

有色月跟踪：地缘政治冲突下，有色金属行情何去何从

报告要点

地缘冲突是全球有色金属市场的核心扰动因素之一，地缘冲突对有色金属板块的影响程度，主要取决于三点：是否涉及全球资源供应链的关键环节、是否推升能源价格、是否改变全球货币环境与通胀走势。

第四次中东战争引发石油危机，布雷顿森林体系的崩溃所带来的全球流动性宽松，全球进入高通胀周期，有色金属尤其是贵金属走出历史性牛市。OPEC对西方国家实施石油禁运，国际油价从3美元/桶飙升至12美元/桶，涨幅高达300%，直接冲击了全球工业体系的能源基础，有色金属抗通胀金融属性被放大，1970年2月至1982年7月，黄金价格增幅为868.76%，铂金价格上涨117.34%，白银价格增长240.89%；工业金属中，锡、锌、镍、铝价格同样实现大幅增长，分别为200.36%/143.93%/78.08%/57.98%。

俄乌冲突下，铝、镍、铂族金属等供给扰动，叠加欧洲能源危机，有色金属行情结构性分化，仅铝、镍、铂族金属等供给直接受冲击的品种出现显著上涨，其余品种涨幅有限，行情持续时间较短。俄罗斯是全球主要的铂族金属生产国，其钯产量占全球的37%，铂金产量占比全球的10.56%，镍、铝、铜、钨等品种的全球供给占比也位居前列，欧美对俄罗斯接连出台多轮制裁措施，市场对俄铝、俄镍、俄产铂族金属出现供给中断担忧，相关品种价格短期大幅冲高。但俄铝、俄镍等品种并未退出全球市场，而是从欧美市场转向亚洲市场，供应链仅发生区域性重构。叠加美联储加息周期与全球经济衰退预期，俄乌冲突后，有色金属呈现“短期增长、品种分化”的特征。

2026年中东冲突未直接冲击除铝以外的有色金属主产区，对有色金属的影响主要集中在能源与运输成本抬升，以及市场避险情绪的波动。2025年中东地区电解铝产能约692万吨/年，占比全球9%，本次地缘冲突影响中东地区约300万吨的产能，铝价走强。霍尔木兹海峡承担全球约30%的海运石油贸易、20%的液化天然气贸易，其封锁直接导致海运运费上涨、物流周期拉长，行业综合成本提升，能源价格上涨、硫磺运输受阻等同时为电解铝、镍等品种提供成本支撑；但全球制造业需求持续疲软，美联储降息预期多次延后，压制有色金属价格上行空间。

我们预计2026年Q2有色金属板块整体呈现结构分化、防守为主的格局，难现全面普涨行情，短期以结构性机会为主，中长期看好战略品种。

黄金：二季度震荡蓄力，黄金中长期上涨逻辑仍具支撑

电解铝：供给减量落地，外强内弱格局下铝价震荡偏强

镍：短期成本刚性抬升，长期过剩格局未改

钨：供给端约束持续加码，价格持续高位调整

稀土：供给刚性约束强化，二季度迎来价格上行窗口期

铜：Q2维持区间震荡，关注结构性需求增量

铅锌：矿端偏紧支撑锌价，供需过剩，铅价低位震荡

风险提示： 1、地缘冲突烈度波动的风险；2、能源价格大幅波动的风险；
3、中东地区电解铝产能复苏周期不确定的风险

有色金属

评级：看好

日期：2026.04.30

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 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

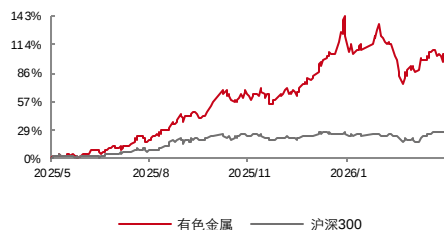
联系人 李博

☎：021-61102510

✉：libo3@wkzq.com.cn

行业表现

2026/4/29



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《航天新材料系列报告之二：如何降低火箭的制造成本？》(2026/4/20)
- 《2026年海外铜企产量预期同比持平——海外16家年报全扫描》(2026/4/20)
- 《USGS 2025年数据洞察：关注战略矿产，掌握资源主导权》(2026/4/15)
- 《2025铜矿并购趋势变化及展望》(2026/3/26)

内容目录

一、重点关注：地缘政治冲突下，有色金属行情何去何从	5
1.1 多轮地缘冲突下，有色行情演绎对比分析.....	5
1.2 地缘冲突、降息博弈交织，2026 年 Q2 有色金属行情结构性分化.....	10
二、市场行情：有色行情分化演绎，聚焦供给约束品种	12
二级市场：二季度有色板块回暖，锂/镍钴/锡/锑涨幅较大	12
2.1 工业金属：价格分化，关注供需基本面	12
2.2 其他金属：供给刚性主导，战略小金属价格中枢有望上移	20
风险提示	24

图表目录

图表 1：20 世纪 70 年代美元指数下行.....	5
图表 2：20 世纪 70 年代美国进入滞胀周期.....	5
图表 3：20 世纪 70 年代铝价上行（美元/吨）	6
图表 4：20 世纪 70 年代锌价上行（美元/吨）	6
图表 5：1970 年代大通胀周期下，大宗商品普涨.....	6
图表 6：2021 年俄罗斯主要有色金属产量全球占比（俄乌冲突前）	7
图表 7：俄乌冲突后钯金价格短期冲高（美元/盎司）	7
图表 8：俄乌冲突后铂金价格上涨（美元/盎司）	7
图表 9：俄乌冲突导致欧洲天然气价格上涨（美元/百万英热单位）	8
图表 10：欧洲能源危机助推铝、锌价格提升（美元/吨）	8
图表 11：2023 年中国俄铝进口量大幅增长（吨）	8
图表 12：俄乌冲突推动镍（右轴）、铝价格短期上涨（美元/吨）	8
图表 13：2026 年中东冲突推动油价上涨.....	9
图表 14：2026 年中东冲突抬高铝价（美元/吨）	9
图表 15：三次地缘冲突对有色金属板块影响对比分析.....	9
图表 16：有色金属板块回暖.....	12
图表 17：4 月二级板块中锂电领涨	12
图表 18：工业金属关键指标月度变化（2026 年 3 月）	13
图表 19：铜价格与基差（万元/吨，元/吨）	14
图表 20：现货:中国铜冶炼厂:粗炼费 TC（美元/吨）	14
图表 21：铜精矿冶炼盈亏（元/吨）	14
图表 22：LME 及 Comex 铜库存（万吨）	14
图表 23：SMM 中国电解铜社会库存（万吨）	14
图表 24：中国电解铜表观消费量（万吨）	14
图表 25：电解铜制杆周度开工率（%）	14
图表 26：中国电网基本建设投资完成额（亿元）	14
图表 27：铝土矿 CIF 价格（美元/吨）	15
图表 28：中国进口铝土矿（万吨）	15
图表 29：中国铝土矿产量处于历史低位（万吨）	15
图表 30：中国氧化铝产量（万吨）	15
图表 31：中国电解铝成本结构（元/吨）	15

图表 32: 中国电解铝毛利跟踪 (元/吨)	15
图表 33: 中国电解铝产能接近天花板, 高开工率 (万吨)	15
图表 34: 全球铝期货库存 (万吨)	15
图表 35: 伦铝与沪铝价格 (美元/吨, 元/吨)	16
图表 36: 铅精矿 TC 再创新低 (元/吨, 美元/干吨)	16
图表 37: 中国铅精矿产量 (万金属吨)	16
图表 38: 中国铅精矿进口 (万吨)	16
图表 39: 铅产业链利润跟踪 (元/吨)	16
图表 40: 铅冶炼开工率 (%)	16
图表 41: 中国精炼铅产量 (万吨)	16
图表 42: 全球铅期货库存 (万吨, 万吨)	16
图表 43: 伦锌与沪锌价格 (美元/吨, 元/吨)	17
图表 44: ZN50 国产平均加工费 (元/吨)	17
图表 45: 锌产业链利润跟踪 (元/吨)	17
图表 46: 中国锌精矿产量 (万吨)	17
图表 47: 中国进口锌精矿 (万吨)	17
图表 48: 中国锌锭产量 (万吨)	17
图表 49: 中国精锌进出口 (万吨)	17
图表 50: 全球锌期货库存 (万吨, 万吨)	17
图表 51: LME 锡 cash-3M 升贴水 (美元/吨)	18
图表 52: 费城半导体指数及 LME 锡价拟合 (美元/吨)	18
图表 53: 锡精矿加工费再走低 (元/吨)	18
图表 54: 锡锭冶炼利润 (元/吨)	18
图表 55: LME 锡锭库存 (吨)	18
图表 57: 从缅甸进口锡精矿仍处低位 (实物吨)	18
图表 58: 中国锡锭产量 (吨)	18
图表 59: NPI 较电镍升贴水 (万元/吨)	19
图表 60: 硫酸镍较纯镍升贴水 (万元/吨)	19
图表 61: 全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位 (万吨)	19
图表 62: 中国电镍产量历史同期高位 (吨)	19
图表 63: 中国&印尼镍铁产量 (万镍吨)	19
图表 64: 印尼 NPI 利润跟踪 (美元/吨)	19
图表 65: 进口原料生产硫酸镍利润 (%)	19
图表 66: 中国前驱体镍需求测算 (吨)	19
图表 67: 小金属关键指标月度变化 (2026 年 3 月)	20
图表 68: 内外价差收缩 (元/吨, 美元/吨)	21
图表 69: 中国进口铋精矿 (万吨)	21
图表 70: 中国从俄罗斯进口其他贵金属矿 (万吨)	21
图表 71: 中国铋锭产量 (吨)	21
图表 72: 中国氧化铋出口 (吨)	21
图表 73: 中国铋锭出口 (吨)	21
图表 74: 中国焦铋酸钠产量 (吨)	21
图表 75: 光伏玻璃库存 (万吨, 天)	21
图表 76: 钨价仍处于历史相对高位 (万元/吨)	22
图表 77: 仲钨酸铵行业利润及成本 (元/吨, 元/吨)	22
图表 78: 中国 APT 产量 (吨)	22
图表 79: 中国钨品出口量 (吨)	22

图表 80: 40%-45%钼精矿价格 (元/吨度)	22
图表 81: 中国钼精矿产量 (吨)	22
图表 82: 国内主流钢厂钼铁钢招量 (吨)	22
图表 83: 造船完工量(载重):全球:累计值 (万吨)	22
图表 84: 钛精矿 TiO ₂ > 47% 价格 (元/吨)	23
图表 85: 中国钛矿净进口: 累计 (万吨)	23
图表 86: 中国钛精矿产量 (万吨)	23
图表 87: 中国海绵钛产量 (万吨)	23
图表 88: 稀土矿价格 (万元/吨, 万元/吨)	23
图表 89: 金属氧化物价格 (万元/吨, 万元/吨)	23
图表 90: 锆铪利润测算 (万元/吨, 元/吨)	23
图表 91: 氧化锆铪月度平衡 (吨)	23

一、重点关注：地缘政治冲突下，有色金属行情何去何从

1.1 多轮地缘冲突下，有色行情演绎对比分析

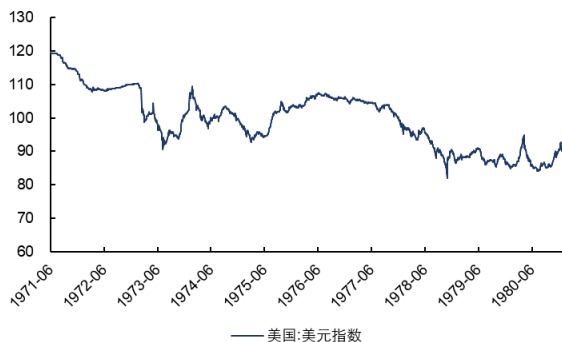
地缘冲突是全球大宗商品定价的核心扰动因素之一，尤其是涉及全球能源主产区、矿产资源主产区及航运要道的冲突，会通过供给冲击、成本传导等，对有色金属市场产生影响。其中地缘冲突对有色金属板块的影响程度，主要取决于三点：是否涉及全球资源供应链的关键环节、是否推升能源价格、是否改变全球货币环境与通胀走势。我们通过对比第四次中东战争、俄乌战争、2026 年中东冲突三次典型的地缘冲突，分析地缘冲突对有色金属市场的影响。

