

盈利跃升，资源为王——2025 年及 2026 年 Q1 有色金属板块财报分析

报告要点

整体来看，2025 年及 2026Q1 有色行业盈利改善，“资源为王”特征进一步凸显。从业绩表现来看，行业内资源禀赋优越、自有矿产占比高的企业盈利弹性尤为突出，营收与净利润均实现大幅增长，毛利率和净利率同步抬升，显著跑赢冶炼加工类企业；而缺乏资源支撑、以低端加工为主的企业则受成本波动、加工费低迷影响，盈利修复力度相对有限，行业内“资源溢价”效应持续放大。

2026Q1 有色行业中资源型企业盈利更强，其中锡、钨、稀土等板块的归母净利润同比增速最高。我们对有色板块下的黄金、铜铝、铅锌、镍钴、锡、钨、钛和稀土等板块进行季报总结，发现：

- 1) 钨板块营收同比增速遥遥领先其他板块。2025 年钨价同比+181%，2026Q1 钨价格爆发性上涨再创新高，钨板块业绩继续高增。2026 Q1，钨板块营收同比+96%，跃居板块首位。其次，锡、黄金、铜和镍钴板块营收增速也较高，分别为+55%/46%/43%/41%。
- 2) 钨、锡、铝和稀土的归母净利润同比增速均超 100%。受益于金属价格创历史新高，钨和锡的归母净利润同比增速分别为 303%和 132%，增速位居所有板块的前列。受益于价格上行、成本下行等因素，电解铝板块的单吨净利走阔，净利润增速超 160%。

2025 年有色行业中稀土和黄金的归母净利润同比增速最高。

- 1) 黄金、钨、镍钴板块的营收同比增速超过 20%。2025 年金价同比+43%，黄金板块营收同比+39%，增速位于板块前列；其次为钨板块，营收同比+29%。2025 年镍价同比-7%、钴价同比+39%，总体来看，镍钴板块营收同比+24%。
- 2) 稀土和黄金的归母净利润同比增速遥遥领先。2025 年，稀土板块营业同比增长 11%；归母净利润同比增幅超 400%，核心原因在于 2024 年行业处于周期低谷，2025 年稀土价格回升后矿山和冶炼环节的利润集中释放。2025 年黄金公司也实现营收净利双增，净利润同比增速为 98%。

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：2026.06.08

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

2026/6/5



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《镁电驱技术迭代突破 产业消费规模扩容——新能源汽车新材料研究之九》(2026/5/26)
- 《未来材料巡礼之深海采矿新材料 1:产业价值底座与产业进程》(2026/5/26)
- 《周期反转，盈利修复——A 股锂矿行业 2025 年报及 2026 年 Q1 财报梳理分析》(2026/5/21)
- 《中国铜企贡献 2026 年全球主要增量——中国 10 家年报全扫描》(2026/5/18)

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、2025 年和 2026Q1 季报总结	5
1.1 贵金属：黄金板块营收净利高增	5
1.2 工业金属：26Q1 铜铝头部企业单季业绩创新高	5
1.3 能源金属：镍钴板块营收和利润双增，26Q1 涨幅更大	9
1.4 战略小金属：钨板块营收净利高增	9
二、市场行情：有色行情分化演绎，聚焦供给约束品种	11
二级市场：4 月有色板块回暖，锂/镍钴/锡/锑涨幅较大	11
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：有色板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结	5
图表 2：黄金板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结	5
图表 3：铜板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结	6
图表 4：电解铝板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结	6
图表 5：铝加工板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结	7
图表 6：铅锌板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结	8
图表 7：锡板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结	9
图表 8：镍钴板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结	9
图表 9：钨板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结	10
图表 10：钛板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结	10
图表 11：稀土板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结	11
图表 12：有色金属板块回暖	12
图表 13：4 月二级板块中锂电领涨	12
图表 14：工业金属关键指标月度变化（2026 年 4 月）	13
图表 15：铜价格与基差（万元/吨，元/吨）	14
图表 16：现货：中国铜冶炼厂：粗炼费 TC（美元/吨）	14
图表 17：铜精矿冶炼盈亏（元/吨）	14
图表 18：LME 及 Comex 铜库存（万吨）	14
图表 19：SMM 中国电解铜社会库存（万吨）	14
图表 20：中国电解铜表观消费量（万吨）	14
图表 21：电解铜制杆周度开工率（%）	14
图表 22：中国电网基本建设投资完成额（亿元）	14
图表 23：铝土矿 CIF 价格（美元/吨）	15
图表 24：中国进口铝土矿（万吨）	15
图表 25：中国铝土矿产量处于历史低位（万吨）	15
图表 26：中国氧化铝产量（万吨）	15
图表 27：中国电解铝成本结构（元/吨）	15
图表 28：中国电解铝毛利跟踪（元/吨）	15
图表 29：中国电解铝产能接近天花板，高开工率（万吨）	15

图表 30: 全球铝期货库存 (万吨)	15
图表 31: 伦铝与沪铝价格 (美元/吨, 元/吨)	16
图表 32: 铅精矿 TC 再创新低 (元/吨, 美元/干吨)	16
图表 33: 中国铅精矿产量 (万金属吨)	16
图表 34: 中国铅精矿进口 (万吨)	16
图表 35: 铅产业链利润跟踪 (元/吨)	16
图表 36: 铅冶炼开工率 (%)	16
图表 37: 中国精炼铅产量 (万吨)	16
图表 38: 全球铅期货库存 (万吨, 万吨)	16
图表 39: 伦锌与沪锌价格 (美元/吨, 元/吨)	17
图表 40: ZN50 国产平均加工费 (元/吨)	17
图表 41: 锌产业链利润跟踪 (元/吨)	17
图表 42: 中国锌精矿产量 (万吨)	17
图表 43: 中国进口锌精矿 (万吨)	17
图表 44: 中国锌锭产量 (万吨)	17
图表 45: 中国精锌进出口 (万吨)	17
图表 46: 全球锌期货库存 (万吨, 万吨)	17
图表 47: LME 锡 cash-3M 升贴水 (美元/吨)	18
图表 48: 费城半导体指数及 LME 锡价拟合 (美元/吨)	18
图表 49: 锡精矿加工费再走低 (元/吨)	18
图表 50: 锡锭冶炼利润 (元/吨)	18
图表 51: LME 锡锭库存 (吨)	18
图表 52: 中国锡锭社会库存 (吨)	18
图表 53: 从缅甸进口锡精矿仍处低位 (实物吨)	18
图表 54: 中国锡锭产量 (吨)	18
图表 55: NPI 较电镍升贴水 (万元/吨)	19
图表 56: 硫酸镍较纯镍升贴水 (万元/吨)	19
图表 57: 全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位 (万吨)	19
图表 58: 中国电镍产量历史同期高位 (吨)	19
图表 59: 中国&印尼镍铁产量 (万镍吨)	19
图表 60: 印尼 NPI 利润跟踪 (美元/吨)	19
图表 61: 进口原料生产硫酸镍利润 (%)	19
图表 62: 中国前驱体镍需求测算 (吨)	19
图表 63: 小金属关键指标月度变化 (2026 年 4 月)	20
图表 64: 内外价差收缩 (元/吨, 美元/吨)	21
图表 65: 中国进口锑精矿 (万吨)	21
图表 66: 中国从俄罗斯进口其他贵金属矿 (万吨)	21
图表 67: 中国锑锭产量 (吨)	21
图表 68: 中国氧化锑出口 (吨)	21
图表 69: 中国锑锭出口 (吨)	21
图表 70: 中国焦锑酸钠产量 (吨)	21
图表 71: 光伏玻璃库存 (万吨, 天)	21
图表 72: 钨价仍处于历史相对高位 (万元/吨)	22
图表 73: 仲钨酸铵行业利润及成本 (元/吨, 元/吨)	22
图表 74: 中国 APT 产量 (吨)	22
图表 75: 中国钨品出口量 (吨)	22
图表 76: 40%-45%钼精矿价格 (元/吨度)	22

图表 77：中国钼精矿产量（吨）	22
图表 78：国内主流钢厂钼铁钢招量（吨）	22
图表 79：造船完工量(载重):全球:累计值（万吨）	22
图表 80：钛精矿 $\text{TiO}_2 > 47\%$ 价格（元/吨）	23
图表 81：中国钛矿净进口：累计（万吨）	23
图表 82：中国钛精矿产量（万吨）	23
图表 83：中国海绵钛产量（万吨）	23
图表 84：稀土矿价格（万元/吨，万元/吨）	23
图表 85：金属氧化物价格（万元/吨，万元/吨）	23
图表 86：锆铪利润测算（万元/吨，元/吨）	23
图表 87：氧化锆铪月度平衡（吨）	23

一、2025 年和 2026Q1 季报总结

图表 1：有色板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结

板块	营收同比增速		归母净利润同比增速		毛利率 (%)				净利率 (%)				PE		
	2025 年	2026Q1	2025 年	2026Q1	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025	2026E	2027E
黄金	39%	46%	98%	95%	37	7	37	8	23	11	32	18	29	17	11
铜	8%	43%	50%	85%	24	7	16	4	13	5	10	3	23	12	10
铝	5%	45%	108%	169%	18	4	23	11	11	2	18	10	13	9	8
铅锌	16%	36%	33%	65%	29	4	35	11	16	5	17	-1	31	20	16
锡	8%	55%	23%	132%	35	-2	40	6	19	-1	31	12	39	21	18
镍钴	24%	41%	30%	56%	23	0	25	5	12	0	13	2	24	15	12
钨	29%	96%	39%	303%	31	1	42	13	11	2	24	14	59	31	26
钛	0%	-5%	-17%	-64%	26	-3	19	-9	12	-3	5	-9	113	37	32
稀土	11%	21%	442%	116%	11	5	14	5	5	6	12	5	163	55	44

资料来源：Wind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 Wind 一致预期

1.1 贵金属：黄金板块营收净利高增

受益于黄金价格大幅上涨等影响，黄金板块整体盈利高增。

2025 年金价同比+43%，黄金板块营收同比+39%；归母净利润同比+98%；毛利率为 37%，同比+7pct；净利率为 23%，同比+11pct。2025 年黄金公司实现营收净利双增，其中以自有矿产开发为主要收入支柱的企业，利润同比增速较高，且高于营收增幅，比如紫金黄金国际、赤峰黄金、四川黄金等。

