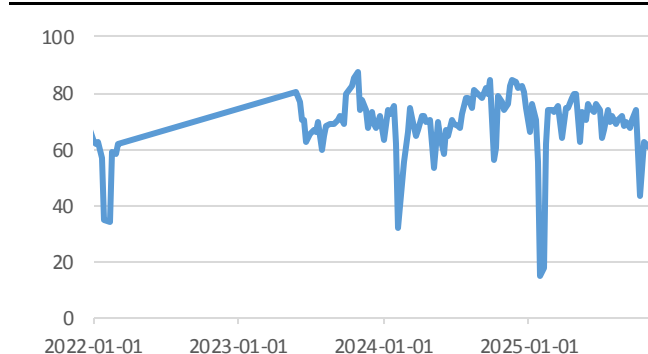
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 17：SMM 中国电解铜社会库存（万吨）



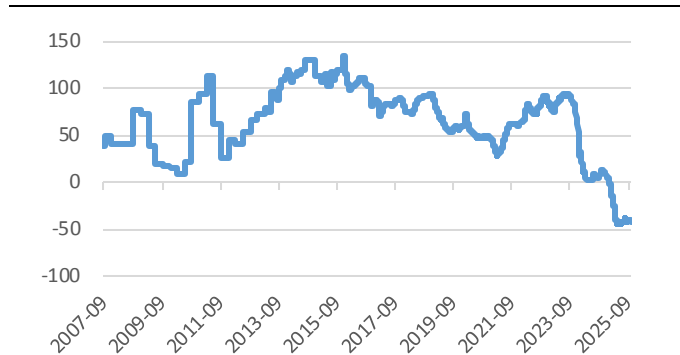
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 19：电解铜制杆周度开工率（%）



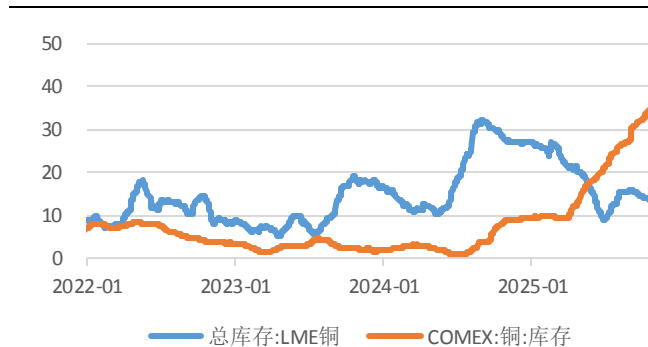
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 14：现货:中国铜冶炼厂:粗炼费 TC（美元/吨）



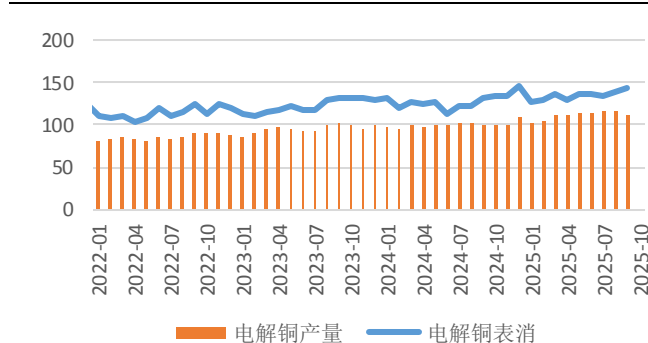
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 16：LME 及 Comex 铜库存（万吨）



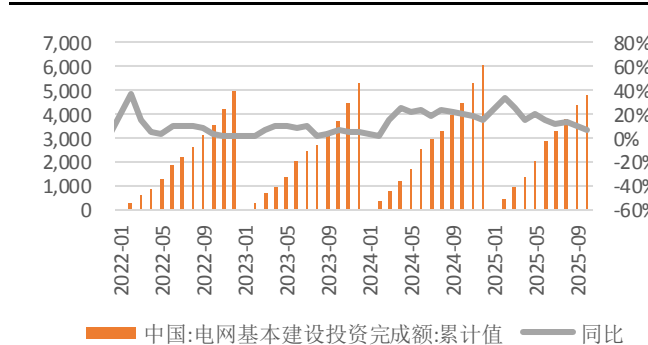
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 18：中国电解铜表观消费量（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

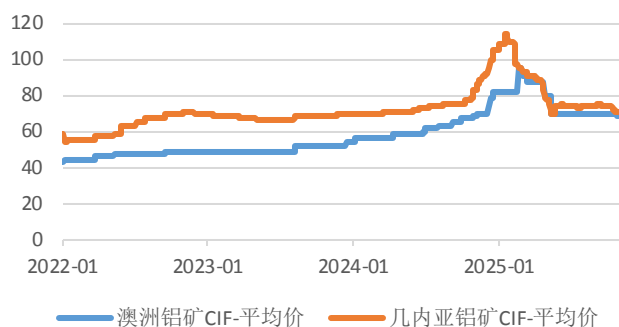
图表 20：中国电网基本建设投资完成额（亿元）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

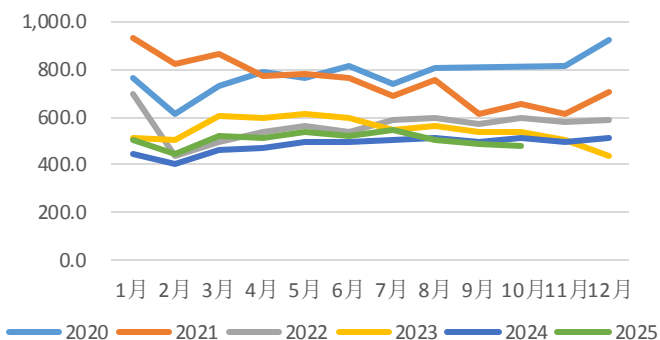
铝：电解铝利润再扩大，关注产能价值重估

图表 21：铝土矿 CIF 价格（美元/吨）



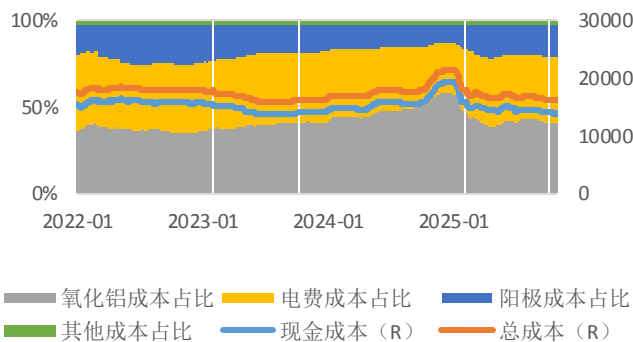
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 23：中国铝土矿产量处于历史低位（万吨）