20 世纪 70 年代中东战争：能源危机、通胀周期共振，驱动有色金属牛市

1973 年第四次中东战争的爆发，直接引发全球第一次石油危机，成为有色金属价格上涨的核心导火索。1973 年 10 月战争爆发后，OPEC 对西方国家实施石油禁运，国际油价从 3 美元/桶飙升至 12 美元/桶，涨幅高达 300%，直接冲击了全球工业体系的能源基础，推高有色金属综合成本，成为有色行情启动的直接引爆点。

此前布雷顿森林体系的崩溃所带来的全球流动性宽松，为本次有色金属牛市提供了货币基础。1971 年美元正式与黄金脱钩，布雷顿森林体系彻底瓦解，全球货币体系失去锚定，主要经济体纷纷放宽货币政策，市场流动性持续宽松，大量资金流入商品市场，美元指数由 1971 年的 119.7 下滑至 1978 年的 82.1，跌幅超 30%，为后续通胀埋下隐患。而石油危机引发的能源价格暴涨，快速传导至全产业链，推高各类商品价格，形成“油价上涨—全品类产品价格上行—通胀预期强化—商品囤积—价格进一步上涨”的循环。美国 CPI 同比急剧攀升，由 1973 年 10 月的 7.8% 增长至 1974 年底的 12.3%，进入滞胀周期。

图表 1：20 世纪 70 年代美元指数下行



资料来源：iFinD，五矿证券研究所

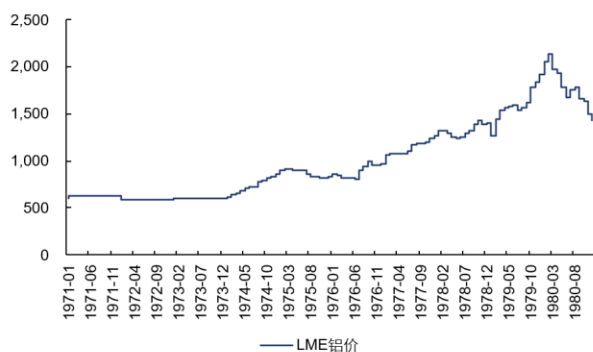
图表 2：20 世纪 70 年代美国进入滞胀周期



资料来源：iFinD，五矿证券研究所

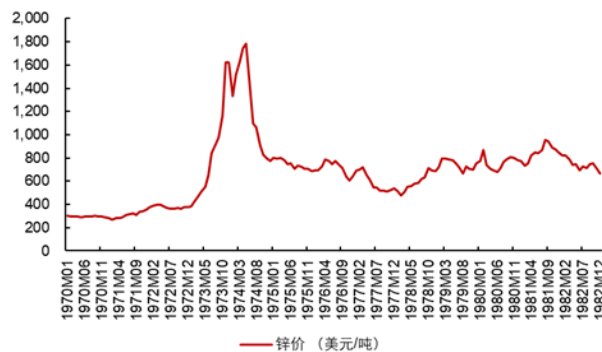
能源成本支撑铝、锌等高能耗工业金属价格持续上涨。 电解铝、锌等品种的冶炼环节的能源成本占比极高。第四次中东战争引发油价全面上涨后，铝、锌的冶炼成本大幅抬升，部分全球高成本产能被迫减停产，行业供需格局持续收紧，推动铝、锌价格阶段性大幅上涨，其中 1974 年 5 月锌价较 1973 年 9 月大幅上涨 82.58%。

图表 3：20 世纪 70 年代铝价上行（美元/吨）



资料来源：S&P，五矿证券研究所

图表 4：20 世纪 70 年代锌价上行（美元/吨）



资料来源：世界银行，五矿证券研究所

第四次中东战争引发石油危机，助推全球进入高通胀周期，大宗商品走出历史性牛市。根据世界银行统计，1970 年 2 月至 1982 年 7 月，原油价格由 1.21 美元/桶大幅增长至 32.92 美元/桶，增幅为 2620%；铁矿石价格由 9.84 美元/干吨度增长至 32.5 美元/干吨度；同期黄金价格增幅为 868.76%，铂金价格上涨 117.34% 至 287.87 美元/盎司，白银价格增长 240.89%；工业金属中，锡、锌、镍、铝价格均实现大幅增长，1970 年 2 月至 1982 年 7 月，累计涨幅分别为 200.36%/143.93%/78.08%/57.98%。

图表 5：1970 年代大通胀周期下，大宗商品普涨

大宗商品	1970 年 2 月	1982 年 7 月	增幅
原油（美元/桶）	1.21	32.92	2620.39%
铝（美元/吨）	606.27	957.80	57.98%
铁矿石 （现货，美元/干吨度）	9.84	32.50	230.28%
铜（美元/吨）	1657.20	1440.90	-13.05%
铅（美元/吨）	341.00	552.40	61.99%
锡（美元/吨）	3767.70	11316.60	200.36%
镍（美元/吨）	2846.20	5068.60	78.08%
锌（美元/吨）	298.00	726.90	143.93%
黄金（美元/盎司）	34.99	338.97	868.76%
铂（美元/盎司）	132.50	287.97	117.34%
白银（美元/盎司）	1.90	6.46	240.89%

资料来源：世界银行，五矿证券研究所

俄乌战争：资源主产国供给扰动叠加欧洲能源危机，有色金属行情结构性分化

俄罗斯在关键有色金属品种的全球产能占比较高。冲突爆发后，欧美对俄罗斯实施制裁，市场对俄铝、俄镍等核心品种供给中断的担忧，直接推动相关品种价格短期大幅上涨。

从资源端直接供给冲击来看，俄罗斯是全球主要资源国之一，在矿产资源供给层面占据较高的地位。俄罗斯是全球主要的铂族金属生产国，其钯产量占全球的 37%，铂金产量占比全球的 10.56%，镍、铝、铜、钨等品种的全球供给占比也位居前列。俄乌冲突爆发后，欧美对俄罗斯接连出台多轮制裁措施，伦敦金属交易所（LME）、伦敦铂金和钯金市场（LPPM）先后

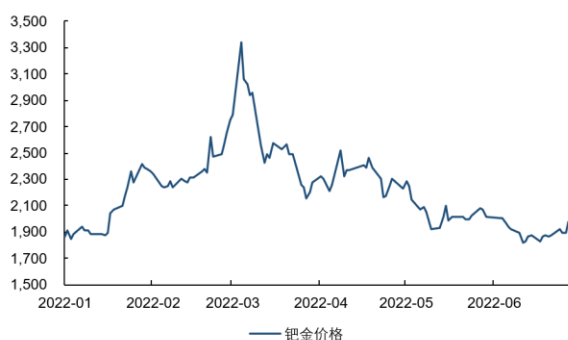
对俄罗斯金属品牌实施交割限制、暂停认证精炼厂资质，市场对俄铝、俄镍、俄产铂族金属出现供给中断担忧，相关品种价格短期大幅冲高，其中钯价由 2022 年初的 1869 美元/盎司增长至 3 月的 3339 美元/盎司，涨幅 78.65%；铂金价格由年初的 963 美元/盎司涨至同年 3 月的 1149 美元/盎司，涨幅相对温和。但后续因铂族金属供应未出现实质性中断，亚洲市场承接了俄罗斯大量铂族金属出口，并未出现全球性供给缺口，叠加需求端持续走弱，钯、铂价格快速回落。

图表 6：2021 年俄罗斯主要有色金属产量全球占比（俄乌冲突前）

金属品种	俄罗斯产量	全球产量	俄罗斯占比
镍（万吨）	25	270	9.26%
钯（吨）	74	200	37.00%
铂（吨）	19	180	10.56%
铜（万吨）	82	2100	3.90%
钨（吨）	2400	79000	3.04%
原铝（万吨）	370	6800	5.44%

资料来源：USGS，五矿证券研究所

图表 7：俄乌冲突后钯金价格短期冲高（美元/盎司）



资料来源：iFinD，五矿证券研究所

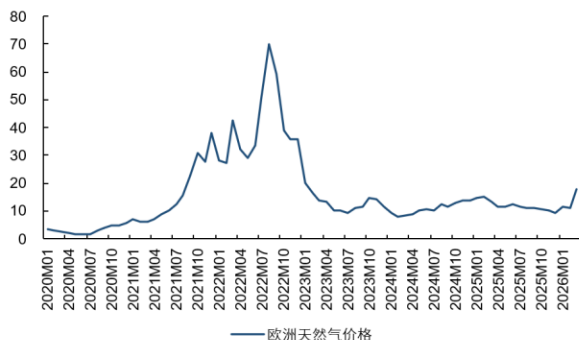
图表 8：俄乌冲突后铂金价格上涨（美元/盎司）



资料来源：iFinD，五矿证券研究所

俄乌冲突引发欧洲能源危机，能源成本抬升助推高耗能金属品种价格上涨。冲突爆发后，俄罗斯对欧洲天然气出口大幅收缩，欧洲天然气价格大幅增长，由 2021 年底的 38.03 美元/百万英热单位增长至 2022 年 8 月的 70.04 美元/百万英热单位。电解铝、锌等品种的冶炼环节耗能较高，欧洲作为全球电解铝、锌冶炼产能分布区，能源价格大幅上涨，直接导致当地冶炼厂现金成本大幅抬升，部分高耗能冶炼厂关停，全球供需格局持续收紧，带动价格上涨。LME 锌价在 2022 年 4 月达到全年高点，突破 4500 美元/吨，LME 铝价在冲突爆发后一度突破 3500 美元/吨。

图表 9：俄乌冲突导致欧洲天然气价格上涨（美元/百万英热单位）



资料来源：世界银行，五矿证券研究所

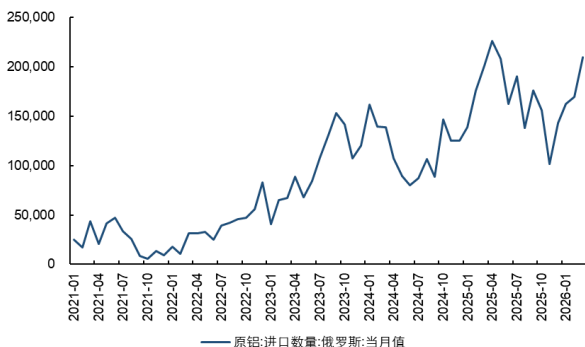
图表 10：欧洲能源危机助推铝、锌价格提升（美元/吨）



资料来源：iFinD，五矿证券研究所

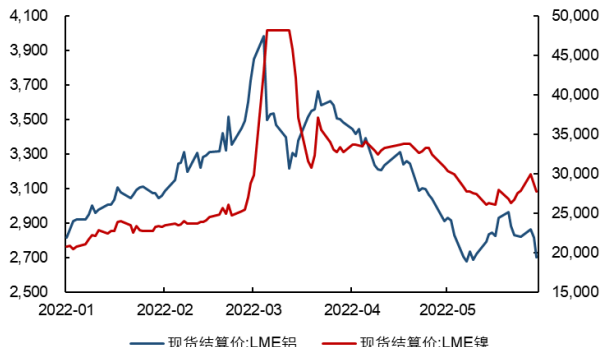
欧美对俄制裁一定程度上改变了有色金属的贸易流向，但供应链仅发生区域性重构。俄铝、俄镍等品种并未退出全球市场，而是从欧美市场转向亚洲市场，2023 年中国从俄罗斯进口原铝累计 117.57 万吨，同比增长约 154.45%，供应链仅发生区域重构，并未出现永久性断点。宏观层面上，美联储加息周期与全球经济衰退预期，限制了有色行情的持续性与普涨性，俄乌冲突爆发后，有色金属呈现“短期增长、品种分化”的特征，仅铝、镍、铂族金属等供给直接受冲击的品种出现显著上涨，其余品种涨幅有限，行情持续时间较短。