2026Q1，黄金价格继续上涨且创新高，黄金板块业绩继续高增。2026Q1，黄金板块营收同比+46%；归母净利润同比+95%；毛利率为 37%，同比+8pct；净利率为 32%，同比+18pct。其中，四川黄金、山金国际、赤峰黄金等以矿产金为主的公司，利润同比增速均超过 100%。

从估值来看，2026 年黄金企业的 PE 均值为 17x，大部分黄金企业估值位于 12-17x；2027 年黄金企业的 PE 均值为 11x，大部分黄金企业估值位于 10-14x，处于较低估值水平。

图表 2：黄金板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结

公司名称	营收 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率 (%)				净利率 (%)				PE		
	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025	2026E	2027E
恒邦股份	1,124	48%	329	73%	6	19%	2	17%	2	-1	3	-0	1	-0	1	-0	30	13	10
山东黄金	1,043	26%	325	25%	47	61%	14	41%	20	4	18	3	6	1	8	2	38	14	12
中金黄金	791	21%	226	52%	49	46%	24	129%	15	-0	19	1	8	1	13	4	23	12	10
湖南黄金	502	80%	188	44%	15	76%	6	79%	6	-2	5	0	3	-0	3	1	22	16	14
紫金黄金国际	378	76%			113	225%			53	15			35	14			31	14	12
山金国际	171	26%	59	37%	30	37%	14	101%	32	2	41	12	19	1	26	8	23	11	8
灵宝黄金	131	11%			15	121%			21	9			12	6			13	7	5
赤峰黄金	126	40%	36	48%	31	75%	10	104%	52	9	59	13	27	5	33	9	19	12	10
万国黄金集团	32	69%			14	135%			74	21			47	10			23	16	10
四川黄金	10	-47%	5	1601%	5	88%	3	177%	63	6	70	6	45	7	55	9	25	29	24
晓程科技	6	79%	2	74%	2	225%	0	308%	62	5	66	4	29	11	42	22			
招金黄金	5	57%	2	76%	2	-225%	2	-6136%	40	14	56	34	39	81	110	108	76	39	10
合计	4,319	39%	1,171	46%	328	98%	75	95%											
平均值									37	7	37	8	23	11	32	18	29	17	11

资料来源：Wind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 Wind 一致预期

1.2 工业金属：26Q1 铜铝头部企业单季业绩创新高

2026Q1 头部铜企业绩创单季历史新高。

2025 年铜价同比+8%，铜板块营收同比+8%；归母净利润同比+50%；毛利率为 24%，同比+7pct；净利率为 13%，同比+5pct。2025 年铜企实现营收净利双增，且净利增速高于营收增速，其中净利增速较大的为五矿资源和中国黄金国际。

2026Q1，铜价同比+30%，铜板块营收同比+43%；归母净利润同比+85%；毛利率为 16%，同比+4pct；净利率为 10%，同比+3pct。其中，紫金矿业、洛阳钼业和西部矿业等利润同比增速均超过 95%。

从估值来看，2026 年铜板块的 PE 均值为 12x，大部分铜企估值位于 10-15x；2027 年铜企的 PE 均值为 10x，大部分铜企估值位于 8-13x。

图表 3：铜板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结

公司名称	营收 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率 (%)				净利率 (%)				PE		
	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025	2026E	2027E
紫金矿业	3,491	15%	985	25%	518	62%	201	98%	28	7	36	13	18	5	26	10	18	10	8
洛阳钼业	2,067	-3%	664	44%	203	50%	78	97%	24	7	23	1	12	4	13	-4	21	12	11
五矿资源	437	36%	-	0%	36	208%	-	0%	46	11	-	-	15	7	-	-	27	10	9
江西铜业	5,446	5%	1,391	25%	71	2%	28	44%	4	1	5	1	1	-0	2	0	27	12	11
铜陵有色	1,728	19%	647	84%	24	-14%	13	19%	8	1	8	-0	2	-1	3	-1	33	16	11
西部矿业	617	23%	187	13%	36	24%	16	96%	20	-0	23	5	10	-1	14	-4	18	14	12
中国有色矿业	240	-12%	-	0%	28	-1%	-	0%	31	4	-	-	17	2	-	-	18	11	10
中国黄金国际	92	69%	-	0%	33	628%	-	0%	52	28	-	-	36	27	-	-	17	9	8
云南铜业	1,795	1%	530	-15%	13	3%	7	21%	3	0	4	1	1	-0	2	-0	32	12	11
合计	15,914	8%	4,404	43%	963	50%	343	85%											
平均值									24	7	16	4	13	5	10	3	23	12	10

资料来源：Wind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 Wind 一致预期

电解铝板块盈利高增，铝加工分化明显。

2025 年铝价同比+4%，电解铝板块营收同比+5%；归母净利润同比+108%；毛利率为 18%，同比+4pct；净利率为 11%，同比+2pct。2025 年铝加工板块收入同比+4%，归母净利润-16%，加工板块收入利润分化明显。其中 2025 年电解铝板块成本下滑，铝价上行，单吨利润上行实现电解铝板块业绩大幅上行。

2026Q1，铝价延续上涨，环比涨幅达到 17%，单位盈利持续上行至 8500 元/吨以上，电解铝板块业绩继续高增。2026Q1，电解铝板块营收同比+45%；归母净利润同比+169%；毛利率为 23%，同比+11pct；净利率为 18%，同比+10pct。其中，云铝股份、神火股份、焦作万方等以利润同比增速均超过 200%。

从估值来看，2025 年底电解铝板块企业的 PE 均值为 13x，2026-2027 年电解铝板块的 PE 均值分别为 9x/8x，预计 2026 年电解铝板块仍然保持盈利高增长，处于较低估值水平。

图表 4：电解铝板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结

公司名称	营收 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率 (%)				净利率 (%)				PE		
	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025	2026E	2027E
中国铝业	2,411	2%	585	5%	127	2%	55	56%	18	3	26	10	9	1	17	7	17	9	8
云铝股份	600	10%	164	14%	61	37%	36	269%	17	4	32	22	12	3	25	18	26	8	7
天山铝业	295	5%	84	7%	48	8%	22	110%	24	2	36	-	16	0	26	13	17	8	7
南山铝业	346	3%	91	1%	47	-2%	11	-35%	25	-1	22	-11	17	-1	14	-11	13	11	9
中孚实业	229	1%	66	32%	16	130%	8	257%	13	4	20	12	6	3	-	-	45	8	7
神火股份	412	7%	124	29%	40	-7%	23	223%	23	3	33	19	11	-1	23	15	14	8	8
怡球资源	76	9%	19	5%	2	816%	1	180%	7	2	9	-	2	2	3	2	357		
明泰铝业	351	9%	98	20%	20	12%	7	60%	7	1	10	3	6	0	7	2	11	10	9
中国宏桥	1,624	4%			226	1%	-	0%	26	-1	-	-	15	-1	-	-	13	7	7
宏桥控股	1,556	0%	407	114%	179		68	0%	19	18	24	24	12	14	17	24	-394	9	8
焦作万方	64	0%	17	16%	11	82%	5	0%	22	13	36	25	16	7	29	18	22		
合计	7,966	5%	1,655	45%	776	108%	236	169%											
平均值									18	4	23	11	11	2	18	10	13	9	8

资料来源：Wind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 Wind 一致预期

图表 5：铝加工板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结

公司名称	营收 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率 (%)				净利率 (%)				PE		
	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025	2026E	2027E
永茂泰	58	43%	14	13%	1	80%	0	23%	6	1	6	0	1	0	1	0	119		
银邦股份	64	19%	19	38%	0	-20%	1	274%	10	-0	9	0	1	-0	3	2	221		
宜安科技	17	5%	4	8%	-0	-1854%	-0	214%	12	-1	10	-2	10	2	15	8	11,721		
亚太科技	83	12%	21	16%	4	-8%	0	-58%	11	-2	8	-3	10	2	14	7	19	14	11
鑫源智造	6	229%	1	-10%	-0	-151%	-0	-180%	12	-2	9	-3	9	2	13	7	288		
鑫铂股份	82	-4%	20	1%	-2	-214%	-0	-123%	5	-2	4	-3	8	3	13	9	23	16	10
新疆众和	78	8%	18	-6%	7	-45%	3	20%	9	-1	21	11	9	3	13	9	10		
万顺新材	58	-12%	17	16%	-2	-4%	0	-430%	5	1	8	2	8	3	12	8	-27		
顺博合金	159	14%	38	9%	2	241%	1	8%	3	0	4	1	9	3	13	9	78		
宁波富邦	12	11%	4	83%	1	3649%	0	450%	10	1	25	14	9	3	13	9	1,198		
闽发铝业	19	-15%	4	20%	-0	-243%	0	411%	5	-1	8	4	9	3	13	9	203		
丽岛新材	20	25%	5	28%	-0	5%	0	-311%	4	-1	9	6	8	3	13	8	-73		
华峰铝业	124	15%	30	2%	12	-1%	2	-9%	14	-2	14	1	8	2	11	7	17	14	11
和胜股份	40	20%	10	36%	2	92%	0	105%	15	2	13	2	8	2	12	8	75	31	25
豪美新材	78	17%	19	12%	1	-43%	0	-4%	10	-1	10	-1	9	3	13	8	44	31	27
海星股份	23	19%	6	24%	2	28%	0	75%	22	1	21	4	9	3	13	8	28	73	50
鼎胜新材	262	10%	72	12%	5	70%	2	127%	9	0	11	1	9	3	13	8	46	26	19
创新新材	769	-5%	202	5%	8	-22%	3	29%	3	-0	4	0	9	3	13	8	16	14	11
常铝股份	84	8%	18	-1%	1	7%	0	-13%	13	1	16	6	9	3	13	8	83		
合计值	2,035	4%	521	9%	41	-16%	14	22%											
平均值									9	-0	11	2	8	2	12	7	742	27	21