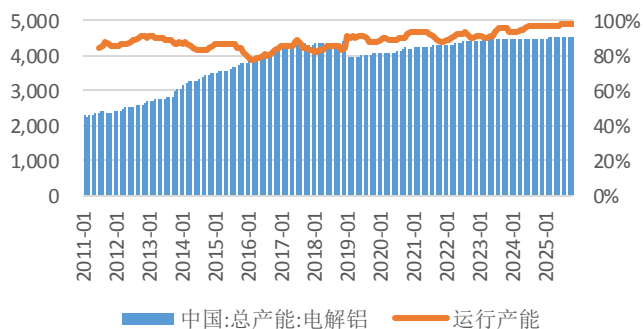
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 25：中国电解铝成本结构（元/吨）



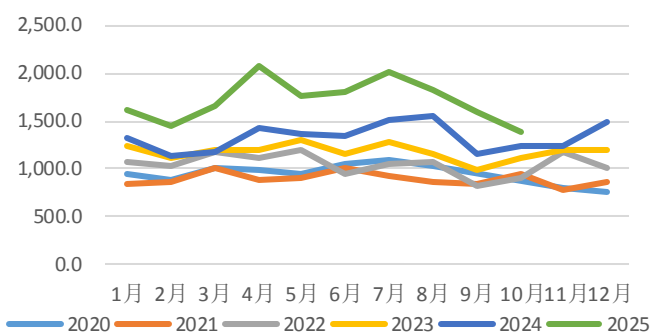
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 27：中国电解铝产能接近天花板，高开工率（万吨）



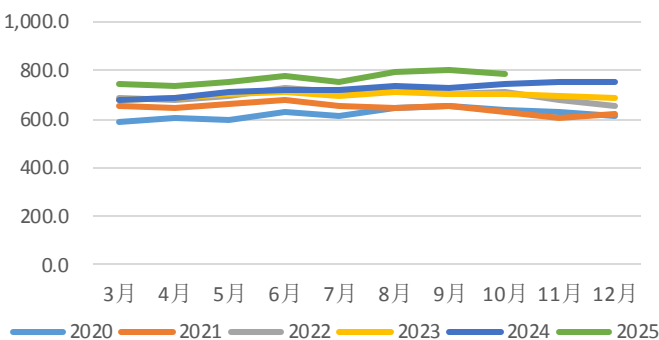
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 22：中国进口铝土矿（万吨）



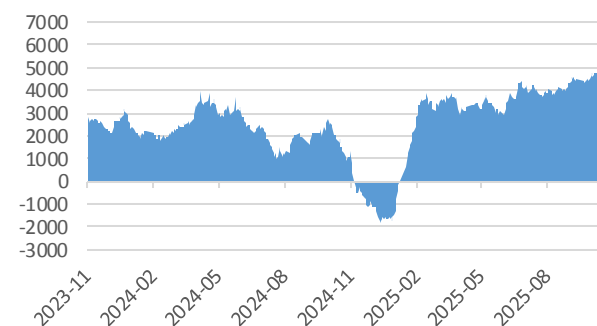
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 24：中国氧化铝产量（万吨）



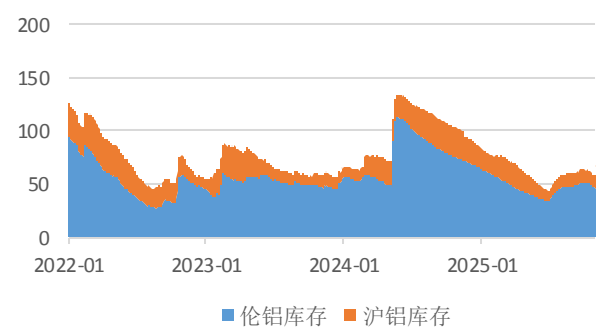
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 26：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 28：全球铝期货库存（万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

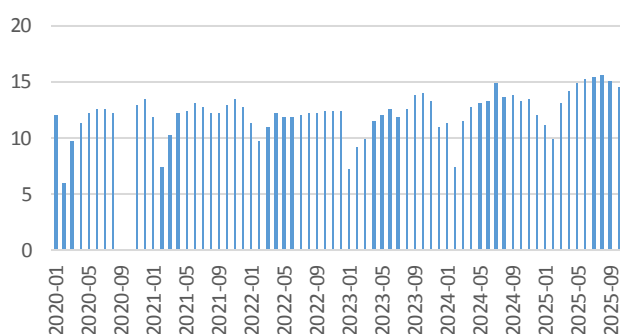
铅：铅精矿 TC 再创新低，再生铅开工率回升

图表 29：伦铅与沪铅价格（美元/吨，元/吨）



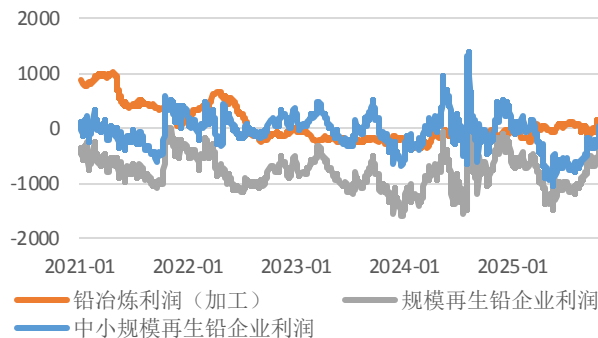
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 31：中国铅精矿产量（万金属吨）



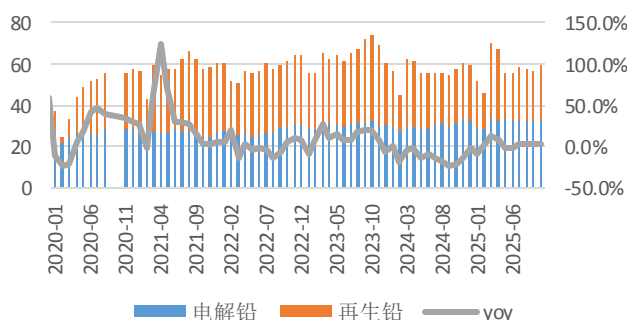
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 33：铅产业链利润跟踪（元/吨）



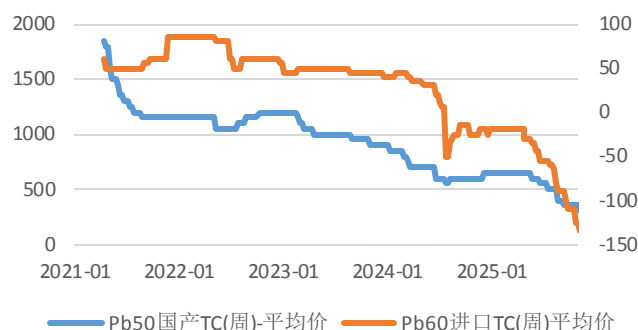
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 35：中国精炼铅产量（万吨）



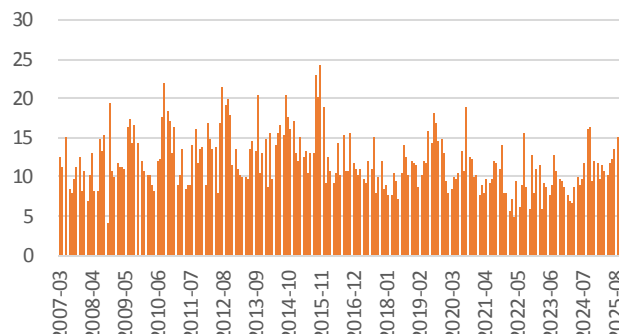
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 30：铅精矿 TC 再创新低（元/吨，美元/干吨）