图表 11：2023 年中国俄铝进口量大幅增长（吨）



资料来源：iFinD，五矿证券研究所

图表 12：俄乌冲突推动镍（右轴）、铝价格短期上涨（美元/吨）



资料来源：iFinD，五矿证券研究所

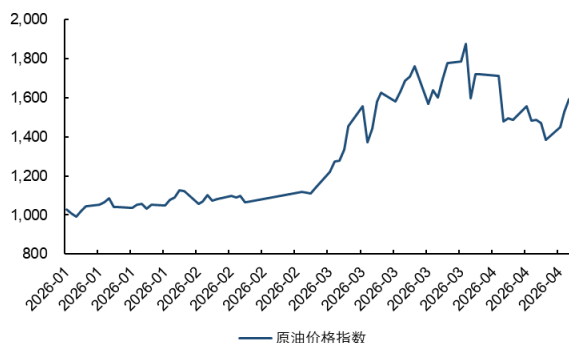
2026 年中东冲突：成本扰动与避险情绪下的有色行情分化

2026 年中东冲突未直接冲击有色金属主产区，对有色金属的影响主要集中在能源与运输成本抬升，以及市场避险情绪的波动。除中东地区电解铝产能全球占比约 9%以外，中东地区暂无铜、镍、铅锌等其他品种的大规模产能。

中东地区冲突升级对区域电解铝产能的直接冲击与原料断供风险，助推铝价上涨。据 ALD 和 SMM 数据，2025 年中东地区电解铝产能约 692 万吨/年，占比全球 9%。企业层面上，阿联酋环球铝业（EGA）位于阿布扎比的塔维拉冶炼厂于 3 月 28 日遭伊朗无人机和导弹袭击，导致电力中断，电解槽被迫非受控关停，设备严重损毁。其 160 万吨电解铝产能目前已全面停产，复产时间可能长达 6 至 12 个月。巴林铝业（Alba）在遭袭前已因原料断供于 3 月初减产了约 19%（约 30.8 万吨）的产能，3 月 28 日的袭击使其设施进一步受损，预计利用率将进一步降至 30%，巴林铝业拥有全球最大单体铝冶炼厂，年产能 160 万吨。卡塔尔铝业（Qatalum）受区域能源设施受损影响，自 3 月 3 日起已启动有序停产，影响其 63.6 万至 65 万吨的产能，预计复产同样需要 6 至 12 个月。且阿联酋、巴林、卡塔尔、阿曼等国的铝厂

几乎完全依赖进口氧化铝维持生产，运输路线高度依赖霍尔木兹海峡。本次冲突中，对区域能源基建与铝厂的袭击，以及霍尔木兹海峡航运受阻带来的原料断供风险，进一步抬高铝价。

图表 13：2026 年中东冲突推动油价上涨



资料来源：iFinD，五矿证券研究所

图表 14：2026 年中东冲突抬高铝价（美元/吨）



资料来源：iFinD，五矿证券研究所

霍尔木兹海峡的通行风险，通过推升海运、能源成本、拉长物流周期，对有色行情形成边际扰动，但尚未造成全球性供应链断裂。霍尔木兹海峡承担全球约 30%的海运石油贸易、20%的液化天然气贸易，其封锁直接导致大宗商品海运运费上涨、物流周期拉长，一定程度上抬高行业综合成本，同时通过能源价格上涨为电解铝等高耗能品种提供成本支撑；但同时，全球制造业需求持续疲软，美联储降息预期多次延后，压制了工业金属价格的上涨空间。最终，市场呈现“铝结构性走强、其余工业金属震荡、战略小金属长期看好”的分化格局。

三次地缘冲突均依托能源成本传导，对有色金属市场形成直接影响。20 世纪 70 年代中东战争直接引发全球石油危机，国际油价大幅涨幅超 300%，推动工业全产业链能源成本上涨；而俄乌冲突主要冲击欧洲能源体系，导致欧洲地区天然气价格大幅飙升，对欧洲地区铝、锌等高耗能有色金属的供给形成约束；2026 年中东冲突暂未造成全球石油供给的实质性中断，叠加冲突烈度反复波动，对有色金属行情形成短期波动性扰动。**宏观货币环境，是决定有色行情持续周期与品种表现的核心因素。**20 世纪 70 年代布雷顿森林体系瓦解、美元信用体系松动，全球通胀高企、流动性整体宽松，有色金属抗通胀的金融属性释放，贵金属价格大幅上涨；俄乌战争处于美联储加息、全球流动性收紧的周期，供给端造成的冲击有限，溢价快速被加息周期抵消，行情持续性不足；2026 年中东冲突处于美联储货币政策的关键窗口期，降息预期反复摇摆，有色市场整体震荡运行，呈现结构性分化特征。

图表 15：三次地缘冲突对有色金属板块影响对比分析

对比维度	第四次中东战争	俄乌战争	2026 年中东冲突
核心驱动因素	全球石油危机，布雷顿森林体系崩溃后美元信用瓦解，进入滞胀周期	资源主产国供给扰动，欧洲能源危机	能源成本扰动，霍尔木兹海峡航运风险，地缘避险情绪升温
品种表现特征	贵金属领涨，工业金属同步大涨	结构性行情，供给受冲击品种短期内大幅上涨，其余品种涨幅有限	结构性分化，铝走强，铜等阶段性上行，铅锌等品种区间震荡
行情持续时间	长期持续，与通胀周期绑定	短期，俄乌冲突爆发后 2-3 个月	随冲突烈度反复波动
核心宏观背景	布雷顿森林体系崩溃，流动性宽松	美联储加息，全球经济衰退预期升温	美联储货币政策转向窗口期，降息预期延后，全球经济弱复苏

资料来源：五矿证券研究所总结

1.2 地缘冲突、降息博弈交织，2026 年 Q2 有色金属行情结构性分化

我们预计 2026 年 Q2 有色金属板块整体呈现结构分化、防守为主的格局，难现全面普涨行情，短期以结构性机会为主，中长期看好战略品种。核心矛盾围绕三大主线展开：一是美联储降息预期的反复博弈，宏观流动性的定价权重提升，美元指数与美债收益率的波动直接影响有色板块的整体风险偏好；二是中东地缘冲突引发的能源成本扰动与供应链风险，对铝等高能耗品种形成强支撑；三是各品种自身供需基本面分化，过剩与短缺并存，资金向确定性高的品种集中，多数工业金属品种市场观望情绪浓厚。

黄金：二季度震荡蓄力，中长期上涨逻辑仍具支撑

二季度黄金走势预计以蓄力震荡为主，核心驱动变量包括中东地缘局势演化、美联储政策信号边际变化及全球央行购金力度等。美国劳工统计局 4 月 10 日发布的数据显示，3 月 CPI 环比上涨 0.9%，显著高于 2 月的 0.3%，创 2022 年 6 月以来最大单月涨幅；核心 CPI 同比小幅回升至 2.6%，略低于市场预期的 2.7%。能源价格暴涨是本轮通胀反弹的核心驱动因素，能源指数环比飙升 10.9%，其中汽油价格环比暴涨 21.2%。芝商所美联储观察工具预测首次降息窗口将推迟至 9 月以后。地缘冲突改写避险逻辑，美以伊冲突爆发后，能源冲击推升油价，加剧了滞胀担忧和降息预期推迟，叠加美元流动性趋紧及投资者抛售黄金补充保证金的需求，金价双重承压，Comex 金由 3 月中旬约 5000 美元/盎司的高位一度回落至 3 月下旬的 4400 美元/盎司。展望后市，若中东局势缓和带动油价回落，通胀压力有望缓解，降息预期或再度升温，为金价提供反弹动能；反之，若能源冲击持续加剧，高利率环境对金价的压制或将进一步延续。

全球央行持续购金为金价筑牢底部支撑。世界黄金协会数据显示，2025 年全球央行净购金量达 863.3 吨，延续净买入的长期趋势。截至 2026 年初，全球央行黄金储备总价值已达 3.93 万亿美元，首次超越美债成为全球第一大储备资产，黄金在全球储备体系中的战略地位愈加突出。综合来看，2026Q2 黄金短期面临高实际收益率与美元指数走强的压制，但央行持续购金的结构性需求与全球储备体系重构的长期趋势未改。在震荡蓄力之后，黄金中长期走势仍有基本面支撑。

电解铝：供给减量落地，外强内弱格局下铝价震荡偏强

3 月以来，中东冲突已导致全球超 300 万吨电解铝产能受影响，其中阿联酋 EGA 旗下 160 万吨塔维拉冶炼厂遭袭后全面停产，官方确认全面复产最长需 12 个月；巴林铝业产能利用率降至 30%，卡塔尔铝业运行产能仅为正常水平的 60%。2026 年全球铝市场预期，由年初的过剩转为短缺，海外库存已降至历史较低水平，LME 铝价持续走强。国内铝社会库存较低，叠加下游地产板块需求疲软，一定程度上压制了沪铝上行空间，铝价整体呈现外强内弱格局，随着海外短缺带来的出口窗口打开，将逐步消化国内累库压力。吨铝利润维持高位，具备低成本产能、海外布局的龙头企业盈利确定性大幅提升。

镍：短期成本刚性抬升，长期过剩格局未改

镍短期政策落地带来成本端刚性抬升，但长期供给过剩的核心矛盾未发生根本改变。印度尼西亚 4 月 15 日正式生效矿产基准价（HPM）新规，打破以往单一按镍含量计价的模式，转为“镍+铁+钴+铬”多元素综合计价，1.6%品位镍矿的定价修正系数由 17%大幅增长至 30%。同时印尼 2026 年镍矿开采配额同比削减约 30%，进一步控量提价。但全球镍铁、电解镍产能持续释放，叠加不锈钢与新能源电池领域需求无显著放量，全年供应过剩的预期并未逆转。

钨：供给端约束持续加码，价格持续高位调整

供给端刚性约束持续加码，2026 年全国钨矿开采总量控制指标下滑，叠加国内钨矿原矿平均品位持续下滑，出口管制方面，25 类核心钨品被纳入出口许可管理，实行“一单一证”审批，

全国仅 15 家企业获得出口资质，对日核心管制品类出口近乎归零，2026 年 1-2 月钨制品出口量(不含硬质合金刀具与钨钨灯)累计为 1638.60 吨, 同比 2025 年 1-2 月份减少 34.33%。黑钨精矿价格由 2025 年初的 14.3 万元/吨, 最高飙升至 2026 年 3 月的 103 万元/吨, 期间累计涨幅超 600%。**全球钨供需缺口预计持续扩大**, 光伏钨丝、芯片用六氟化钨等新兴需求持续爆发, 对冲传统硬质合金领域的需求疲软。我们认为钨价已完成从周期性定价到战略性定价的价值重估, 价格持续高位调整。

稀土：供给刚性约束强化，二季度迎来价格上行窗口期

稀土全球供给刚性收缩，成本端为价格提供强力支撑。中国政策端持续严控供给增量，近年来工信部、自然资源部稀土开采总量控制指标同比增速放缓，中重稀土配额零增长；叠加《稀土管理条例》正式落地后，非法开采打击力度持续加大，行业供给弹性基本归零。海外供应链扰动加剧，缅甸克钦邦自 2025 年 12 月起实施稀土矿全面停采；越南自 2026 年 1 月 1 日起禁止稀土原矿出口，全球供给进一步收紧。成本端，北方稀土与包钢股份 2026 年二季度稀土精矿关联交易价格上调至不含税 38804 元/吨, 较一季度环比大涨 44.61%，创下 2023 年定价机制改革以来最大单季涨幅，连续 7 个季度上调价格，从成本端为稀土产品价格提供了刚性支撑。**需求端，新兴需求多点爆发，传统需求稳步复苏。**新能源汽车、风电是核心需求支撑，AI 服务器、人形机器人带来新增需求弹性，单机焊料与磁材用量显著提升；人形机器人产业快速发展，成为远期需求核心增量。传统消费电子、工业电机需求稳步复苏，整体需求保持刚性增长。我们预测 2026 年二季度稀土价格中枢持续上移、景气度加速上行，中重稀土受供给收缩影响，价格涨幅或将超过轻稀土。