资料来源：Wind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 Wind 一致预期

铅锌板块盈利修复，矿冶格局分化。

2025 年铅锌价格走势分化，2025 年国内铅锌价格双双下行。国内铅均价 17,041 元/吨，较 2024 年均价 18,069 元/吨下跌 6%；国内锌均价 22,785 元/吨，较 2024 年均价 23,337 元/吨下跌 2%。铅价受废电瓶供应偏紧及铅精矿加工费低位支撑，全年维持窄幅震荡格局；锌价则受建筑用锌需求疲弱与锌矿供应端扰动相互交织、供给端宽松预期逐步兑现等因素影响，整体呈现宽幅震荡走势。

2025 年铅锌板块整体盈利改善，毛利率净利率同步提升。尽管铅锌价格中枢下移，但 2025 年铅锌板块营收同比增长 16%，归母净利润同比增长 33%，毛利率为 29%，同比增长 4pct；净利率为 16%，同比增长 5pct。

矿企与冶炼企业盈利能力分化，自有矿占比较高的企业利润弹性较高。自有矿占比较高的企业利润弹性突出，兴业银锡以 17 亿元的归母净利润领跑板块，冶炼主导型企业利润率承压，驰宏锌锗 2025 年营收 241 亿元，同比增长 28%，但归母净利润同比下滑 20%至 10 亿元，毛利率 16%，同比下降 0.2pct，净利率 4%，同比下降 3pct。

2026Q1 锌价企稳回升，铅价承压运行。铅锌板块营收同比增长 36%；归母净利润同比增长 65%；毛利率为 35%，同比增长 11pct；净利率为 17%，同比微降 1pct。

从估值来看，2026 年 A 股铅锌企业的 PE 均值为 20x，大部分铅锌企业估值位于 18-21x；2027 年 A 股铅锌企业的 PE 均值为 16x，大部分铅锌企业估值位于 17-19x，以自有矿山采选为核心收入来源的矿企享受估值溢价。

图表 6：铅锌板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结

营业收入（亿元）							
代码	名称	2024	2025	YoY	2025Q1	2026Q1	YoY
000060.SZ	中金岭南	599	605	1%	161	190	18%
000426.SZ	兴业银锡	43	56	30%	11	21	85%
000603.SZ	盛达资源	20	25	22%	4	4	9%
000688.SZ	国城矿业	19	48	151%	5	17	220%
000751.SZ	锌业股份	156	185	19%	41	52	26%
000758.SZ	中色股份	89	101	13%	25	31	27%
002114.SZ	罗平锌电	13	14	15%	2	3	57%
600338.SH	西藏珠峰	16	24	48%	6	8	48%
600497.SH	驰宏锌锗	188	241	28%	51	64	24%
600531.SH	豫光金铅	393	496	26%	104	164	57%
600961.SH	株冶集团	198	222	13%	48	70	46%
601020.SH	华钰矿业	16	21	28%	3	2	-15%
603132.SH	金徽股份	15	17	12%	3	5	54%
合计		1765	2055	16%	464	631	36%
归母净利润（亿元）							
代码	名称	2024	2025	YoY	2025Q1	2026Q1	YoY
000060.SZ	中金岭南	11	8	-26%	3		-100%
000426.SZ	兴业银锡	15	17	12%	4	13	257%
000603.SZ	盛达资源	4	5	37%	0	1	859%
000688.SZ	国城矿业	-1	11	-	6	4	-42%
000751.SZ	锌业股份	0	1	220%	0	1	159%
000758.SZ	中色股份	4	5	18%	2	3	5%
002114.SZ	罗平锌电	-1	-2	126%	0	0	-12%
600338.SH	西藏珠峰	2	5	123%	1	2	43%
600497.SH	驰宏锌锗	13	10	-20%	5	7	34%
600531.SH	豫光金铅	8	9	7%	2	3	20%
600961.SH	株冶集团	8	11	43%	3	11	313%
601020.SH	华钰矿业	3	9	244%	0	0	-33%
603132.SH	金徽股份	5	5	14%	1	2	118%
合计		71	94	33%	28	46	65%
毛利率							
代码	名称	2024	2025年	YoY	2025Q1	2026Q1	YoY
000060.SZ	中金岭南	5	7	1	5	5	0
000426.SZ	兴业银锡	57	58	1	56	69	14
000603.SZ	盛达资源	44	58	14	29	61	33
000688.SZ	国城矿业	24	40	17	19	50	31
000751.SZ	锌业股份	3	3	0	4	6	2
000758.SZ	中色股份	13	16	3	19	16	-3
002114.SZ	罗平锌电	7	1	-6	-8	0	8
600338.SH	西藏珠峰	41	53	13	54	71	17
600497.SH	驰宏锌锗	16	16	0	20	21	1
600531.SH	豫光金铅	6	5	0	5	6	1
600961.SH	株冶集团	8	12	4	12	24	12
601020.SH	华钰矿业	50	49	-1	43	57	14
603132.SH	金徽股份	61	65	4	62	70	9
平均值		26	29	4	24	35	11
净利率							
代码	名称	2024	2025年	YoY	2025Q1	2026Q1	YoY
000060.SZ	中金岭南	2	1	-1	2	3	1
000426.SZ	兴业银锡	35	31	-4	32	65	33
000603.SZ	盛达资源	26	28	2	3	30	27
000688.SZ	国城矿业	-6	34	40	115	31	-85
000751.SZ	锌业股份	0	0	0	1	1	1
000758.SZ	中色股份	6	5	-1	11	9	-2
002114.SZ	罗平锌电	-7	-13	-6	-25	-14	11
600338.SH	西藏珠峰	15	26	11	22	21	-1
600497.SH	驰宏锌锗	7	4	-3	10	10	1
600531.SH	豫光金铅	2	2	0	2	2	-1
600961.SH	株冶集团	4	5	1	6	16	11
601020.SH	华钰矿业	26	49	24	21	4	-17
603132.SH	金徽股份	32	33	0	27	39	12
平均值		11	16	5	17	17	-1

资料来源：Wind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 Wind 一致预期

26Q1 锡板块营收和利润增幅居前。

2025 年锡价同比+10%，板块营收同比+8%，基本与价格增幅相匹配；归母净利润同比+23%；毛利率为 35%，同比-2pct；净利率为 19%，同比-1pct。2025 年华锡有色、兴业银锡营收均实现 20%以上增幅，但锡业股份因贸易业务压缩，营收增幅仅为 4%；锡板块各企业利润均实现 10%以上增长，其中锡业务占比最高的锡业股份增幅达到 36%。

2026Q1 锡价上涨并再创新高，锡板块业绩继续高增，营收同比+55%；归母净利润同比+132%；毛利率为 40%，同比+6pct；净利率为 31%，同比+12pct。净利率增幅大于毛利率主要因为

兴业银锡 26Q1 处理双源有色 60%股权实现 3.21 亿投资收益所影响。

从估值来看，2026 年 A 股锡企业的 PE 均值为 21x，2027 年为 18x，锡价上涨在当前市值中已经计价，未来关注三家公司其他副产品如银、铟、锑等带来的超额收益。

图表 7：锡板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结

公司名称	营收 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率 (%)				净利率 (%)				PE		
	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025	2026E	2027E
华锡有色	58	25%	12	-7%	8	22%	2	19%	37	-4	42	7	22	-1	23	3	42	25	21
锡业股份	435	4%	156	60%	20	36%	9	74%	11	2	10	-1	5	1	6	0	32	18	16
兴业银锡	56	30%	21	85%	17	11%	13	257%	58	-5	69	14	31	-4	65	33	43	19	17
合计	549	8%	188	55%	45	23%	24	132%											
平均值									35	-2	40	6	19	-1	31	12	39	21	18

资料来源：Wind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 Wind 一致预期

1.3 能源金属：镍钴板块营收和利润双增，26Q1 涨幅更大

受益于产能释放和镍钴价格走高，镍钴板块迎来营收和利润双增长。

2025 年镍价同比-7%、钴价同比+39%，镍钴板块营收同比+24%；归母净利润同比+30%；毛利率为 23%，同比+0.4pct；净利率为 12%，同比+0.3pct。2025 年镍钴价格走势分化，以钴为主营业务的腾远钴业毛利率增长最为明显，归母净利润增速同样也为最高；另外，华友钴业、中伟新材、力勤资源有明显量增的企业，营收和利润均呈现大幅增长。

2026Q1，镍钴价格集体冲高，镍钴板块营收同比+41%；归母净利润同比+56%；毛利率为 24.7%，同比+5pct；净利率为 13%，同比+2pct。其中，钴业务占比较高的腾远钴业单季度利润实现了+330%的增幅，华友钴业、中伟新材和寒锐钴业均实现大幅增长，格林美因矿山事故增长并不明显。

从估值来看，2026 年 A 股镍钴企业的 PE 均值为 15x，其中华友钴业、伟明环保在 10x 附近；2027 年 A 股镍钴企业的 PE 均值为 12x，处于较低估值水平。H 股力勤资源对应估值水平 2026 年 3x、2027 年 2x，主要因为印尼矿业政策发生变化影响公司盈利逻辑，我们认为调整后的估值水平力勤资源仍处于最低水平。

图表 8：镍钴板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结

公司名称	营收 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率 (%)				净利率 (%)				PE		
	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025	2026E	2027E
中伟新材	481	20%	158	46%	16	7%	6	81%	12	0.2	12	2	3	-1.1	5	1.8	37	21	18
华友钴业	810	33%	258	45%	61	47%	25	99%	17	0.2	21	2	9	0.8	12	2.5	18	11	9
寒锐钴业	67	13%	19	24%	3	26%	1	51%	13	-3.4	18	-1	3	-0.5	3	-0.8	52	-	-
腾远钴业	83	27%	26	75%	11	62%	5	330%	28	5.6	35	12	13	2.7	21	12.1	22	12	11
格林美	371	12%	100	5%	16	55%	5	2%	15	-0.6	17		5	0.6	6	0.2	27	19	14
伟明环保	62	-13%	15	-28%	22	-18%	4	-39%	51	-0.9	45	-5	38	-1.2	32	-5.0	15	11	9
力勤资源	402	38%			29	61%			19	0.9			12	0.8			6	3	2
新疆新鑫矿	26	12%			2	4%			25	0.9		-	7	-1.0			23		
合计	2,304	24%	574	41%	159	30%	46	56%											
平均值									23	0.4	25	5	12	0.3	13	1.8	24	15	12