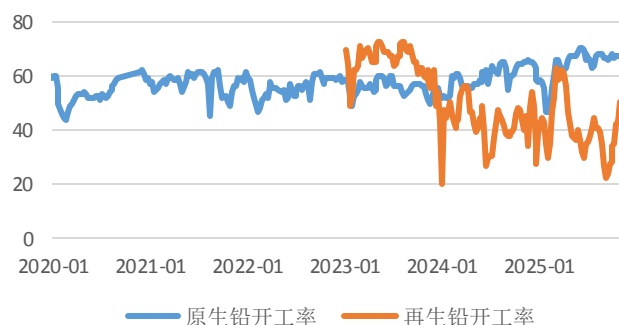
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 32：中国铅精矿进口（万吨）



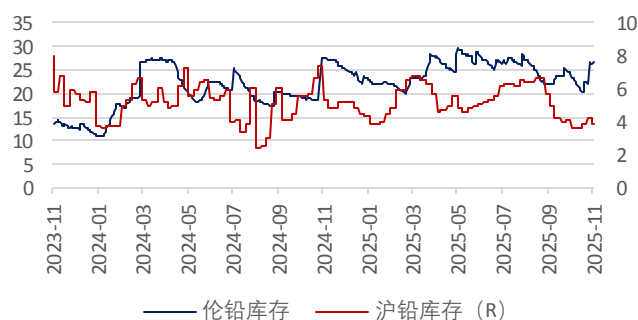
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 34：铅冶炼开工率（%）



资料来源：SMM,五矿证券研究所

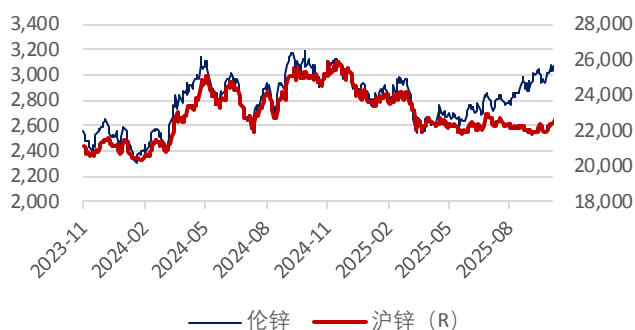
图表 36：全球铅期货库存（万吨，万吨）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

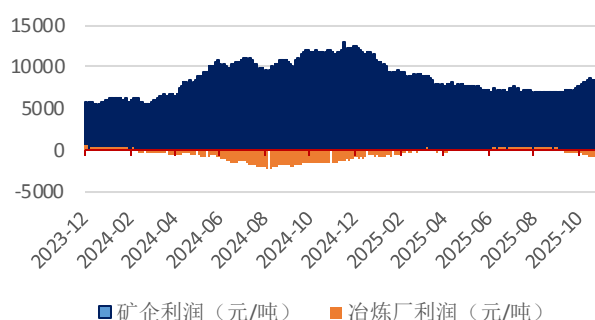
锌：锌锭产量增加，国内累库明显，价格承压

图表 37：伦锌与沪锌价格（美元/吨，元/吨）



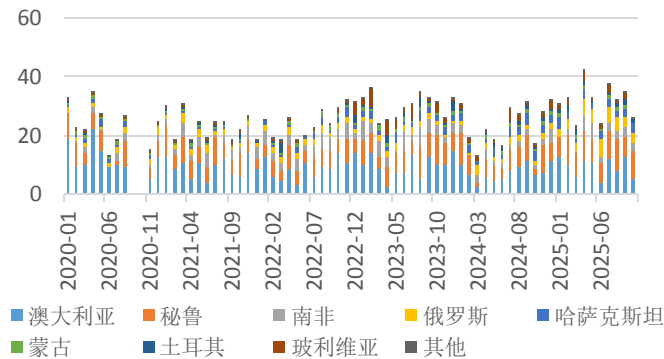
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 39：锌产业链利润跟踪（元/吨）



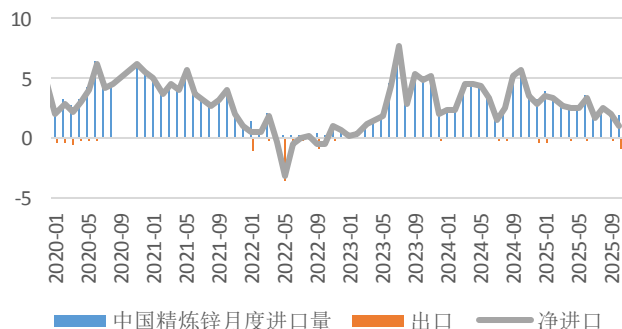
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 41：中国进口锌精矿（万吨）



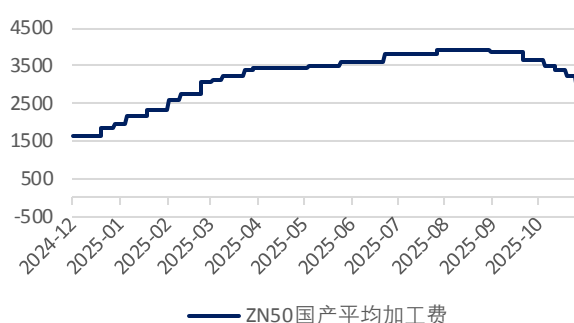
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 43：中国精锌进出口（万吨）



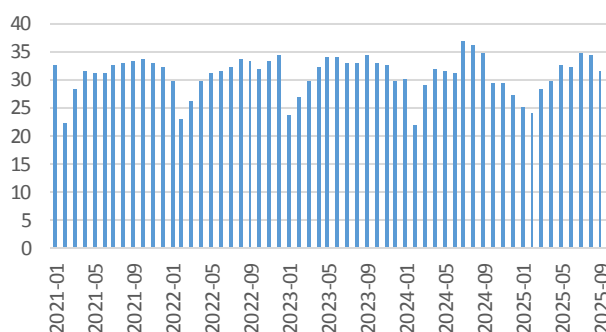
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 38：ZN50 国产平均加工费（元/吨）



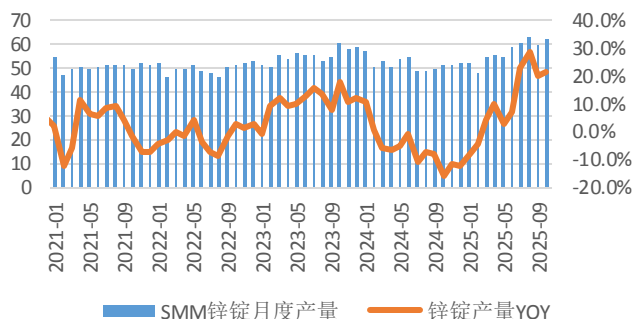
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 40：中国锌精矿产量（万吨）