铜：Q2 维持区间震荡，关注结构性需求增量

供需紧平衡下强现实与弱预期博弈，二季度维持区间震荡。供给端，2026 年全球铜矿供给增速较低，新矿开发周期长、矿山品位持续下降，供给刚性凸显；需求端呈现显著分化，1-2 月国内电网投资完成额同比激增 79.84%，春节后铜库存快速去化，AI 数据中心、新能源汽车、储能带来的需求增量持续释放，对冲了地产、传统制造业的需求疲软。同时美联储政策不确定性、美元指数波动带来的宏观扰动，导致资金观望情绪浓厚，持仓集中度下降。Q2 将维持震荡行情，无明确趋势性方向。

锌：矿端收紧支撑锌价

供给收紧支撑锌价，二季度锌价高位震荡。2026 年一季度全球锌精矿供给增长持续不及预期，中东地缘冲突影响伊朗锌精矿出口，但伊朗锌精矿产量全球占比较低，澳大利亚、南美洲矿山受极端气候、能源成本上升影响，2026 年全球锌精矿产量增幅或将收窄。进口锌精矿加工费持续下行，4 月进口锌矿加工费指数降至 -28.50 美元/干吨，国内冶炼厂原料采购难度加大，虽然当前冶炼厂产量维持高位，但矿端供给收缩，后续冶炼产能释放空间有限。需求端整体复苏乏力，镀锌板块作为锌最大的下游，受地产、基建开工不及预期影响，需求表现较差，压铸、氧化锌行业需求平稳，整体无明显增量，下游企业刚需采购为主，需求端对价格的拉动作用较弱。

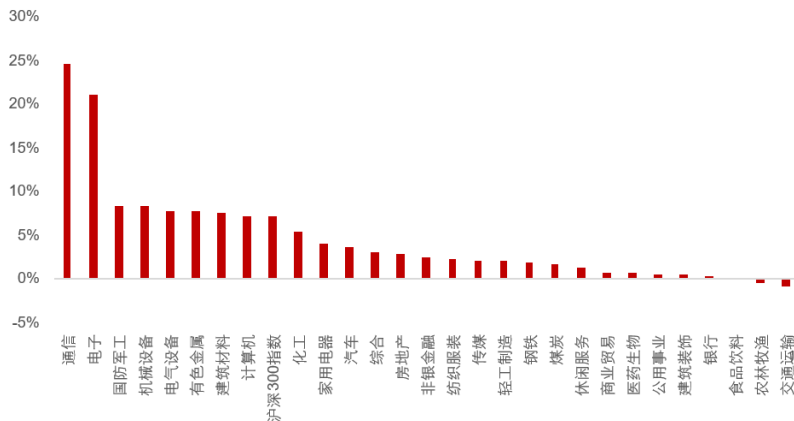
铅：供需过剩，铅价低位震荡

小幅过剩，铅价低位震荡。精炼铅整体供应稳中有增，其中再生铅开工率稳中有升，是供应核心增量，不过原料端废电瓶回收依旧偏紧，冶炼厂原料库存下降，制约再生铅产量；原生铅冶炼厂因利润不佳，开工率维持低位，预计 2026 年国内铅锭供应为小幅过剩格局。二季度是铅蓄电池传统消费淡季，下游蓄电池企业订单持续低迷，企业无明显补库意愿，整体呈现供过于求的格局。预计二季度铅价将呈现低位震荡的走势，废电瓶、铅精矿原料成本支撑铅价，但受供需过剩、淡季需求疲软影响，难有趋势性上涨行情。

二、市场行情：有色行情分化演绎，聚焦供给约束品种

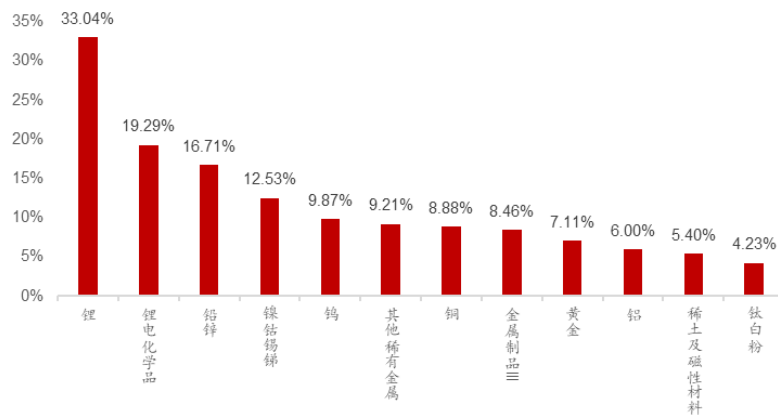
二级市场：二季度有色板块回暖，锂/镍钴/锡/锑涨幅较大

图表 16：有色金属板块回暖



资料来源：iFinD，五矿证券研究所（注：截至 2026 年 4 月底）

图表 17：4 月二级板块中锂电领涨



资料来源：iFinD，五矿证券研究所（注：截至 2026 年 4 月底）

2.1 工业金属：价格分化，关注供需基本面

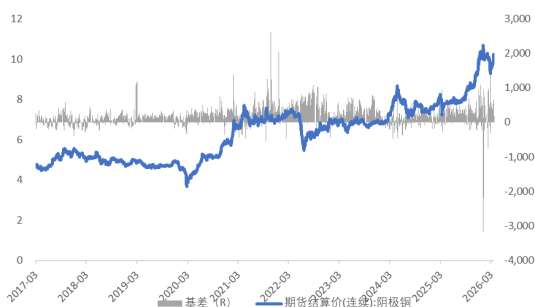
图表 18：工业金属关键指标月度变化（2026 年 3 月）

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	9.55	-6.6%	-3.2%
		现货TC	美元/吨	-69	-35.1%	-54.2%
		长单TC	美元/吨	-	-	-
	利润	铜精矿现货冶炼盈亏	元/吨	-682.64	27.0%	194.2%
		铜精矿长单冶炼盈亏	元/吨	0	-	-100.0%
	供需	中国电解铜产量	万吨	120.6	5.6%	10.5%
		中国电解铜表消（M-1）	万吨	138.25	13.6%	-0.7%
	库存	LME铜库存	万吨	36.26	42.9%	146.0%
		COMEX铜库存	万吨	58.81	-2.2%	18.1%
		SHFE铜库存期货	万吨	23.10	-20.5%	182.4%
铝	价格	铝土矿-澳矿CIF	美元/吨	61.5	5.1%	-10.9%
		氧化铝	元/吨	2785	5.3%	3.7%
		沪铝	万元/吨	2.46	5.1%	9.5%
	利润	预焙阳极价格	元/吨	5416.5	-1.0%	-4.4%
		电解铝完全成本	万元/吨	1.64	1.3%	0.7%
		电解铝即时毛利	元/吨	7,311	5.6%	36.0%
	供需	氧化铝产能利用率		99.2%	-	-
		电解铝产能利用率		82.0%	-	-
		电解铝产量	万吨	383.3	10.6%	2.1%
铅	价格	LME铅库存	万吨	41.68	-10.5%	-18.6%
		SHFE铅库存	万吨	45.46	27.7%	253.7%
		SHFE铅库存期货	万吨	23.10	-20.5%	182.4%
	利润	沪铅价格	万元/吨	1.65	-1.7%	-4.5%
		Pb50国产TC	元/金属吨	250	0.0%	-16.7%
		铅冶炼利润	元/吨	1270.8	-10.7%	3.4%
	供需	规模再生铅利润	元/吨	-708	9.0%	10.5%
		中国精铅产量	万吨	54.53	24.4%	-4.4%
		原生铅开工率		62.8%	-	-
锌	价格	再生铅开工率		43.3%	-	-
		LME锌库存	万吨	28.17	-1.5%	16.4%
		SHFE锌库存	万吨	5.76	-11.0%	112.5%
	利润	沪锌价格	万元/吨	2.36	-4.1%	1.2%
		ZN50国产平均加工费	元/金属吨	1550	0.0%	3.3%
		矿企利润测算	元/金属吨	9714	-13.0%	-2.0%
	供需	冶炼厂利润测算	元/吨	-1884	-23.8%	0.6%
		中国精锌产量	万吨	22.43	-23.8%	-33.1%
		中国精锌产量	万吨	57.78	14.5%	6.0%
锡	价格	LME锡库存	万吨	11.45	17.6%	6.4%
		SHFE锡库存	万吨	14.88	18.1%	104.0%
		SHFE锡期货库存	万吨	0.91	-30.5%	22.3%
	利润	沪锡	万元/吨	36.74	-18.6%	12.1%
		锡精矿加工费40%云南	元/吨	16000	14.3%	33.3%
		锡精矿加工费60%广西	元/吨	12000	20.0%	50.0%
	供需	锡锭冶炼利润	元/吨	2000	-	200.0%
		锡精矿进口（M-1）	万实物吨	1.85	8.2%	185.1%
		中国精锡产量	万吨	1.50	30.4%	-6.7%
镍	价格	LME锡库存	万吨	0.87	16.0%	60.5%
		SHFE锡期货库存	万吨	0.91	-30.5%	22.3%
		SHFE锡期货库存	万吨	0.91	-30.5%	22.3%
	利润	沪镍收盘价	万元/吨	13.51	-2.3%	1.5%
		NPI较沪镍升贴水	万元/镍吨	-2.51	17.2%	38.2%
		硫酸镍较沪镍升贴水	万元/镍吨	145441.04	0.0%	17.4%
	供需	LME镍库存	万吨	28.1526	-2.2%	10.3%
		中国社会库存	万吨	8.98	17.3%	52.4%
		全球显性库存	万吨	37.30	1.7%	17.9%
	利润	中国NPI冶炼利润	元/镍	0.00	-	-100.0%
		中国电镍产量	万吨	3.47	29.7%	10.5%
		中国硫酸镍产量	万吨	5.24	15.5%	11.5%
	需求	中国+印尼NPI产量	万吨	16.55	-8.2%	-2.0%
		中国300系不锈钢产量	万吨	185.81	6.4%	25.0%
		中国三元前驱体产量	万吨	-	-	-

资料来源：Wind, SMM, Mysteel, 五矿证券研究所

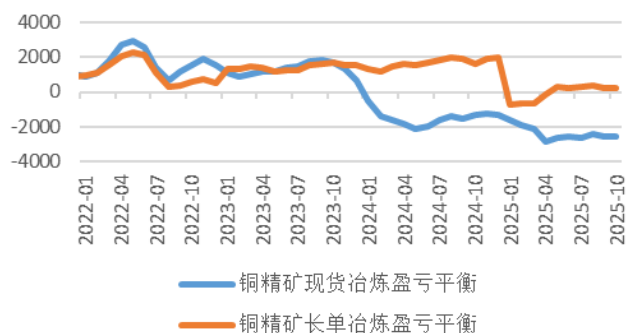
铜：Q2 维持区间震荡，关注结构性需求增量

图表 19：铜价格与基差（万元/吨，元/吨）



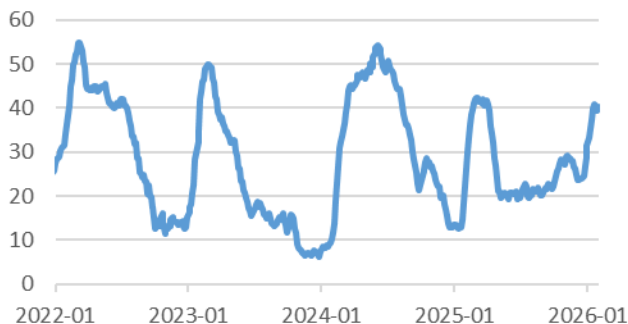
资料来源：iFinD, SMM, 五矿证券研究所

图表 21：铜精矿冶炼盈亏（元/吨）



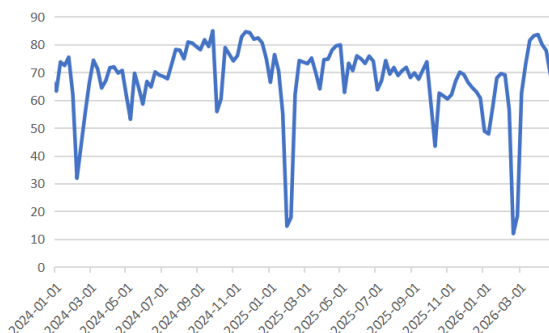
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 23：SMM 中国电解铜社会库存（万吨）