资料来源：Wind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 Wind 一致预期

1.4 战略小金属：钨板块营收净利高增

受益于钨价格大幅上涨及向下游传导等影响，钨板块整体盈利高增。

2025 年钨价同比+181%，钨板块营收同比+29%；归母净利润同比+39%；毛利率为 31%，同比+1pct；净利率为 11%，同比+2pct。2025 年钨及硬质合金涨价，行业公司实现涨价去库，华锐精密、欧科亿归母净利润增速领先，拥有钨矿资源的企业如中钨高新、厦门钨业、

章源钨业受益明显，翔鹭钨业扭亏为盈。

2026Q1, 钨价格爆发性上涨再创新高, 钨板块业绩继续高增。2026Q1 钨板块营收同比+96%；归母净利润同比+303%；毛利率接近 42%，同比+13pct；净利率接近 24%，同比+14pct。基数效应下欧科亿和章源钨业增速大幅超过平均值。

从估值来看，2026 年钨企业的 PE 均值为 59x，2027 年钨企业的 PE 均值为 44x；若去掉极端值，则 2026-2027 年 PE 均值为 31/26x，处于较高估值水平。

图表 9：钨板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结

公司名称	营收 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率 (%)				净利率 (%)				PE		
	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025	2026E	2027E
中钨高新	176	20%	70	107%	14	35%	10	314%	24	2	30	10	8	1	14	7	67	40	33
厦门钨业	463	31%	157	88%	34	24%	17	187%	18	-0	21	5	7	-0	11	4	38	17	14
章源钨业	52	42%	26	122%	3	69%	4	798%	16	0	27	13	6	1	14	11	99		
新锐股份	25	34%	11	112%	3	22%	3	480%	34	2	47	15	10	-1	29	19	48	32	26
欧科亿	15	29%	6	113%	1	78%	2	2955%	22	-1	45	26	7	2	31	29	88	36	33
华锐精密	10	32%	4	88%	2	74%	2	499%	40	1	57	22	19	5	42	29	69	30	26
翔鹭钨业	24	38%	11	139%	1	261%	3	2917%	14	9	31	22	6	11	22	20	-53		-
鼎泰高科	21	36%	8	92%	4	90%	3	261%	42	7	53	15	20	6	32	15	251	136	74
博云新材	9	28%	4	126%	1	188%	1	19864%	28	7	49	29	7	16	36	35	-102		-
沃尔德	8	11%	2	28%	1	-4%	0	36%	43	-4	46	3	12	-2	14	1	98	123	101
四方达	6	8%	2	40%	0	-65%	0	17%	41	-12	47	-4	6	-12	19	-4	62		-
恒锋工具	7	17%	2	12%	2	31%	0	47%	45	-0	45	3	24	3	25	6	44		-
合计	816	29%	305	96%	65	39%	45	303%											
平均值									31	1	42	13	11	2	24	14	59	31	26

资料来源：Wind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 Wind 一致预期

钛金属行业处于下行调整期，公司业绩分化。

2025 年海绵钛价格同比+6%，钛金属板块营收同比持平；归母净利润同比-17%；毛利率为 26%，同比-3pct；净利率为 12%，同比-3pct。2025 年钛金属行业公司业绩分化明显，西部超导（+13%）、西部材料（+10%）得益于金属材料多元布局实现营收增长，钛加工属性更强的宝钛股份（-8%）、天工股份（-21%）、金天钛业（-24%）营收下滑。

2026Q1，海绵钛价格小幅回升，行业整体继续承压。2026Q1，钛金属板块营收同比-5%；归母净利润同比-64%；毛利率为 19%，同比-9pct；净利率接近 5%，同比-9pct。其中，由于客户提货节奏、产品销售结构及部分产品价格下降影响，西部超导（-74%）、西部材料（-71%）、天工股份（-100%）归母净利润同比大幅下滑，金天钛业（+2%）实现小幅增长。

从估值来看，2026 年 A 股钛金属企业的 PE 均值为 37x，企业估值略高于合理区间；2027 年 A 股钛金属企业的 PE 均值为 32x，建议关注行业产能出清状态以及下游航空航天等刚性需求释放进展。

图表 10：钛板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结

公司名称	营收 (亿元)				归母净利润 (亿元)				毛利率 (%)				净利率 (%)				PE		
	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025 年	YoY	2026Q1	YoY	2025	2026E	2027E
宝钛股份	61	-8%	15	3%	4	-30%	1	-27%	20	-2	20	2	8	-2	5	-2	47	35	32
西部超导	52	13%	11	1%	8	5%	0	-74%	35	1	26	-10	18	-1	6	-11	58	47	39
西部材料	32	10%	6	-20%	1	-34%	0	-71%	18	-3	15	-3	3	-3	1	-4	215	30	31
金天钛业	6	-24%	2	15%	1	-61%	0	2%	31	-7	26	-7	10	-9	6	-1	156	16	16
天工股份	6	-21%	1	-46%	1	-19%	0	-100%	26	-5	7	-25	22	-0	-1	-26	91	57	44
金达股份	17	8%	5	30%	2	44%	0	35%	18	4	18	3	12	3	10	0			
合计	175	0%	39	-5%	17	-17%	2	-64%											
平均值									26	-3	19	-9	12	-3	5	-9	113	37	32

资料来源：Wind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 Wind 一致预期

稀土价格上行，行业景气度回升。

2025 年，稀土市场在供需格局改善和政策预期的双重驱动下，主要产品价格回升，2025 年国内氧化镨钕均价约为 48.02 万元/吨，较 2024 年均价 39.31 万元/吨上涨约 22%。供给端，

国内稀土开采和冶炼分离总量控制指标增速放缓，进口矿源不确定性增加，供应格局持续优化；需求端，新能源汽车、风电、工业机器人等下游领域保持高景气，拉动高性能钕铁硼磁材需求稳步增长。价格回升叠加下游补库需求释放，稀土行业整体迎来盈利拐点。

2025 年板块整体盈利实现反转，毛利率与净利率大幅攀升。2025 年，稀土板块实现营业收入合计 666 亿元，同比增长 11%；归母净利润合计 34 亿元，同比增幅超 400%，核心原因在于 2024 年行业处于周期低谷，2025 年稀土价格回升后矿山和冶炼环节的利润集中释放。板块毛利率从 2024 年的 6%大幅攀升至 11%，同比提升 5pct；净利率跃升至 5%，同比提升 6pct。龙头企业表现突出，2025 年北方稀土凭借全球最大轻稀土供应商的规模优势和包钢股份排他性精矿供应机制，实现利润翻倍增长，以 426 亿元营收和 23 亿元归母净利润稳居板块首位；盛和资源营收 150 亿元，同比增长 32%，归母净利润 8 亿元，同比增长 305%，其核心优势在于全球化资源布局，公司 2025 年完成坦桑尼亚恩古拉世界级稀土矿收购，资源自给率大幅提升。

2026Q1 景气延续，板块利润同比高速增长。2026Q1，稀土价格维持高位震荡，板块业绩延续 2025 年以来的高增长态势。Q1 板块营收合计 176 亿元，同比增长 21%；归母净利润合计 16 亿元，同比增长 116%，板块毛利率攀升至 14%，同比提升 5pct；净利率为 12%，同比提升 5pct，稀土行业已进入盈利能力的系统性修复通道。

图表 11：稀土板块 2025 年年报及 2026Q1 季报总结

营业收入							
代码	名称	2024	2025	YoY	2025Q1	2026Q1	YoY
000831.SZ	中国稀土	30	32	5%	7	8	13%
600111.SH	北方稀土	330	426	29%	93	119	28%
600259.SH	中稀有色	126	58	-54%	15	15	2%
600392.SH	盛和资源	114	150	32%	30	34	13%
合计		600	666	11%	145	176	21%
归母净利润							
代码	名称	2024	2025	YoY	2025Q1	2026Q1	YoY
000831.SZ	中国稀土	-3	2	-160%	1	1	91%
600111.SH	北方稀土	10	23	124%	4	9	113%
600259.SH	中稀有色	-3	1	-143%	0	2	262%
600392.SH	盛和资源	2	8	305%	2	3	94%
合计		6	34	442%	7	16	116%
毛利率							
代码	名称	2024	2025	YoY	2025Q1	2026Q1	YoY
000831.SZ	中国稀土	9	17	7	10	21	11
600111.SH	北方稀土	10	12	2	11	13	2
600259.SH	中稀有色	1	6	5	3	7	4
600392.SH	盛和资源	5	11	6	8	13	5
平均值		6	11	5	8	14	5
净利率							
代码	名称	2024	2025	YoY	2025Q1	2026Q1	YoY
000831.SZ	中国稀土	-10	6	16	10	17	7
600111.SH	北方稀土	5	7	2	6	9	3
600259.SH	中稀有色	-3	2	4	3	11	8
600392.SH	盛和资源	2	6	4	6	10	4
平均值		-1	5	6	6	12	5

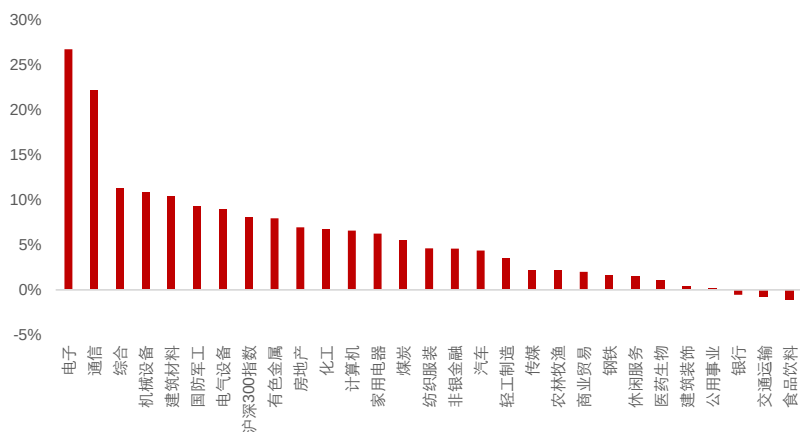
资料来源：Wind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 Wind 一致预期