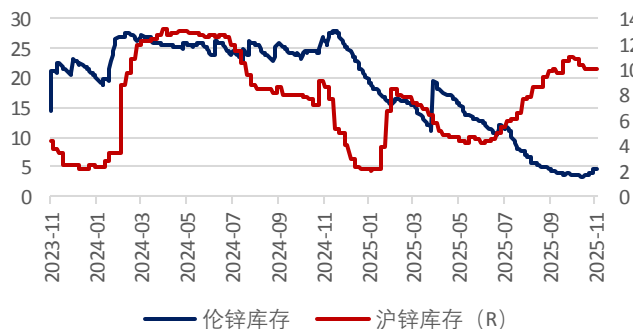
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 42：中国锌锭产量（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

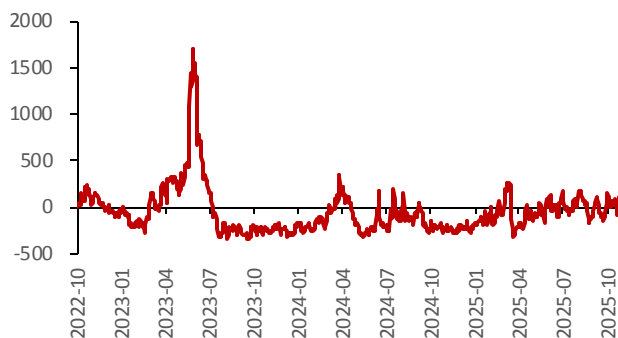
图表 44：全球锌期货库存（万吨，万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

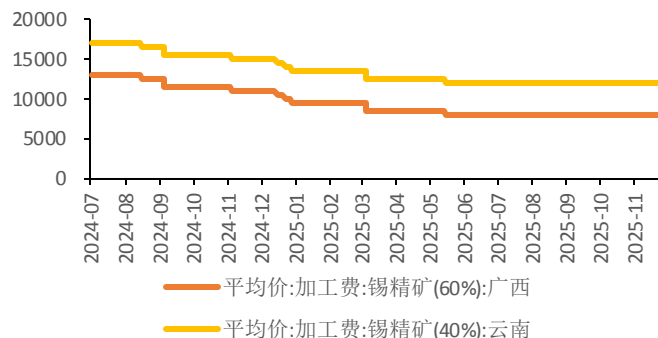
锡：矿端紧缺延续，锡价继续偏强

图表 45：LME 锡 cash-3M 升贴水（美元/吨）



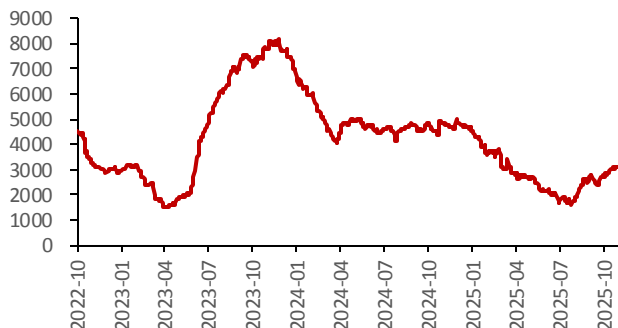
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 47：锡精矿加工费再走低（元/吨）



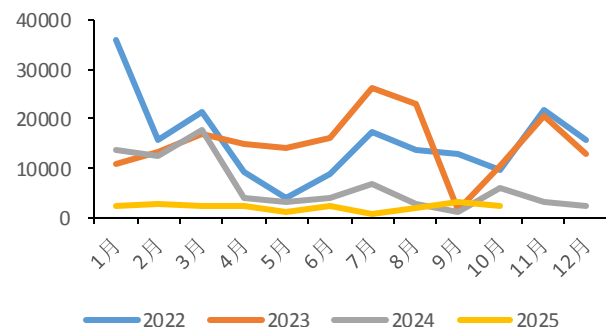
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 49：LME 锡锭库存（吨）



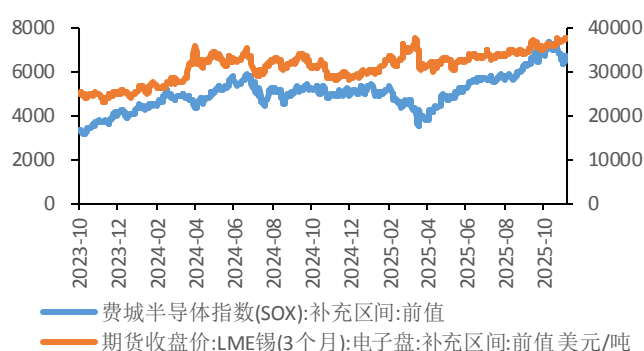
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 51：从缅甸进口锡精矿仍处低位（实物吨）



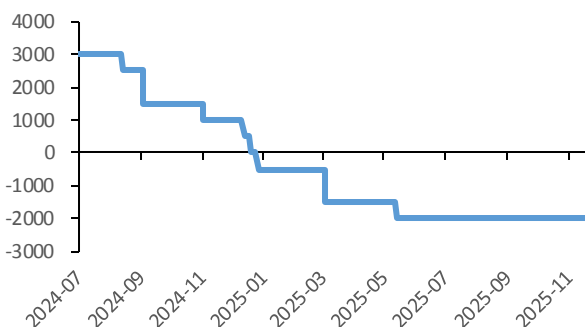
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 46：费城半导体指数及 LME 锡价拟合（美元/吨）



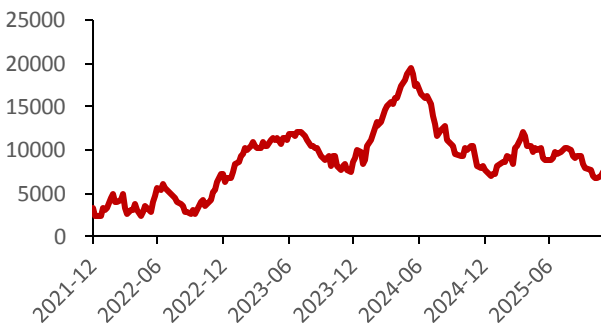
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 48：锡锭冶炼利润（元/吨）



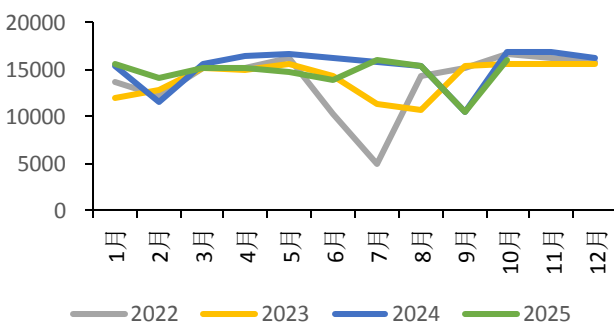
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 50：中国锡锭社会库暂稳（吨）