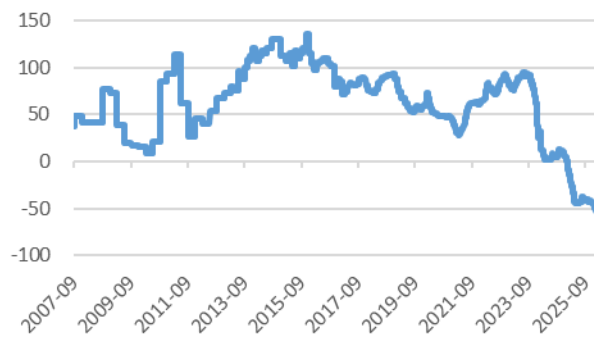
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 25：电解铜制杆周度开工率（%）



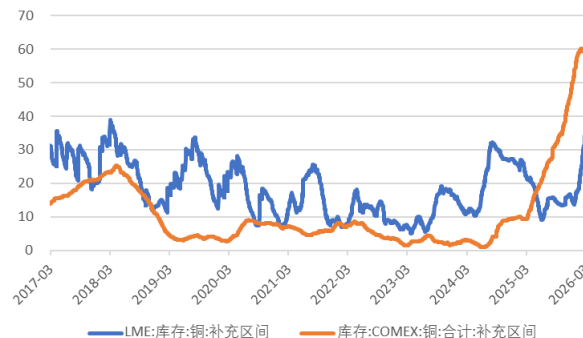
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 20：现货:中国铜冶炼厂:粗炼费 TC（美元/吨）



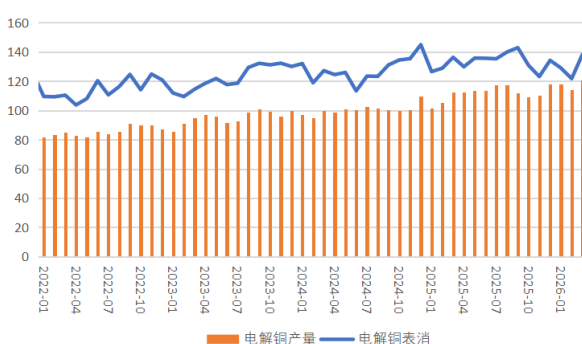
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 22：LME 及 Comex 铜库存（万吨）



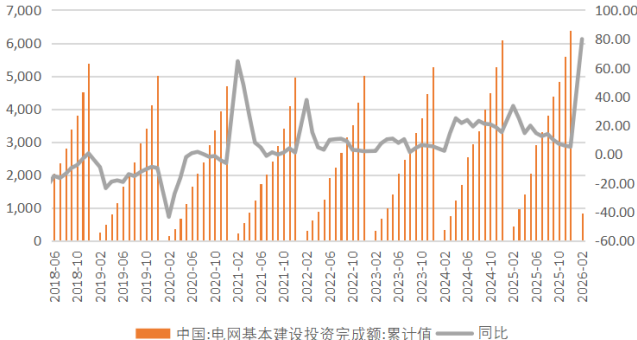
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 24：中国电解铜表观消费量（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

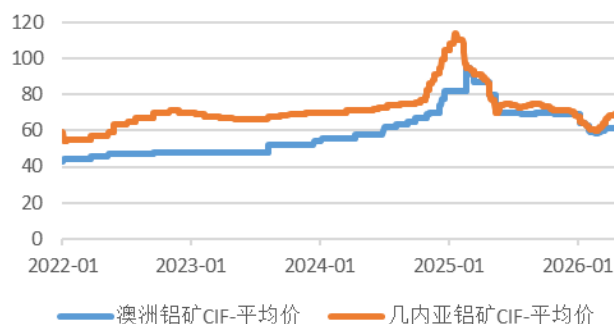
图表 26：中国电网基本建设投资完成额（亿元）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

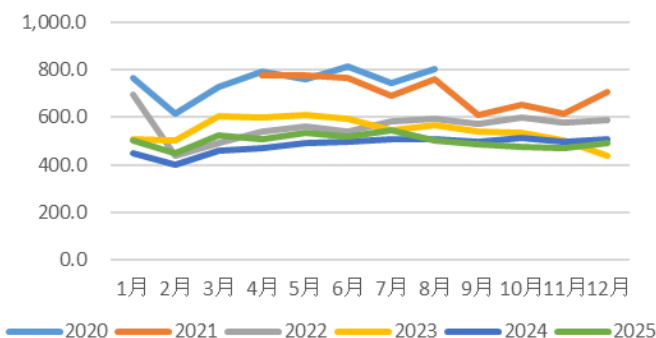
铝：供给减量落地，外强内弱格局下铝价震荡偏强

图表 27：铝土矿 CIF 价格（美元/吨）



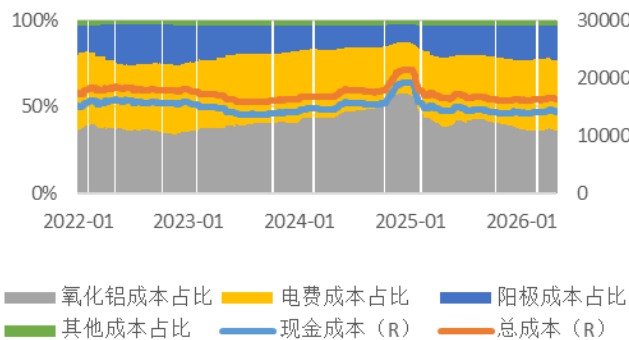
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 29：中国铝土矿产量处于历史低位（万吨）



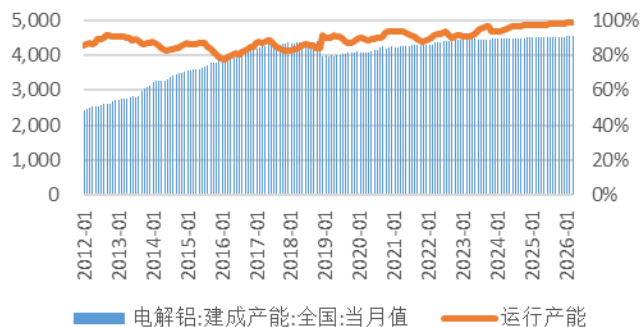
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 31：中国电解铝成本结构（元/吨）



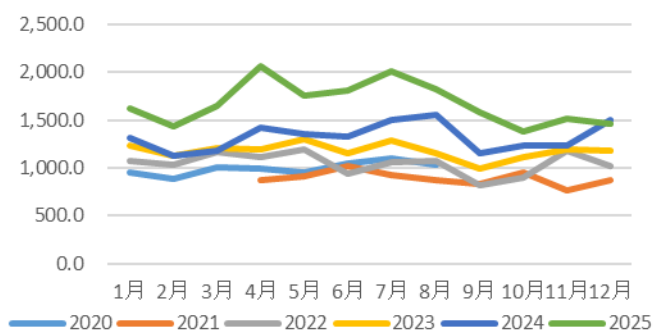
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 33：中国电解铝产能接近天花板，高开工率（万吨）



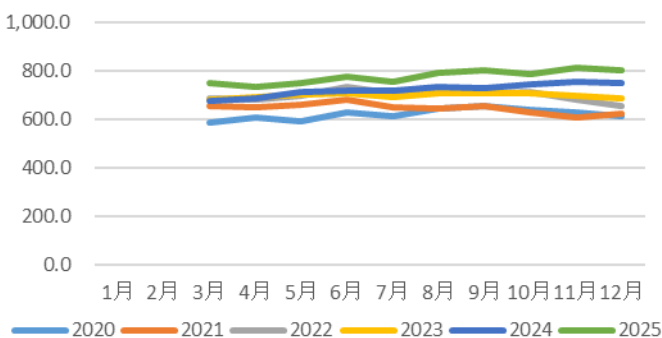
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 28：中国进口铝土矿（万吨）



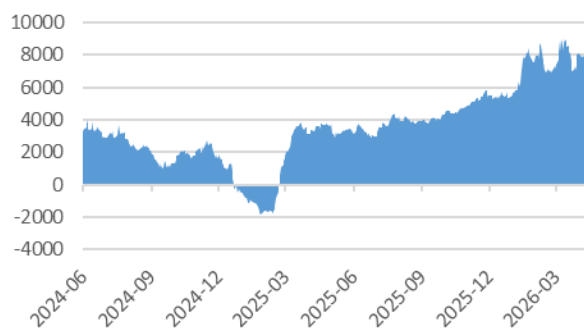
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 30：中国氧化铝产量（万吨）



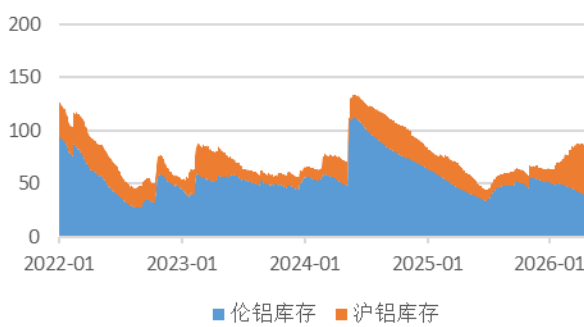
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 32：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 34：全球铝期货库存（万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

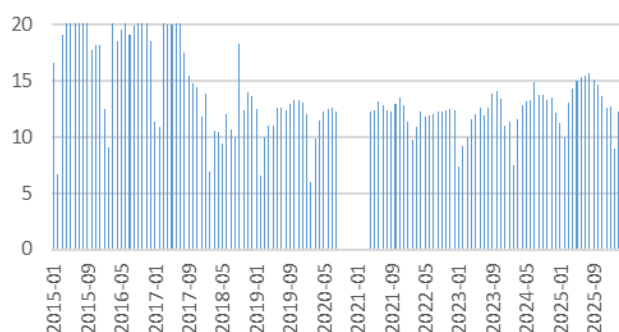
铅：供需过剩，铅价低位震荡

图表 35：伦铅与沪铅价格（美元/吨，元/吨）



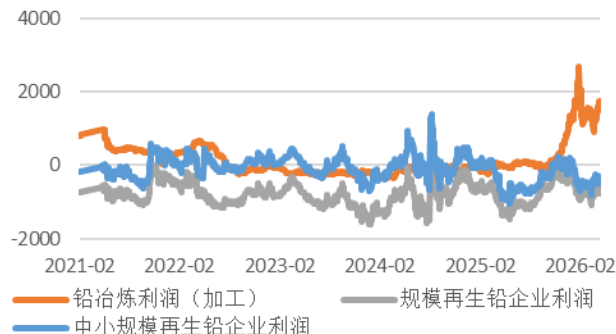
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 37：中国铅精矿产量（万金属吨）



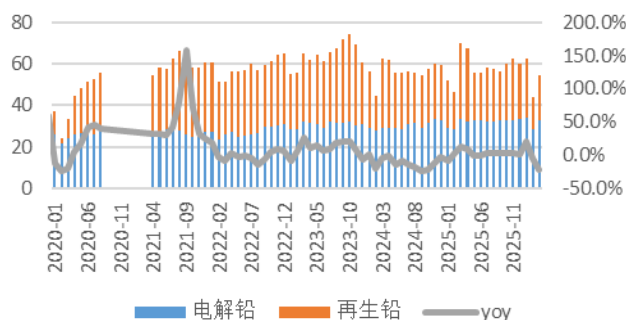
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 39：铅产业链利润跟踪（元/吨）



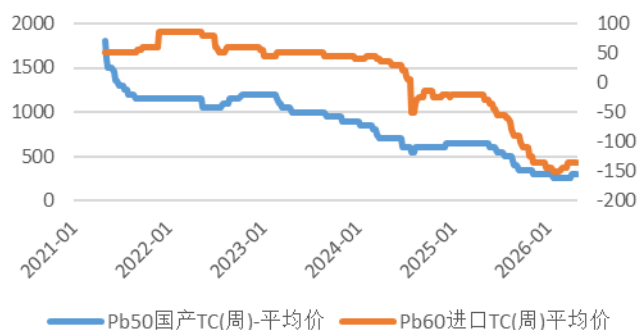
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 41：中国精炼铅产量（万吨）