二、市场行情：有色行情分化演绎，聚焦供给约束品种

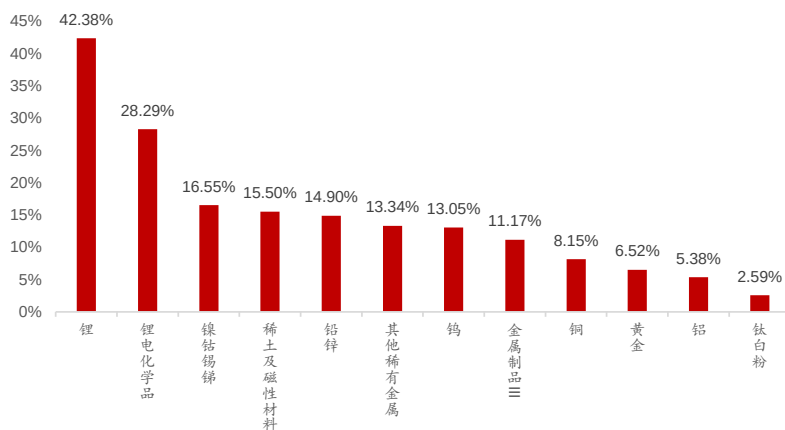
二级市场：4 月有色板块回暖，锂/镍钴/锡/锑涨幅较大

图表 12：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 30 日）

图表 13：4 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 30 日）

2.1 工业金属：价格分化，关注供需基本面

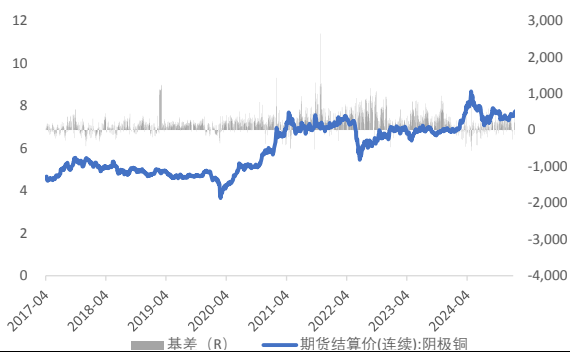
图表 14：工业金属关键指标月度变化（2026 年 4 月）

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	10.11	5.8%	2.5%
		现货TC	美元/吨	-86.53	-28.2%	-92.5%
		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	117.8	-2.3%	-72.7%
		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	39.97	10.3%	171.1%
		COMEX铜库存	万吨	61.15	4.1%	22.8%
		SHFE铜库存期货	万吨	9.67	-56.3%	18.2%
铝	价格	铝土矿-澳矿CIF	美元/吨	62	0.8%	-10.1%
		氧化铝	元/吨	2695	-3.2%	0.4%
		沪铝	万元/吨	2.44	-0.9%	8.6%
	利润	预焙阳极价格	元/吨	5716.5	5.5%	0.9%
		电解铝完全成本	万元/吨	1.64	1.2%	2.0%
		电解铝即时毛利	元/吨	7,042	-1.0%	26.5%
	供需	氧化铝产能利用率		99.4%	-	-
		电解铝产能利用率		80.8%	-	-
		电解铝产量	万吨	372.2	-2.9%	2.1%
铅	价格	LME铅库存	万吨	36.71	-11.9%	-28.3%
		SHFE铅库存	万吨	48.06	5.7%	274.0%
	利润	沪铅价格	万元/吨	1.66	0.9%	-3.7%
		Pb50国产TC	元/金属吨	300	20.0%	0.0%
		铅冶炼利润	元/吨	1472.8	15.9%	19.8%
	供需	规模再生铅利润	元/吨	-592	16.4%	-60.0%
		中国精铅产量	万吨	56.82	4.2%	-7.7%
		原生铅开工率		64.4%	-	-
锌	价格	再生铅开工率		45.1%	-	-
	利润	LME锌库存	万吨	26.96	-4.3%	11.4%
		SHFE锌库存	万吨	5.97	3.8%	120.5%
	供需	沪锌价格	万元/吨	2.36	0.3%	1.5%
		ZN50国产平均加工费	元/金属吨	1050	-32.3%	-30.0%
		矿企利润测算	元/金属吨	10966	9.3%	9.2%
锡	价格	冶炼厂利润测算	元/吨	-2196	-21.7%	-17.8%
		中国精矿产量	万金属吨	28.29	26.1%	-23.7%
		中国精锌产量	万吨	58.39	1.1%	6.0%
	利润	LME锡库存	万吨	9.87	-13.8%	-8.3%
		SHFE锡库存	万吨	14.35	-3.6%	96.7%
	供需	沪锡	万元/吨	38.60	5.0%	17.8%
		锡精矿加工费40%云南	元/吨	16000	0.0%	33.3%
		锡精矿加工费60%广西	元/吨	12000	0.0%	50.0%
镍	价格	锡锭冶炼利润	元/吨	2000	0.0%	200.0%
		锡精矿进口（M-1）	万实物吨	1.85	0.0%	98.6%
		中国精锡产量	万吨	1.47	-1.9%	-6.7%
	利润	LME锡库存	万吨	0.86	-1.3%	58.5%
		SHFE锡期货库存	万吨	0.62	-9.2%	-17.4%
	供需	沪镍收盘价	万元/吨	14.90	10.3%	11.9%
		NPI较沪镍升贴水	万元/镍吨	-3.50	-39.5%	13.8%
		硫酸镍较沪镍升贴水	万元/镍吨	145439.65	0.0%	17.4%
	价格	LME镍库存	万吨	27.7398	-1.5%	8.7%
		中国社会库存	万吨	9.41	4.8%	59.7%
		全球显性库存	万吨	37.32	0.0%	18.0%
	利润	中国NPI冶炼利润	元/镍	0.00	-	-100.0%
		中国电镍产量	万吨	3.71	3.4%	14.7%
		中国硫酸镍产量	万镍吨	3.56	37.4%	32.1%
	供给	中国+印尼NPI产量	万镍吨	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

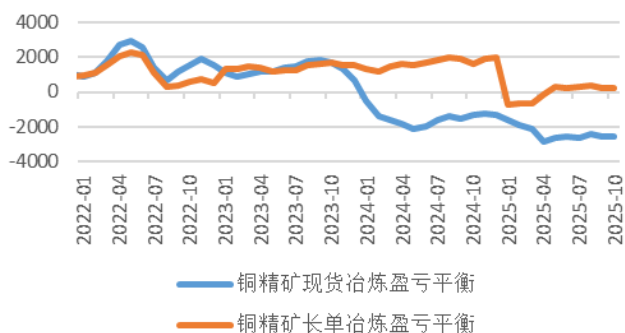
铜：Q2 维持区间震荡，关注结构性需求增量

图表 15：铜价格与基差（万元/吨，元/吨）



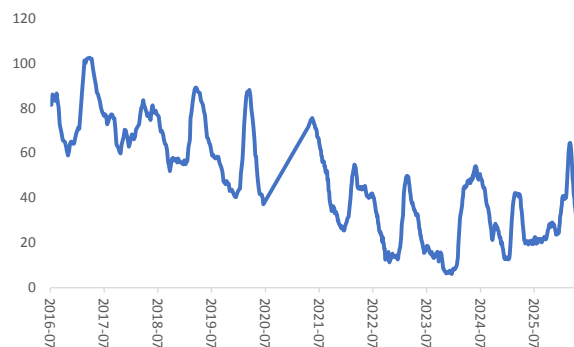
资料来源：iFinD, SMM, 五矿证券研究所

图表 17：铜精矿冶炼盈亏（元/吨）



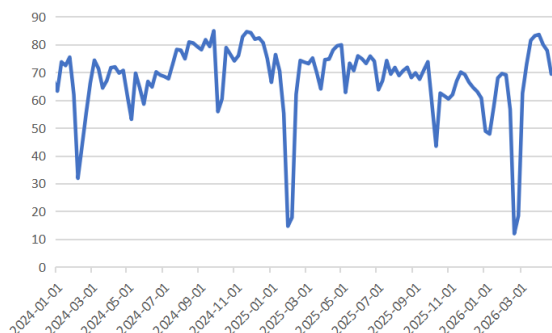
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 19：SMM 中国电解铜社会库存（万吨）



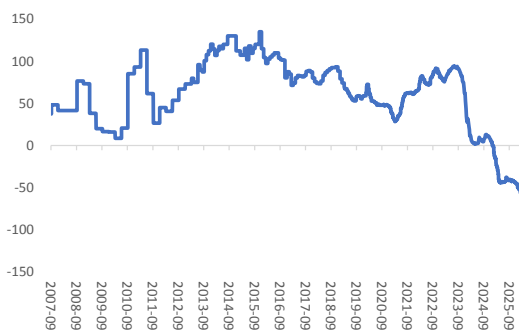
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 21：电解铜制杆周度开工率（%）



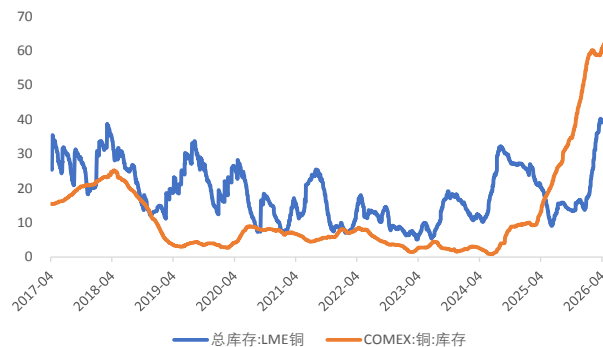
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 16：现货:中国铜冶炼厂:粗炼费 TC（美元/吨）