资料来源：iFind, 五矿证券研究所

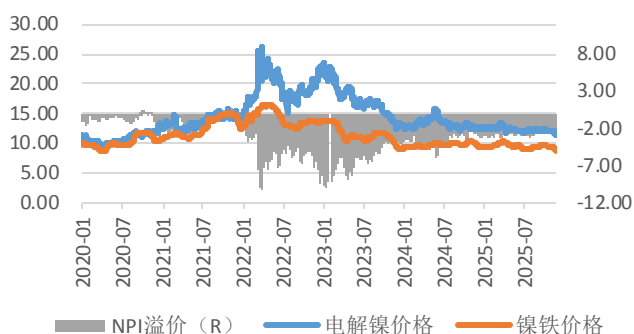
图表 52：中国锡锭产量（吨）



资料来源：SSMM, 五矿证券研究所

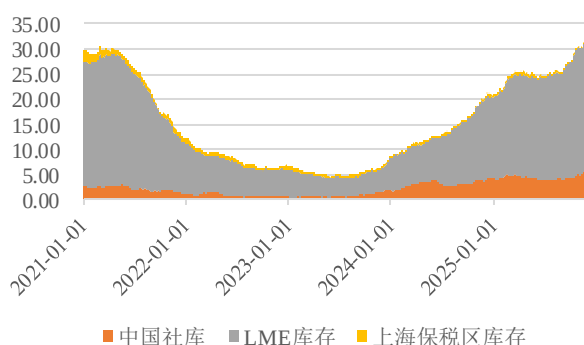
镍：库存继续累积，印尼 NPI 几近亏损，镍价行至成本支撑一线

图表 53：NPI 较电镍升贴水（万元/吨）



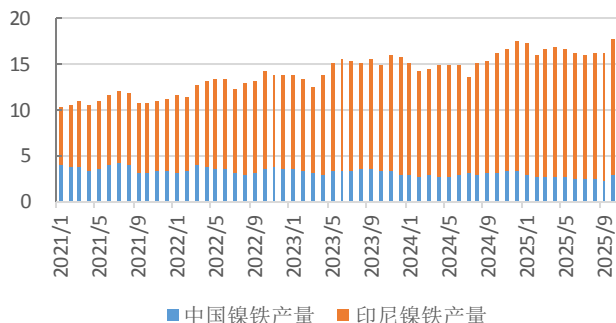
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 55：全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位（万吨）



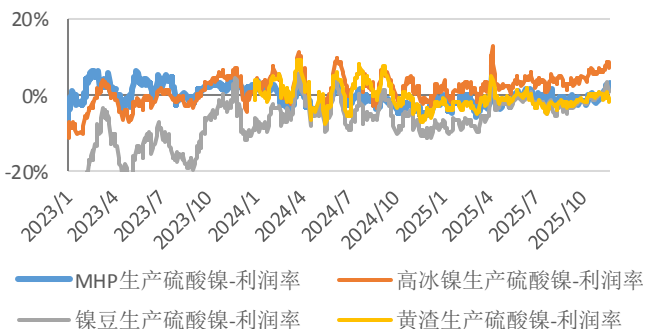
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 57：中国&印尼镍铁产量（万镍吨）



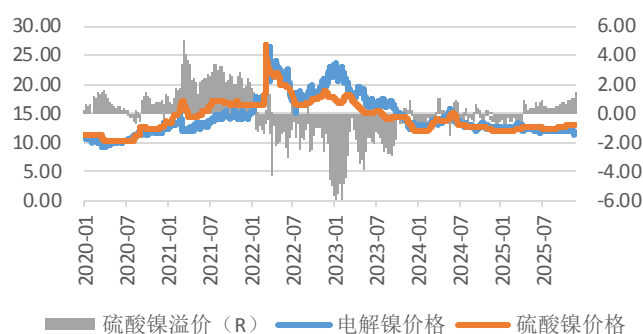
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 59：进口原料生产硫酸镍利润持续低位（%）



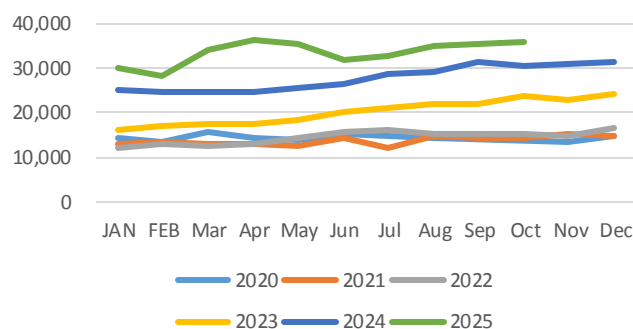
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 54：硫酸镍较纯镍升贴水（万元/吨）



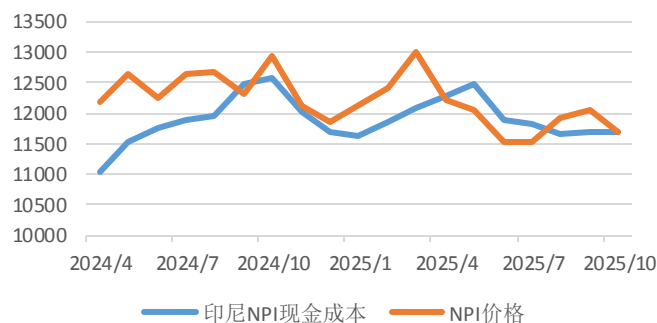
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 56：中国电镍产量历史同期高位（吨）



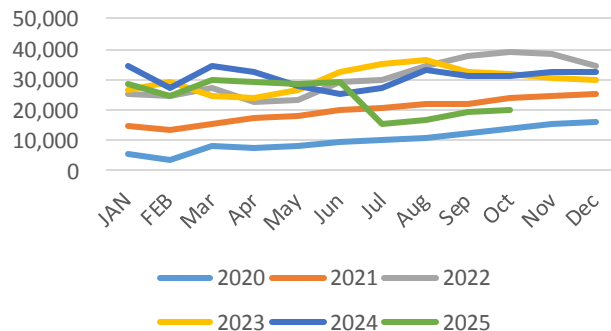
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 58：印尼 NPI 利润跟踪（美元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 60：中国前驱体镍需求测算（吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