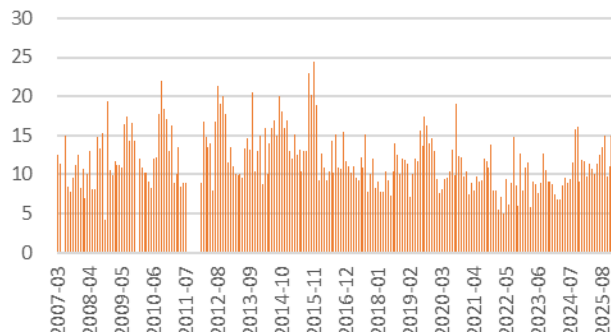
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 36：铅精矿 TC 再创新低（元/吨，美元/干吨）



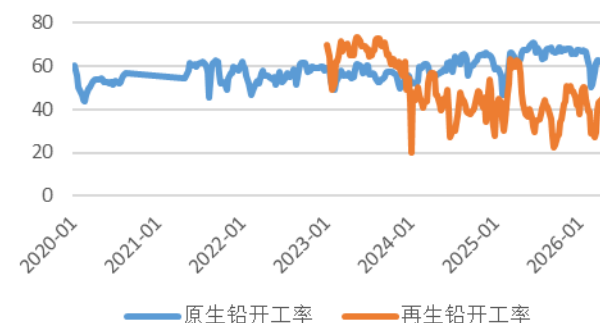
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 38：中国铅精矿进口（万吨）



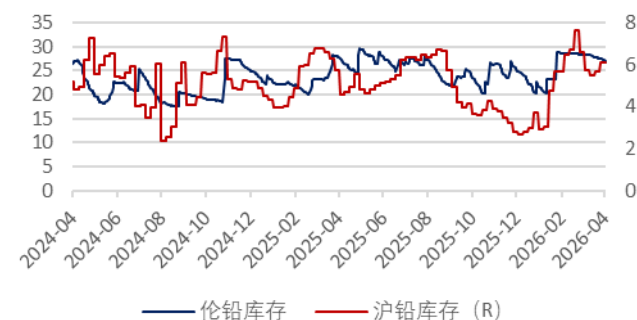
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 40：铅冶炼开工率（%）



资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 42：全球铅期货库存（万吨，万吨）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

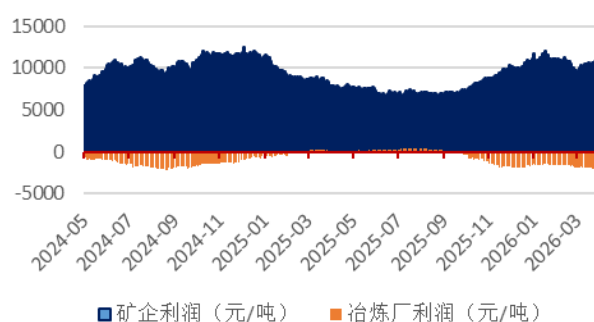
锌：矿端偏紧支撑锌价

图表 43：伦锌与沪锌价格（美元/吨，元/吨）



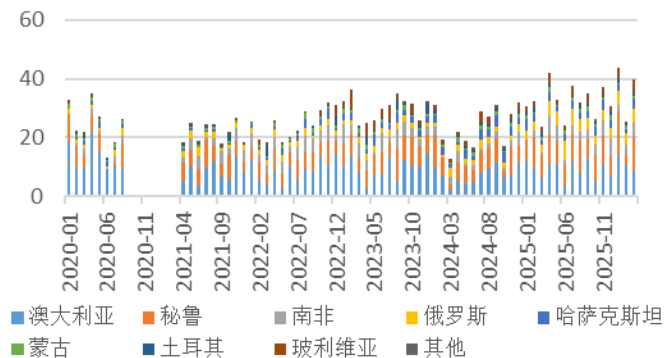
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 45：锌产业链利润跟踪（元/吨）



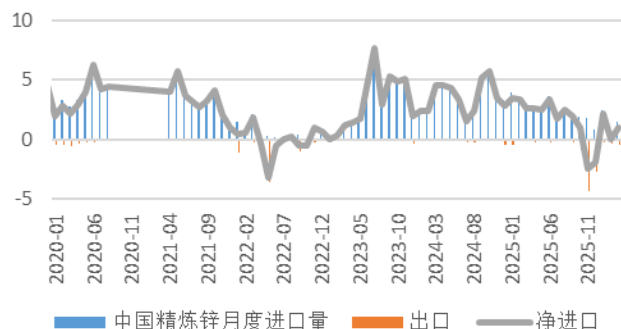
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 47：中国进口锌精矿（万吨）



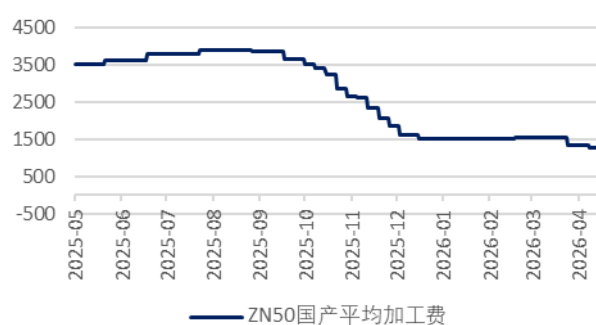
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 49：中国精锌进出口（万吨）



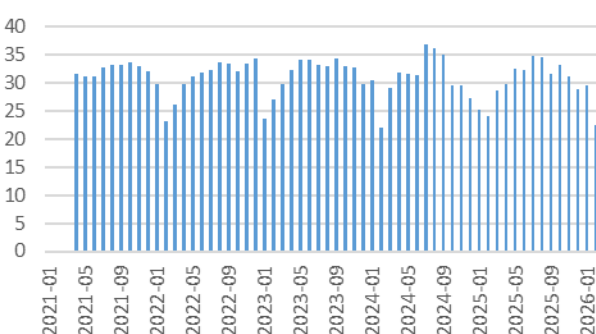
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 44：ZN50 国产平均加工费（元/吨）



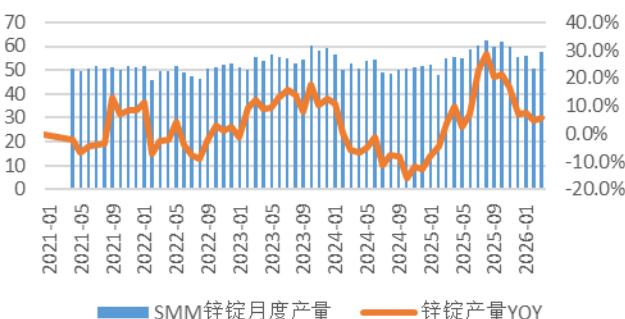
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 46：中国锌精矿产量（万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 48：中国锌锭产量（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

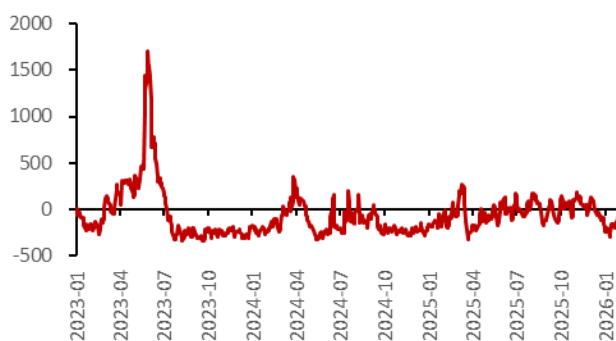
图表 50：全球锌期货库存（万吨，万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

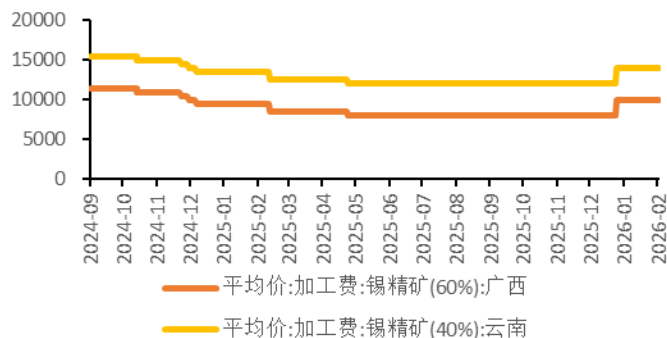
锡：供需紧平衡延续，价格宽幅震荡后有望上行

图表 51：LME 锡 cash-3M 升贴水（美元/吨）



资料来源：iFinD, 五矿证券研究所

图表 53：锡精矿加工费再走低（元/吨）



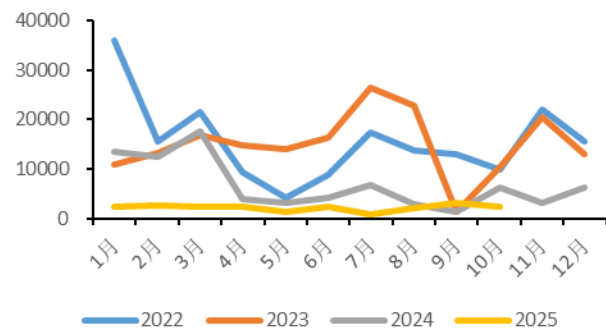
资料来源：iFinD, 五矿证券研究所

图表 55：LME 锡锭库存（吨）



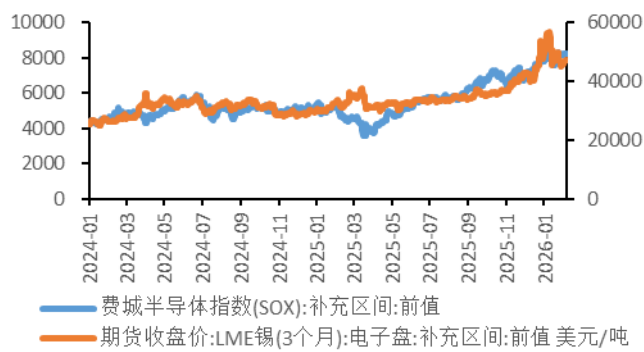
资料来源：iFinD, 五矿证券研究所

图表 57：从缅甸进口锡精矿仍处低位（实物吨）



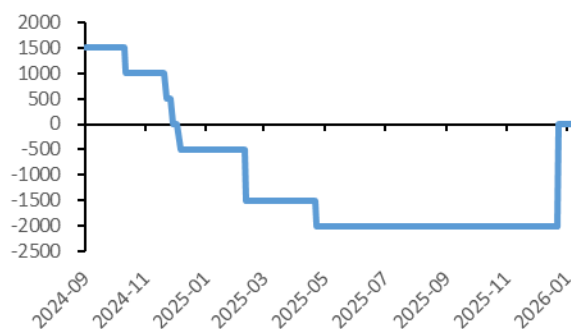
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 52：费城半导体指数及 LME 锡价拟合（美元/吨）



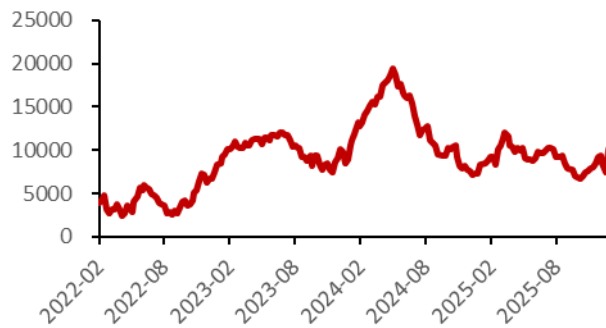
资料来源：iFinD, 五矿证券研究所

图表 54：锡锭冶炼利润（元/吨）



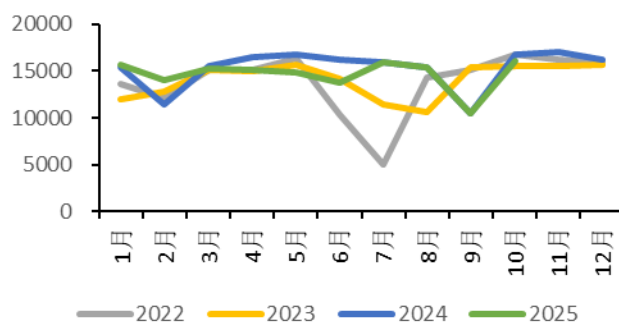
资料来源：iFinD, 五矿证券研究所

图表 56：中国锡锭社会库存（吨）



资料来源：iFinD, 五矿证券研究所

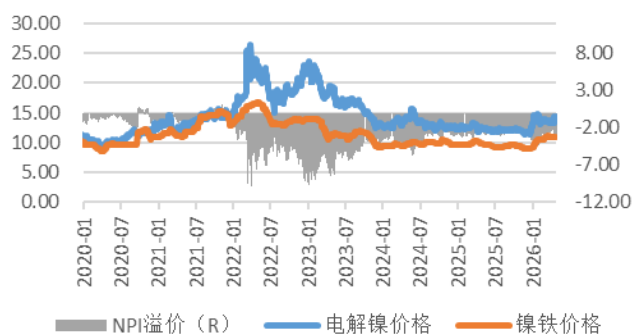
图表 58：中国锡锭产量（吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