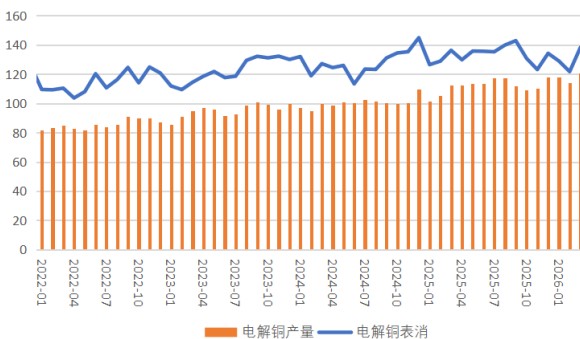
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 18：LME 及 Comex 铜库存（万吨）



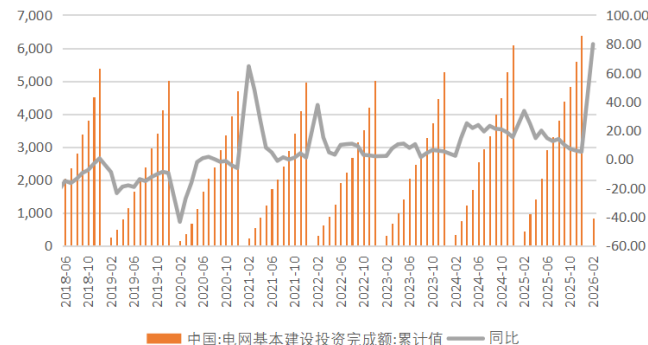
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 20：中国电解铜表观消费量（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

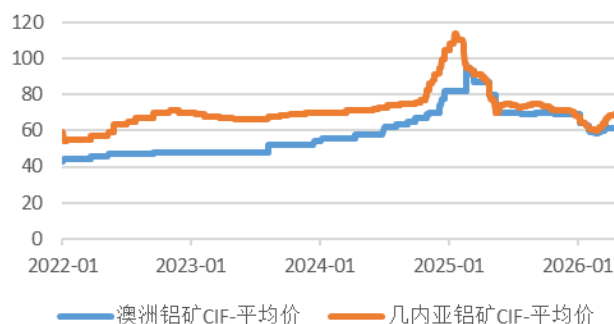
图表 22：中国电网基本建设投资完成额（亿元）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

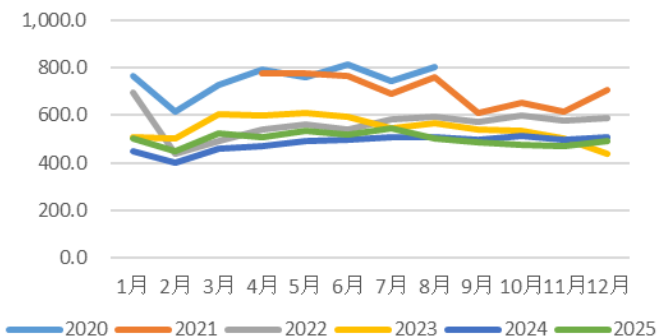
铝：供给减量落地，外强内弱格局下铝价震荡偏强

图表 23：铝土矿 CIF 价格（美元/吨）



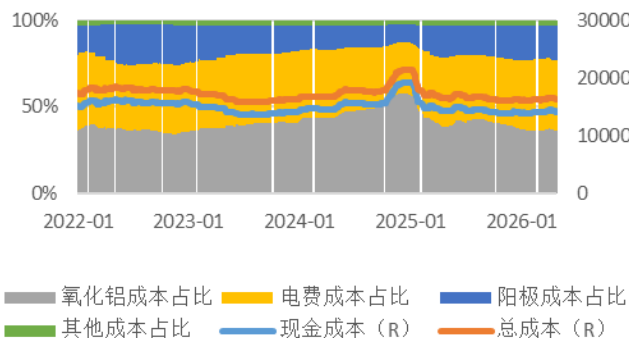
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 25：中国铝土矿产量处于历史低位（万吨）



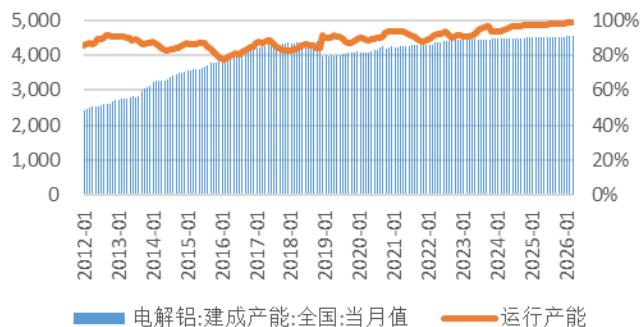
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 27：中国电解铝成本结构（元/吨）



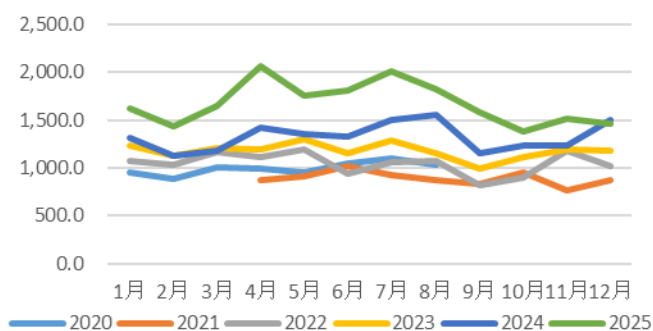
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 29：中国电解铝产能接近天花板，高开工率（万吨）



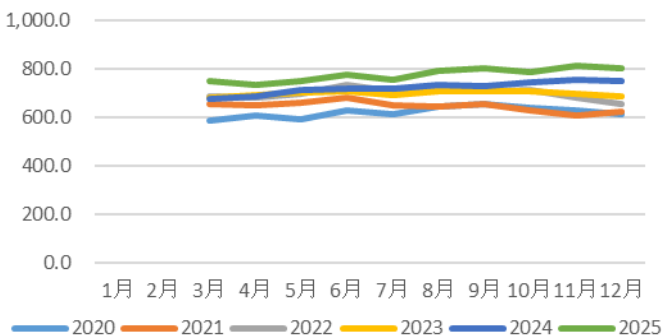
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 24：中国进口铝土矿（万吨）



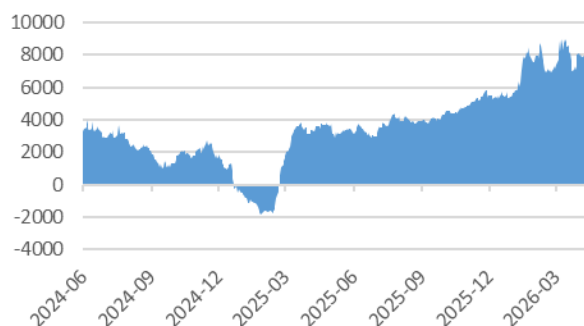
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 26：中国氧化铝产量（万吨）



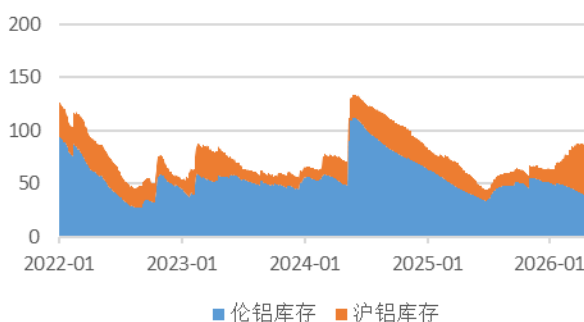
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 28：中国电解铝毛利跟踪（元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

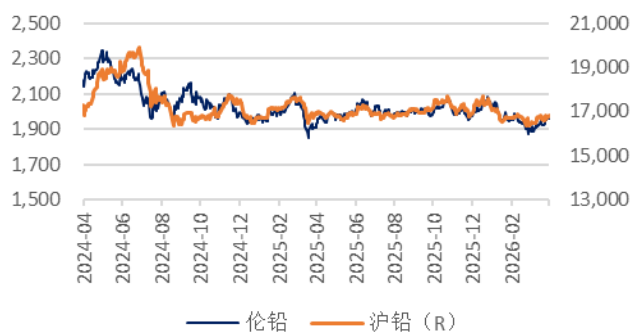
图表 30：全球铝期货库存（万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

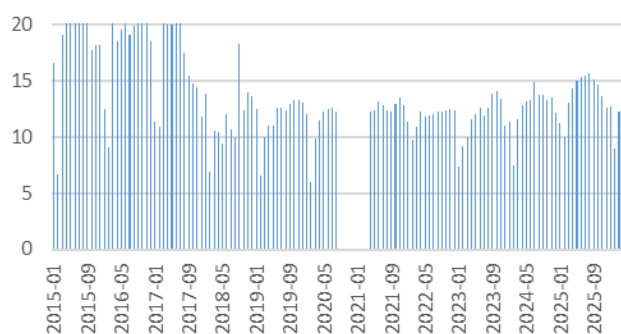
铅：供需过剩，铅价低位震荡

图表 31：伦铅与沪铅价格（美元/吨，元/吨）



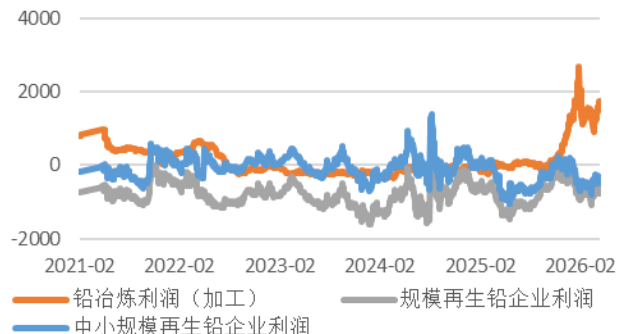
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 33：中国铅精矿产量（万金属吨）



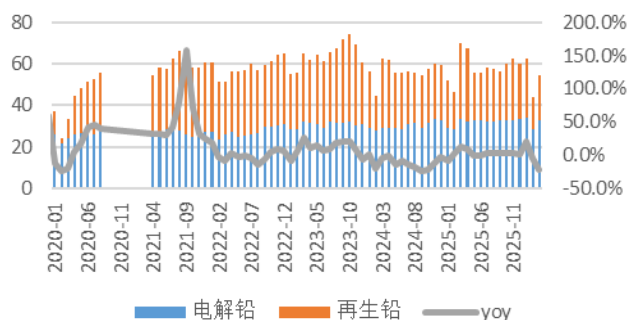
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 35：铅产业链利润跟踪（元/吨）