2.其他金属：钨价创历史新高，关注战略金属内外价差修复

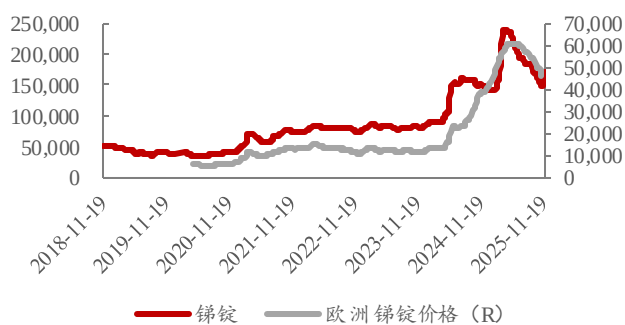
图表 61：小金属关键指标月度变化

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	49,000	-5.8%	17.4%
		中国铋精矿50%均价	万元/金属吨	13.45	-10.0%	11.2%
		铋锭99.65%国产平均价	万元/吨	15.25	-9.0%	6.6%
	供需	中国铋矿进口(M-1)	实物吨	3,135	89.1%	-28.5%
		中国铋锭产量	万吨	0.51	22.9%	-15.6%
		中国焦铋酸钠产量	万吨	0.17	-12.2%	-34.7%
钨	价格	黑钨精矿65%国产	万元/吨	29.90	10.7%	109.8%
		APT	万元/吨	43.92	12.0%	108.6%
		钨粉	元/公斤	670	9.8%	113.7%
		碳化钨粉	元/公斤	655	10.1%	112.3%
	利润	仲钨酸铵平均利润	元/吨	6,677	235.0%	365.6%
	供需	仲钨酸铵产量	吨	10,419	1.1%	-15.5%
钼	价格	钼精矿40-50%	元/吨度	4,265	-2.3%	19.1%
		钼铁：上海现货	万元/吨	26.75	-4.0%	14.0%
	供需	中国钼精矿产量	万吨	2.67	1.4%	22.8%
		中国钼铁产量	万吨	2.54	-2.2%	12.0%
		中国主流钢厂钢招量	万吨	1.01	-26.3%	3.8%
钛	价格	钛精矿>47%：四川	元/吨	1,900	0.0%	-11.6%
		2#海绵钛	万元/吨	4.40	-4.3%	1.1%
		金红石型钛白粉：硫酸法	万元/吨	1.30	0.4%	-11.3%
	供需	中国钛精矿产量	万吨	63.6	0.8%	9.4%
		中国钛矿净进口(M-1)	万实物吨	44.28	14.3%	-7.5%
		中国海绵钛产量	万吨	2,225	-2.8%	2.7%
稀土		中钕富铈矿	万元/吨	20.50	-5.1%	20.6%
		氧化镨钕	万元/吨	54.10	-5.3%	32.6%
		氧化铽	元/公斤	6,600	-5.6%	16.6%
		氧化镝	元/公斤	1,620	-3.6%	-2.4%
	利润	氧化镨钕盈利	万元/吨	7.86	4.1%	36.9%
		镨钕金属利润	万元/吨	-0.23	-155.5%	-154.3%
	供需	氧化镨钕月度产量	万吨	0.85	-8.5%	9.0%
		钕铁硼月度产量	万吨	2.76	-5.3%	-
		钕铁硼产能利用率		64.5%	-	-
		氧化镨钕供需平衡(M-1)	吨	641	-	-

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

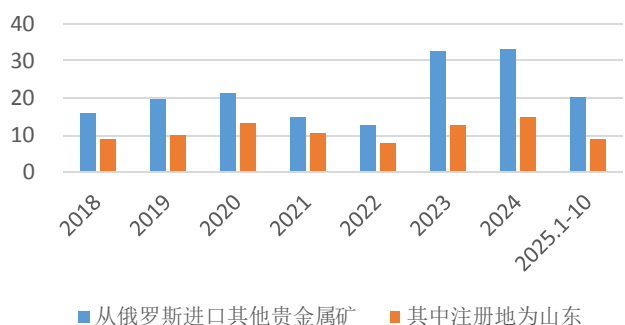
锑：出口边际改善，内外价差收缩有望形成价格支撑

图表 62：内外价差收缩（元/吨，美元/吨）



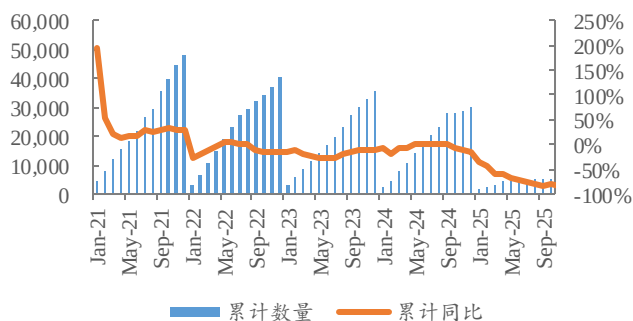
资料来源：Wind, Argus, 五矿证券研究所

图表 64：中国从俄罗斯进口其他贵金属矿（万吨）



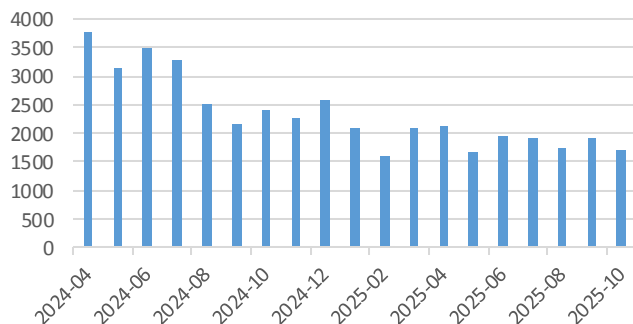
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 66：中国氧化锑出口（吨）



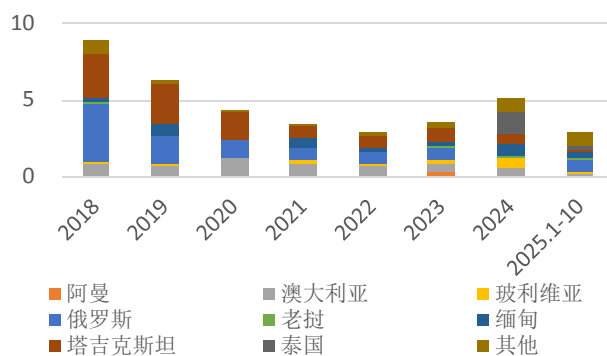
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 68：中国焦锑酸钠产量连续回落（吨）



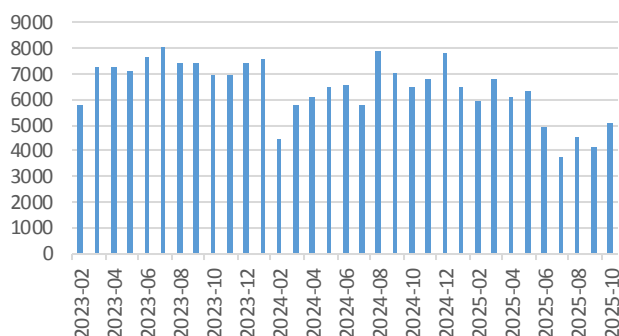
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 63：中国进口锑精矿（万吨）



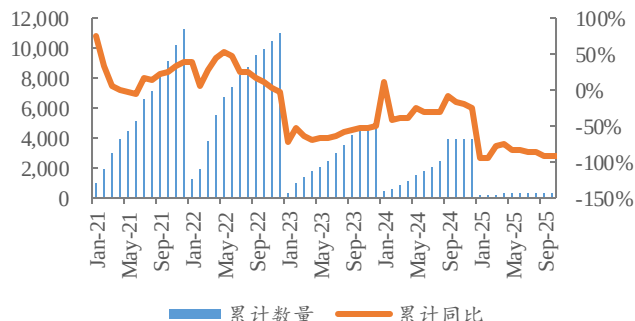
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 65：中国锑锭产量（吨）