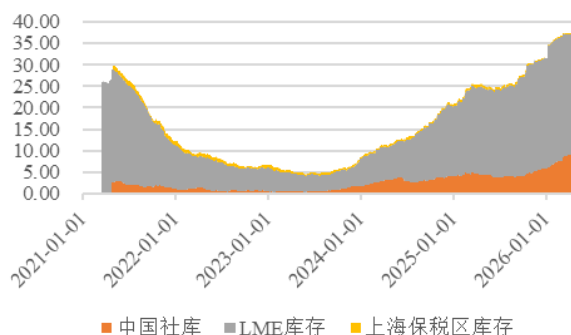
镍：短期成本刚性抬升，长期过剩格局未改

图表 59：NPI 较电镍升贴水（万元/吨）



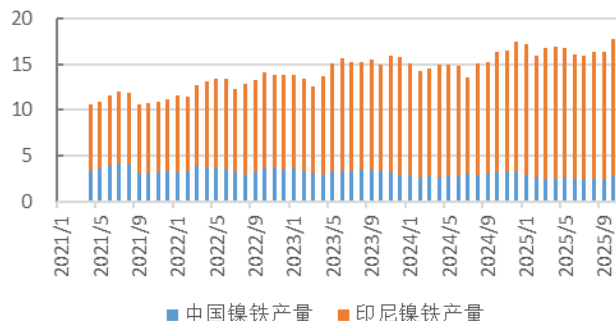
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 61：全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位（万吨）



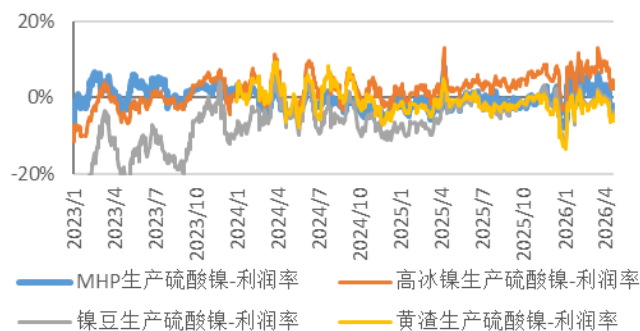
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 63：中国&印尼镍铁产量（万镍吨）



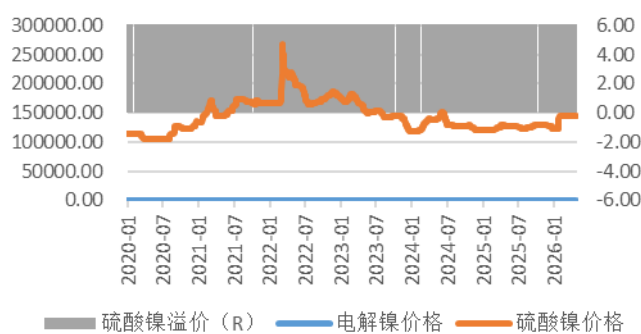
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 65：进口原料生产硫酸镍利润（%）



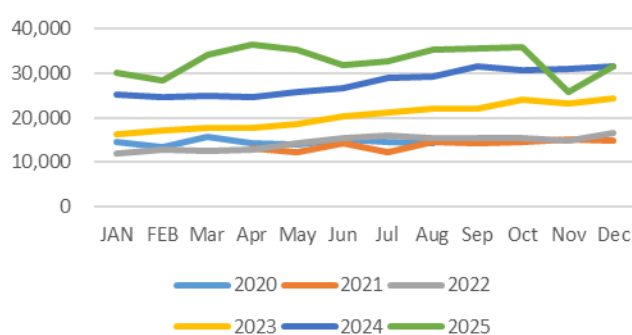
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 60：硫酸镍较纯镍升贴水（万元/吨）



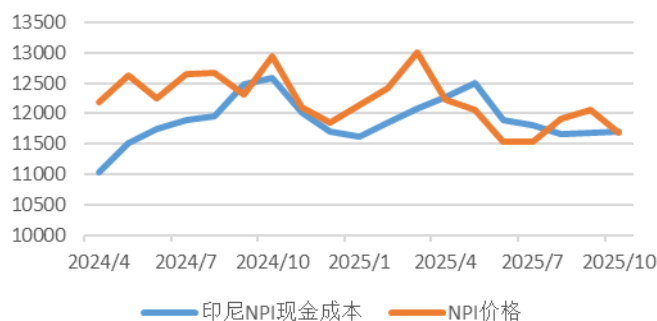
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 62：中国电镍产量历史同期高位（吨）



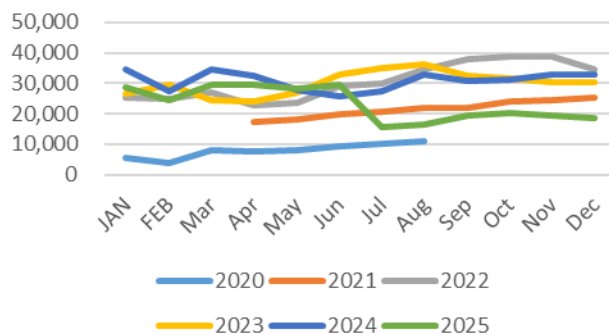
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 64：印尼 NPI 利润跟踪（美元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 66：中国前驱体镍需求测算（吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

2.2 其他金属：供给刚性主导，战略小金属价格中枢有望上移

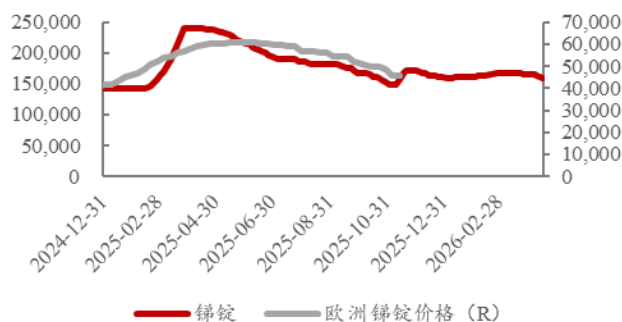
图表 67：小金属关键指标月度变化（2026 年 3 月）

金属品种		名称	单位	数值	月涨幅/环比	年涨幅/累计同比
铈	价格	国际现货价	美元/吨	27,247	0.9%	-34.7%
		中国铈精矿 50% 均价	万元/金属吨	14.45	-2.0%	19.4%
		铈锭 99.65% 国产平均价	万元/吨	16.55	-1.2%	15.7%
	供需	中国铈矿进口 (M-1)	实物吨	5	-28.6%	374.4%
		中国铈锭产量	万吨	0.65	12.9%	-100.0%
		中国焦铈酸钠产量	万吨	0.18	0.8%	0.0%
钨	价格	黑钨精矿 65% 国产	万元/吨	99.80	25.1%	118.4%
		APT	万元/吨	148.00	27.0%	616.7%
		钨粉	元/公斤	2370	20.6%	118.4%
		碳化钨粉	元/公斤	2305	20.1%	121.6%
	利润	仲钨酸铵平均利润	元/吨	50,735	10.6%	183.7%
	供需	仲钨酸铵产量	吨	11,860	24.7%	-3.9%
钼	价格	钼精矿 40-50%	元/吨度	4,135	0.0%	10.7%
		钼铁：上海现货	万元/吨	27.05	0.0%	9.0%
	供需	中国钼精矿产量	万吨	2.50	4.0%	50.5%
		中国钼铁产量	万吨	2.54	-2.2%	12.0%
钛	价格	钛精矿 >47%：四川	元/吨	1,800	0.0%	0.0%
		2# 海绵钛	万元/吨	4.50	0.0%	1.1%
		金红石型钛白粉：硫酸法	万元/吨	1.35	0.0%	0.7%
	供需	中国钛精矿产量	万吨	64.5	10.6%	3.3%
		中国钛矿净进口 (M-1)	万实物吨	45.12	-8.5%	-29.1%
		中国海绵钛产量	万吨	2.305	6.2%	6.6%
稀土	价格	中钕富钕矿	万元/吨	23.95	-16.7%	13.0%
		氧化镨钕	万元/吨	0.07	-18.0%	18.2%
		氧化铽	元/公斤	6,080	-6.8%	1.8%
		氧化镝	元/公斤	1,365	-15.7%	1.9%
	利润	氧化镨钕盈利	万元/吨	-39.57	18.9%	18.9%
		镨钕金属利润	万元/吨	2.05	122.5%	-1492.5%

资料来源：Wind, SMM, Mysteel, 安泰科, 五矿证券研究所

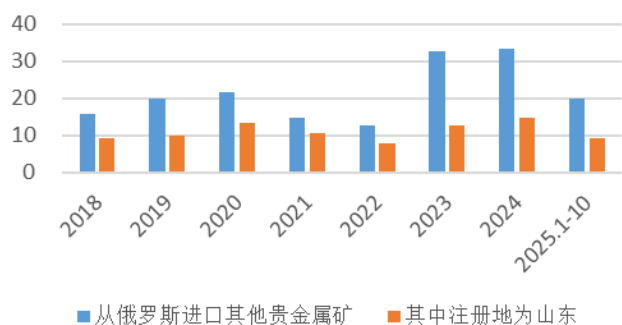
锑：内外价差收缩支撑价格，短期震荡不改长期上行

图表 68：内外价差收缩（元/吨，美元/吨）



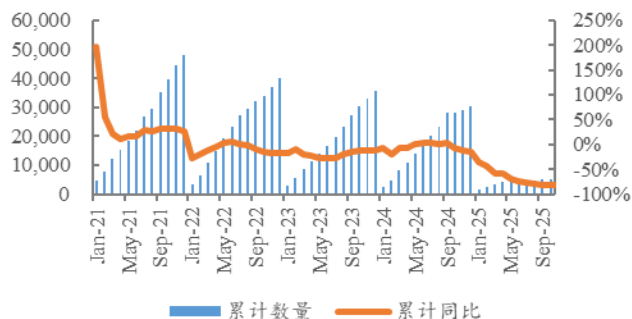
资料来源：Wind, Argus, 五矿证券研究所

图表 70：中国从俄罗斯进口其他贵金属矿（万吨）



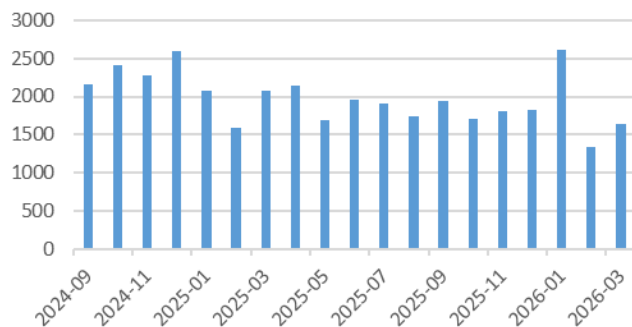
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 72：中国氧化锑出口（吨）