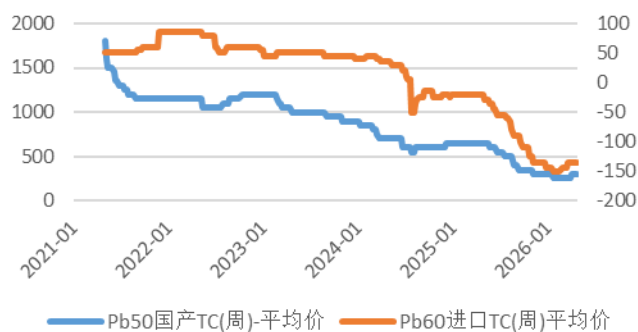
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 37：中国精炼铅产量（万吨）



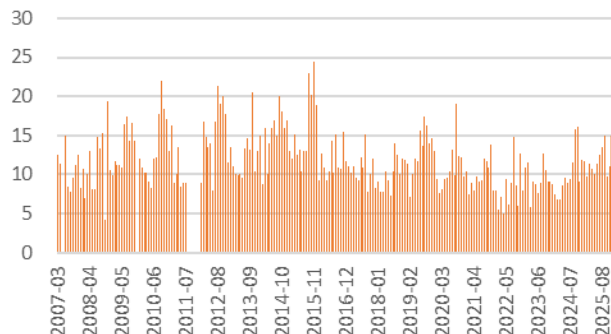
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 32：铅精矿 TC 再创新低（元/吨，美元/干吨）



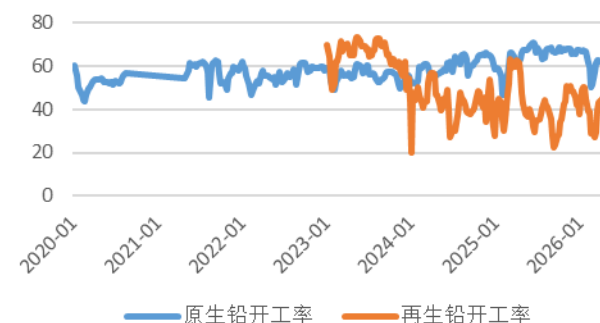
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 34：中国铅精矿进口（万吨）



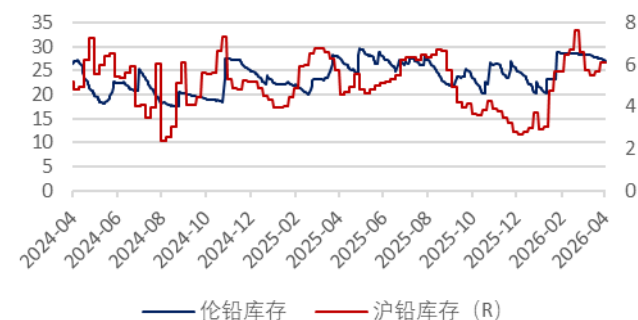
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 36：铅冶炼开工率（%）



资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 38：全球铅期货库存（万吨，万吨）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

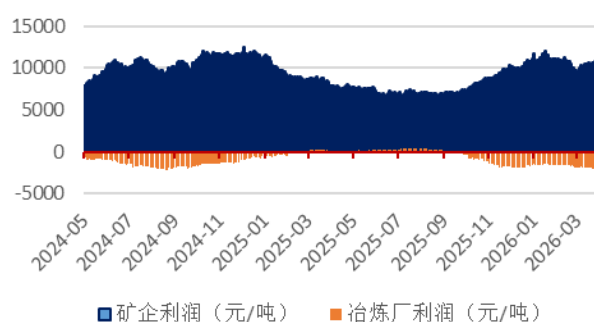
锌：矿端偏紧支撑锌价

图表 39：伦锌与沪锌价格（美元/吨，元/吨）



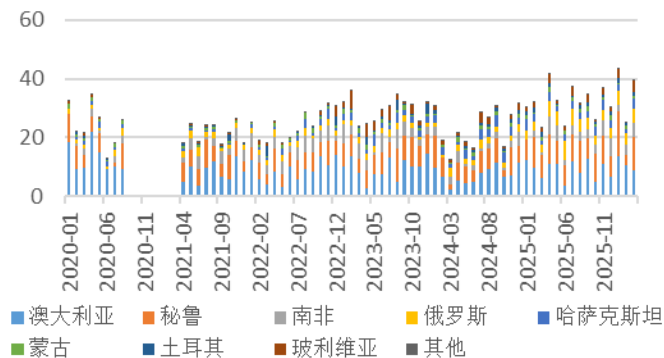
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 41：锌产业链利润跟踪（元/吨）



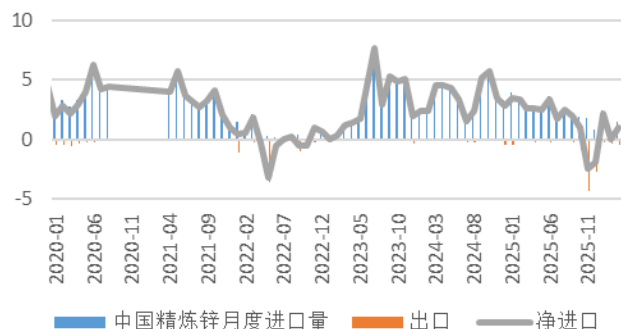
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 43：中国进口锌精矿（万吨）



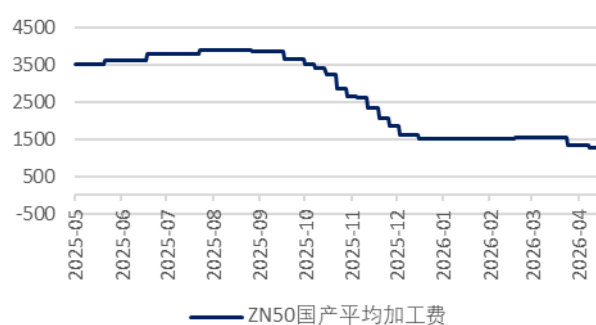
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 45：中国精锌进出口（万吨）



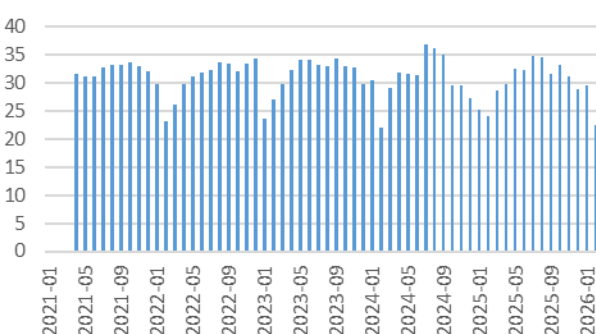
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 40：ZN50 国产平均加工费（元/吨）



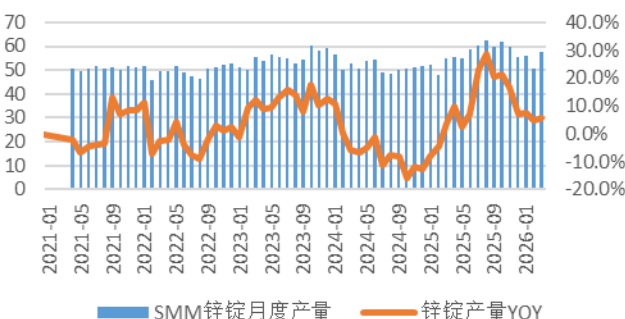
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 42：中国锌精矿产量（万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 44：中国锌锭产量（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

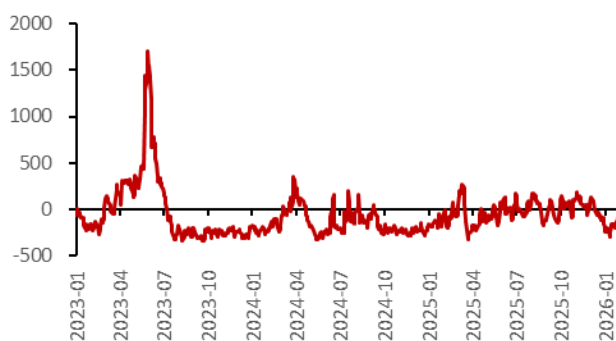
图表 46：全球锌期货库存（万吨，万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