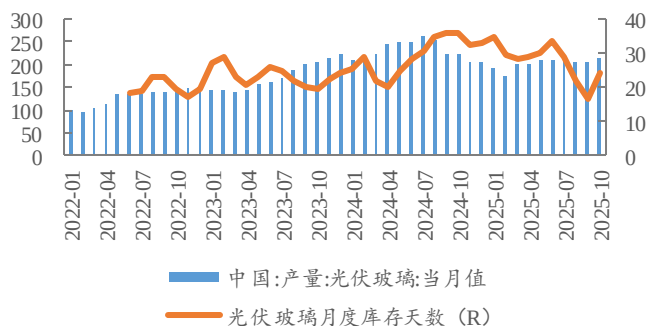
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 67：中国锑锭出口（吨）



资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

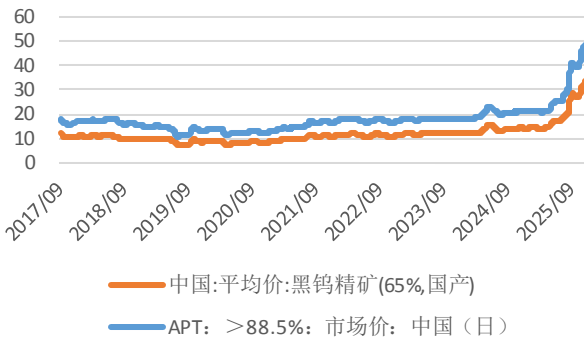
图表 69：光伏玻璃库存再增加（万吨，天）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

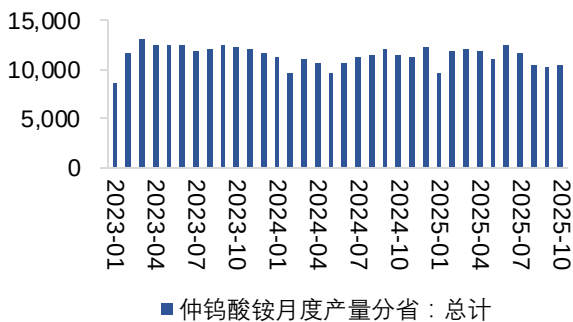
钨：价格创历史新高，资源瓶颈与新兴需求共振

图表 70：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

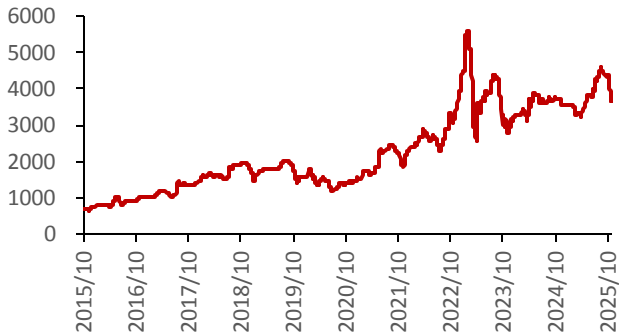
图表 72：中国 APT 产量（吨）



资料来源: SMM, 五矿证券研究所

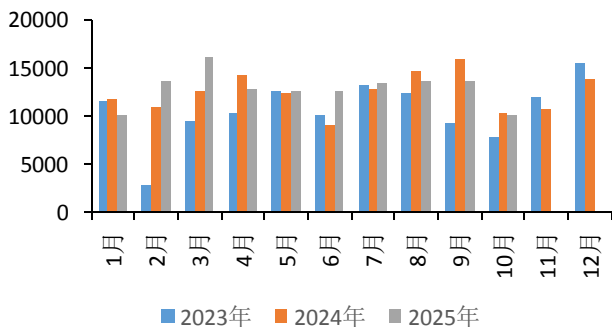
钼：钢招量小幅下降，钼价高位震荡

图表 74：40%-45%钼精矿价格（元/吨度）



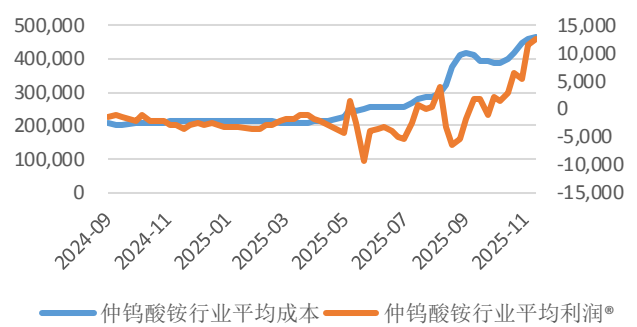
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 76：国内主流钢厂钼铁钢招量继续增加（吨）



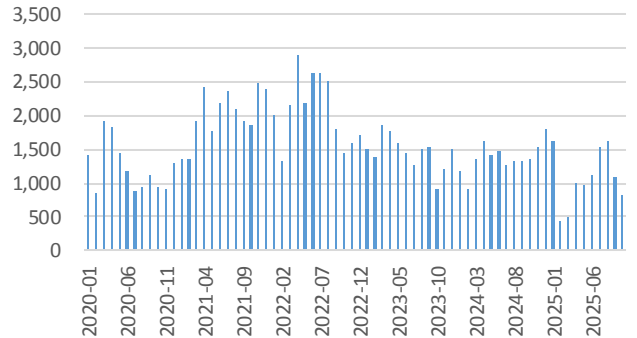
资料来源: 亿览网, 五矿证券研究所

图表 71：仲钨酸铵行业利润及成本（元/吨，元/吨）



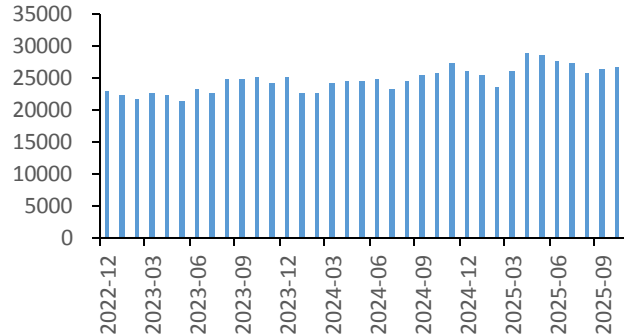
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 73：中国钨品出口量（吨）



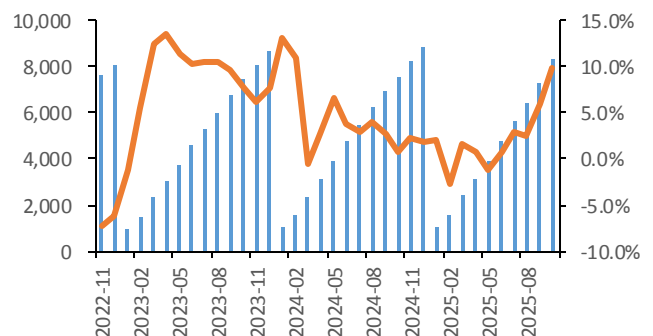
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 75：中国钼精矿产量（吨）