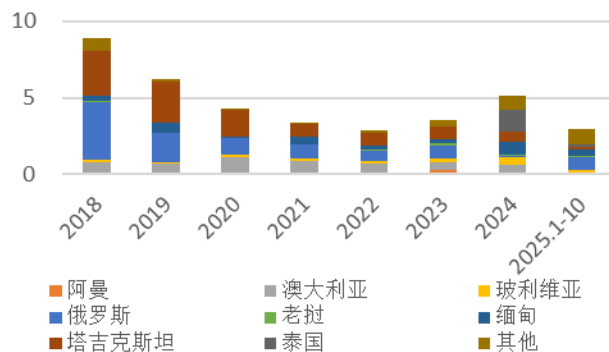
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 74：中国焦锑酸钠产量（吨）



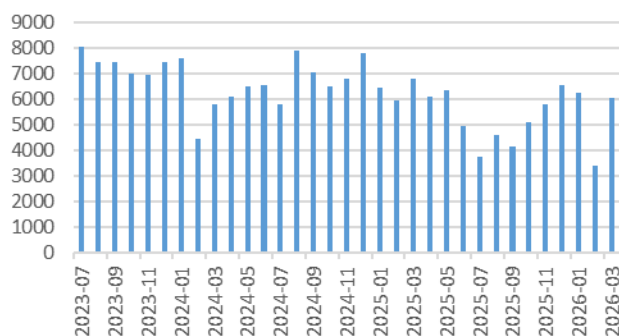
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 69：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 71：中国锑锭产量（吨）



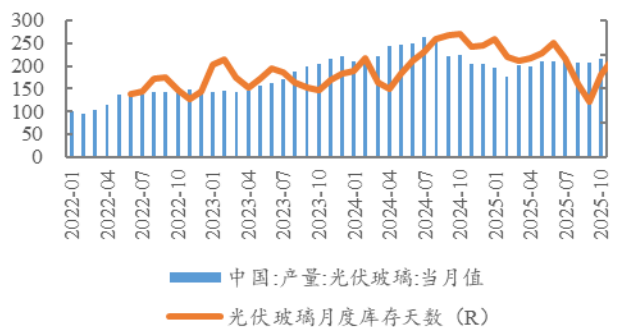
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 73：中国锑锭出口（吨）



资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

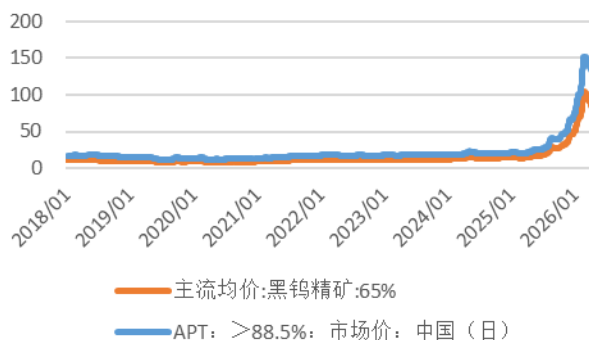
图表 75：光伏玻璃库存（万吨，天）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

钨：供给端约束持续加码，价格持续高位调整

图表 76：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

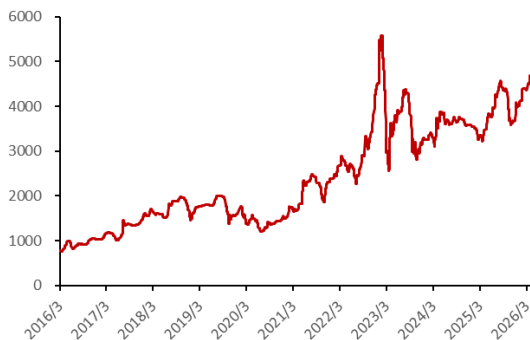
图表 78：中国 APT 产量（吨）



资料来源：SMM,五矿证券研究所

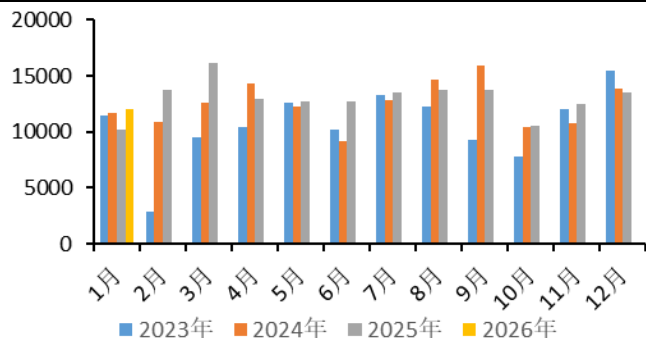
钼：钢招量小幅上升，钼价高位震荡

图表 80：40%-45%钼精矿价格（元/吨度）



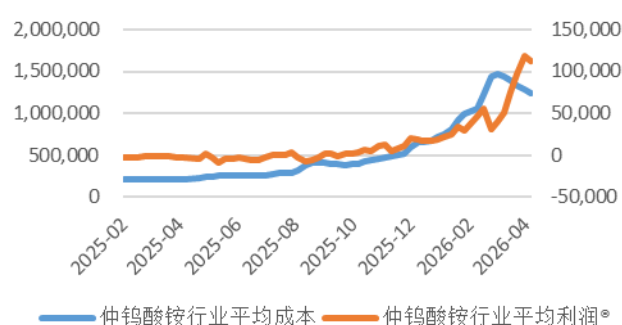
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 82：国内主流钢厂钼铁钢招量（吨）



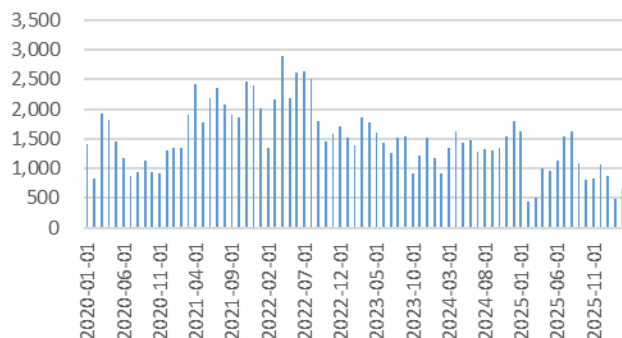
资料来源：亿览网,五矿证券研究所

图表 77：仲钨酸铵行业利润及成本（元/吨，元/吨）



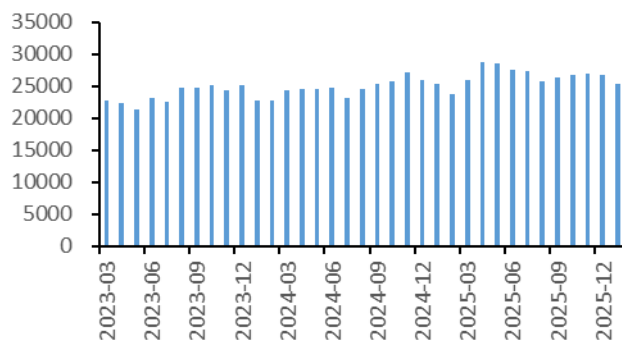
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 79：中国钨品出口量（吨）



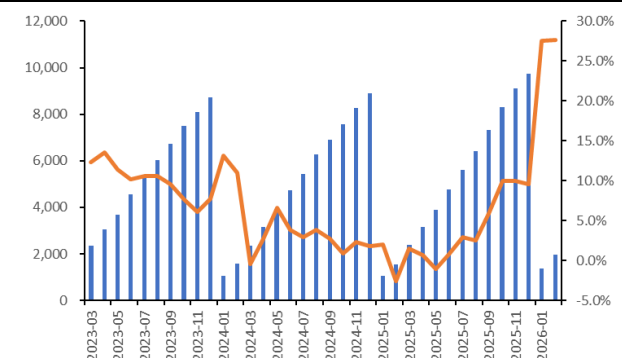
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 81：中国钼精矿产量（吨）



资料来源：Wind,五矿证券研究所

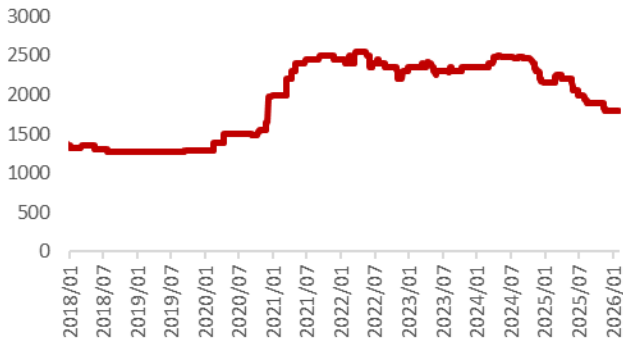
图表 83：造船完工量(载重):全球:累计值（万吨）



资料来源：Wind,五矿证券研究所

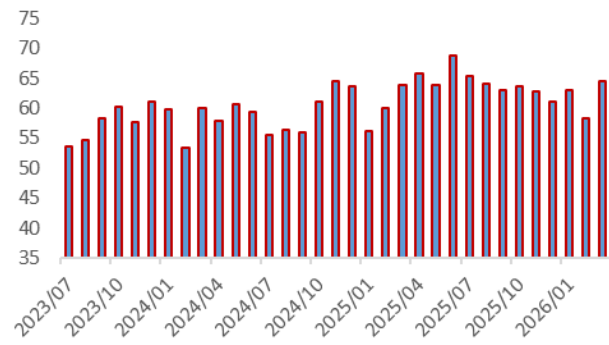
钛：钛精矿价格持续走低，聚焦下游高端需求

图表 84：钛精矿 TiO₂ > 47% 价格 (元/吨)



资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

图表 86：中国钛精矿产量 (万吨)



资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

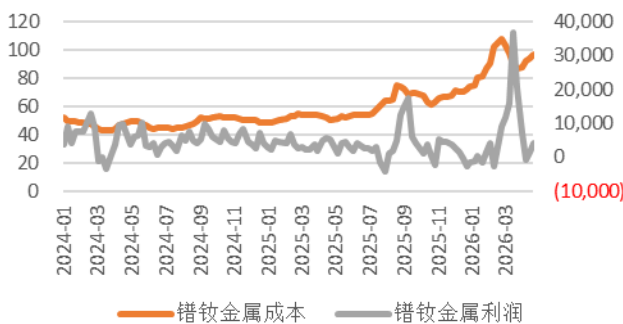
稀土：供给刚性约束强化，二季度迎来价格上行窗口期

图表 88：稀土矿价格 (万元/吨, 万元/吨)



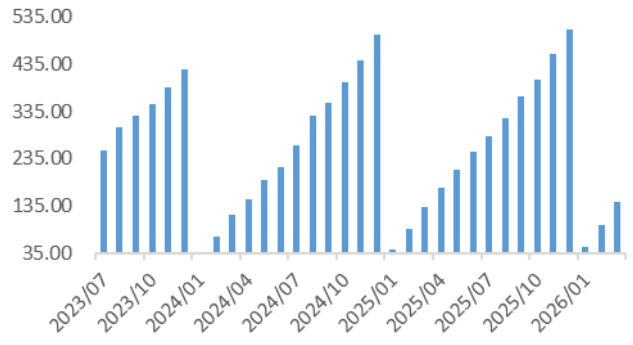
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 90：镨钕利润测算 (万元/吨, 元/吨)



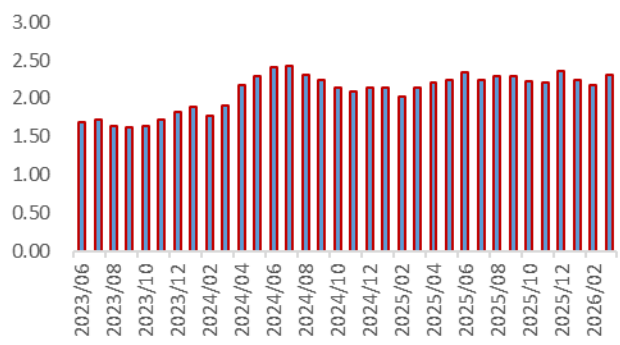
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 85：中国钛矿净进口：累计 (万吨)



资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

图表 87：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 89：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 91：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、地缘冲突烈度波动的风险；
- 2、能源价格大幅波动的风险；
- 3、中东地区电解铝产能复苏周期不确定的风险。

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/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