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

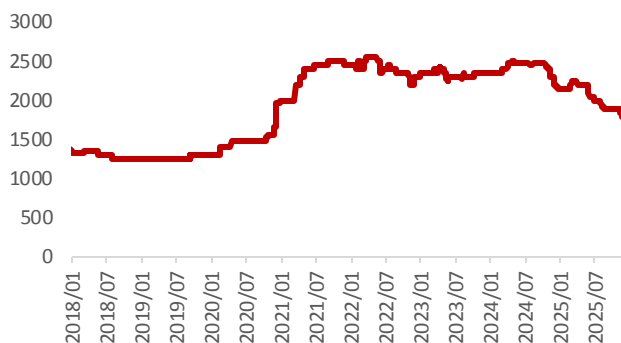
图表 77：造船完工量(载重):全球:累计值（万吨）



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

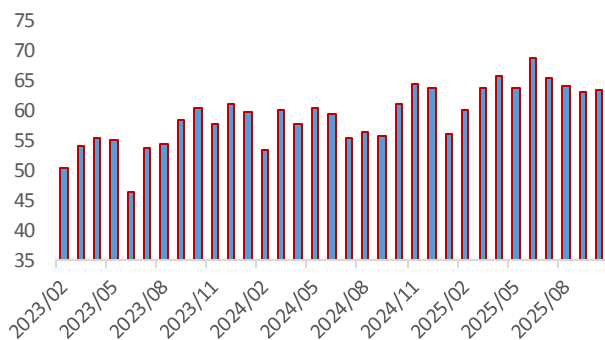
钛：钛矿进口小幅增加，钛白粉价格持续走低

图表 78：钛精矿 $\text{TiO}_2 > 47\%$ 价格阶段性回落（元/吨）



资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

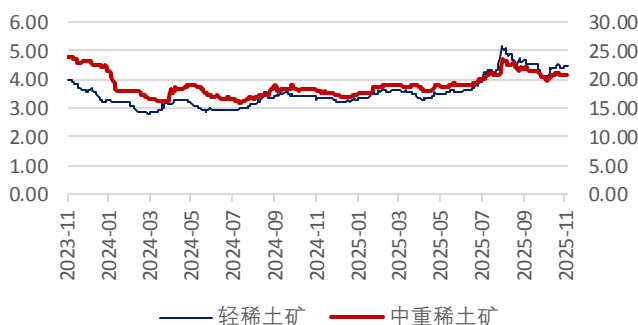
图表 80：中国钛精矿产量（万吨）



资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

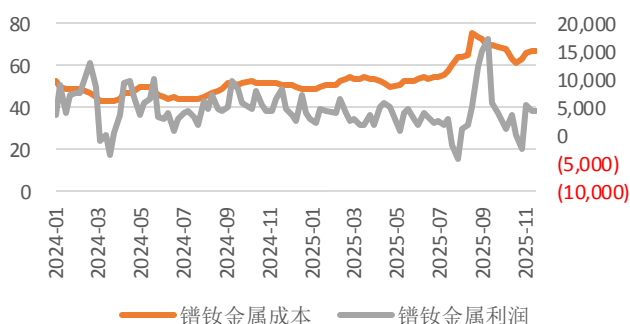
稀土：稀土价格冲高回落，关注出口进展

图表 82：稀土矿价格（万元/吨，万元/吨）



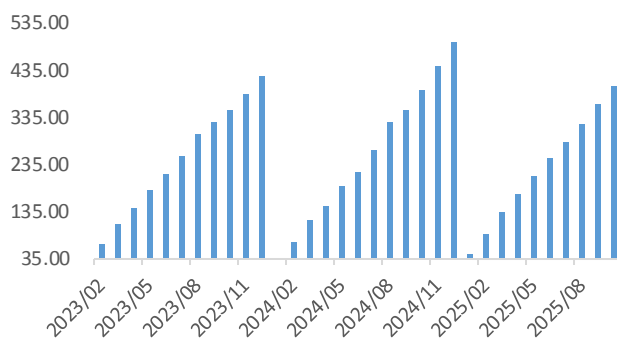
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 84：镨钕利润测算（万元/吨，元/吨）



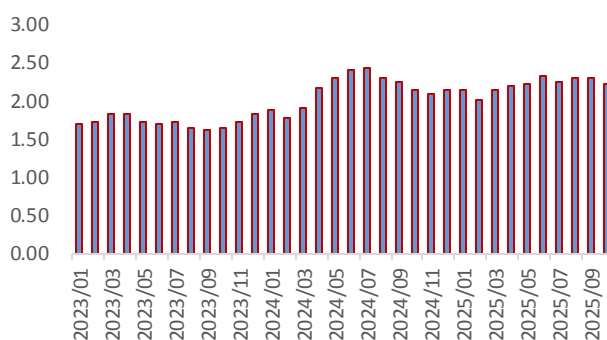
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 79：中国钛矿净进口：累计（元/吨）



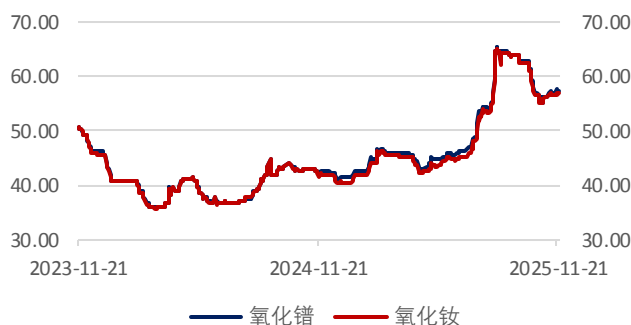
资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

图表 81：中国海绵钛产量（万吨）



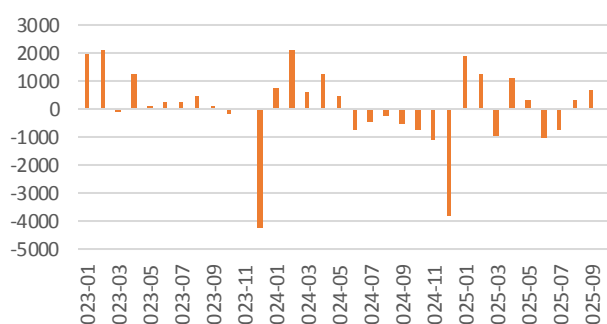
资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

图表 83：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 85：氧化镨钕月度平衡（吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

风险提示

- 1、矿产政策有不确定性；
- 2、全球贸易政策变化超预期，货物流通造成区域性逻辑变化；
- 2、工业需求低于预期。

分析师声明

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

投资评级说明

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

一般声明

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

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

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

联系我们

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

Analyst Certification

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

Investment Rating Definitions

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

General Disclaimer

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

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

Special Disclaimer

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

Contact us

Shanghai

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

Shenzhen

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

Beijing

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