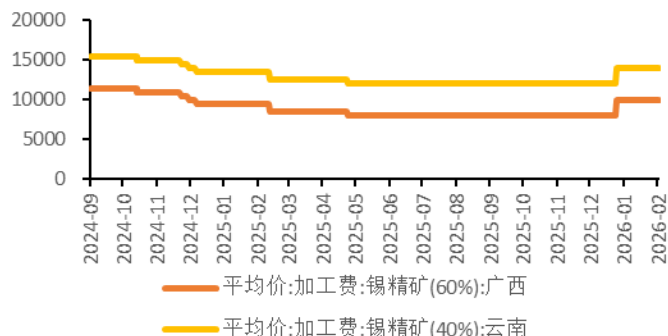
锡：供需紧平衡延续，价格宽幅震荡后有望上行

图表 47：LME 锡 cash-3M 升贴水（美元/吨）



资料来源：iFinD, 五矿证券研究所

图表 49：锡精矿加工费再走低（元/吨）



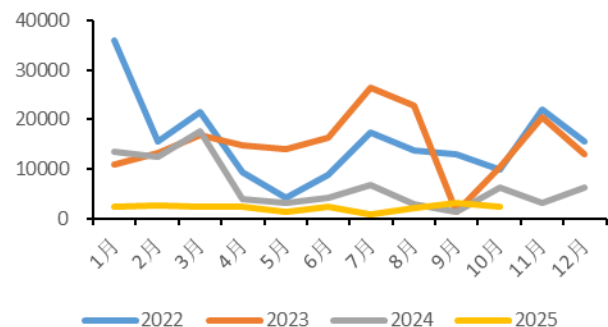
资料来源：iFinD, 五矿证券研究所

图表 51：LME 锡锭库存（吨）



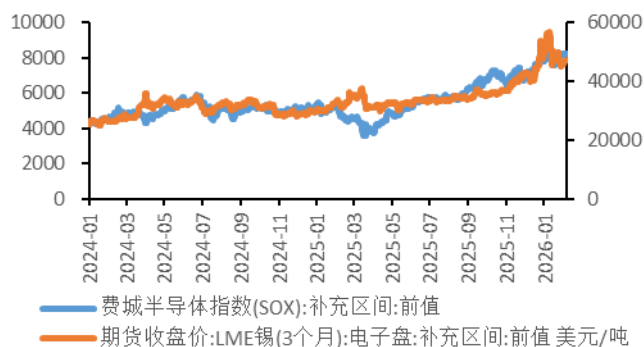
资料来源：iFinD, 五矿证券研究所

图表 53：从缅甸进口锡精矿仍处低位（实物吨）



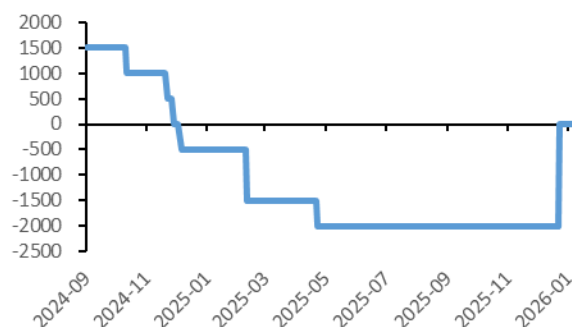
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 48：费城半导体指数及 LME 锡价拟合（美元/吨）



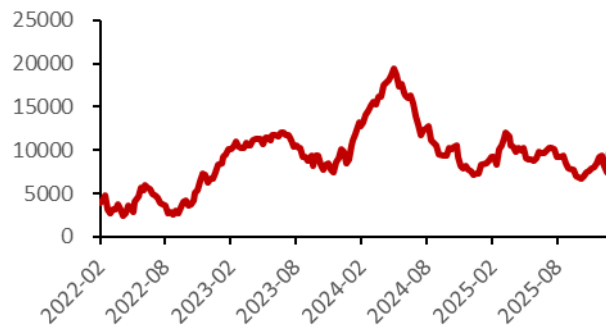
资料来源：iFinD, 五矿证券研究所

图表 50：锡锭冶炼利润（元/吨）



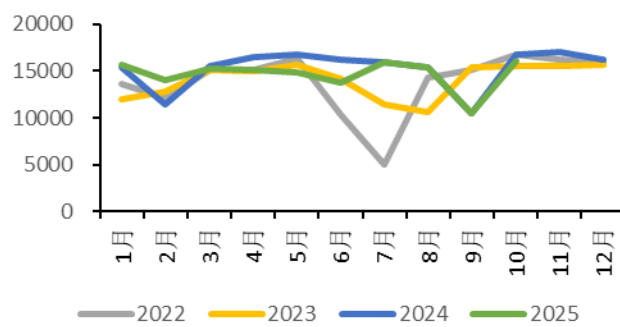
资料来源：iFinD, 五矿证券研究所

图表 52：中国锡锭社会库存（吨）



资料来源：iFinD, 五矿证券研究所

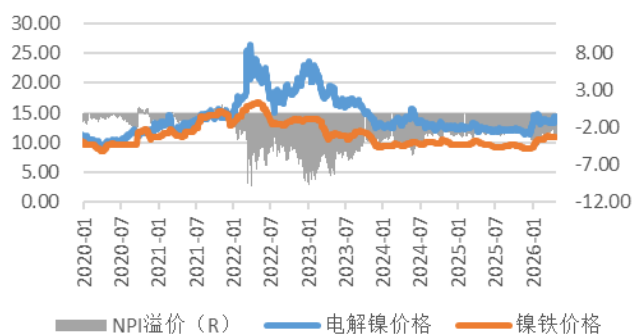
图表 54：中国锡锭产量（吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

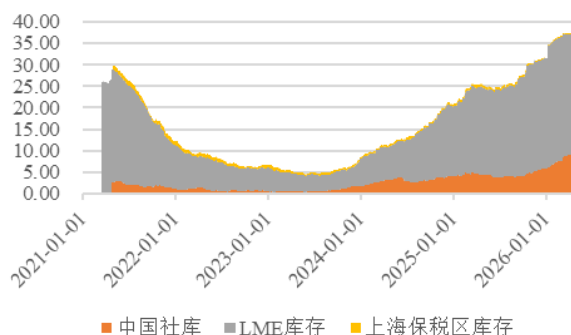
镍：短期成本刚性抬升，长期过剩格局未改

图表 55：NPI 较电镍升贴水（万元/吨）



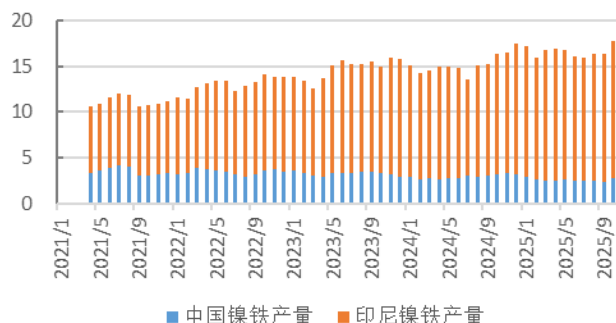
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 57：全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位（万吨）



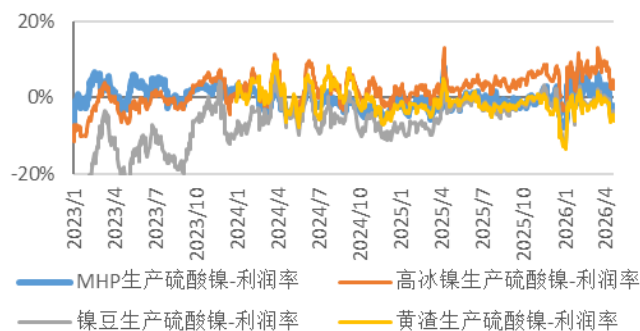
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 59：中国&印尼镍铁产量（万镍吨）



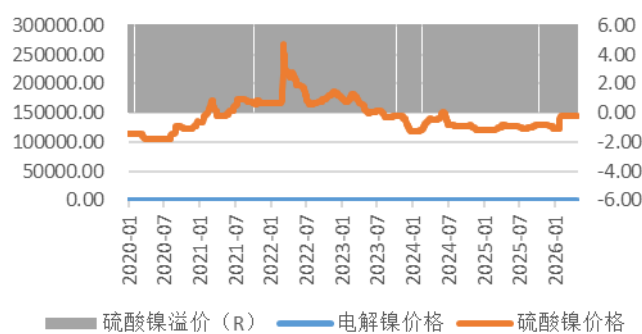
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 61：进口原料生产硫酸镍利润（%）



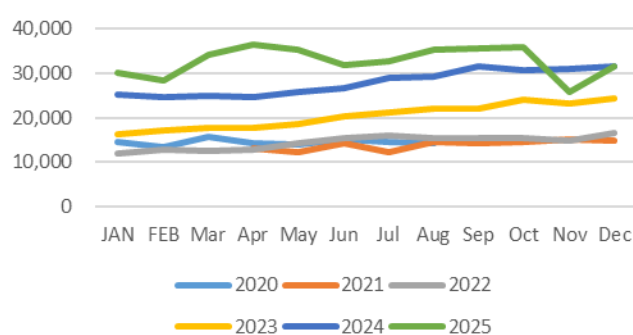
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 56：硫酸镍较纯镍升贴水（万元/吨）



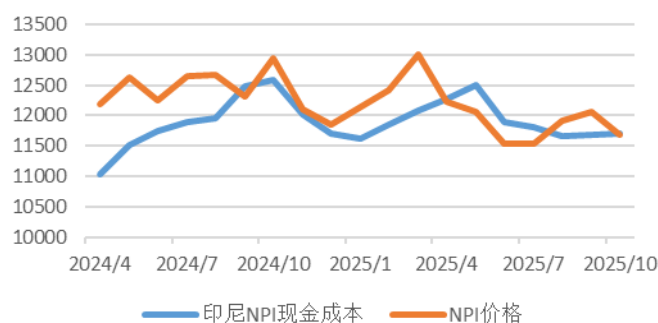
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 58：中国电镍产量历史同期高位（吨）



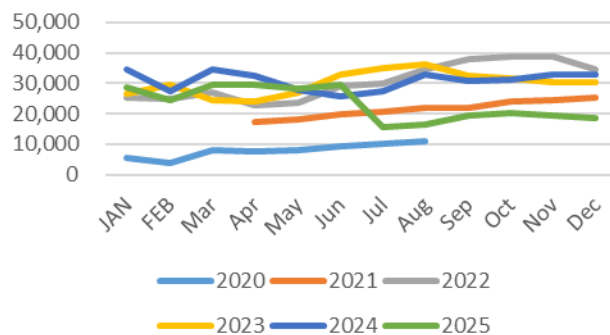
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 60：印尼 NPI 利润跟踪（美元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 62：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

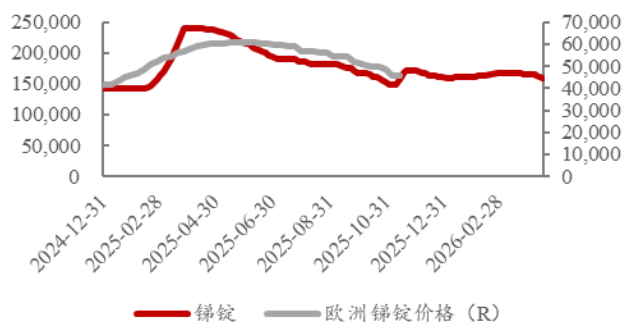
图表 63：小金属关键指标月度变化（2026 年 4 月）

金属品种		名称	单位	数值	月涨幅/环比	年涨幅/累计同比
锑	价格	国际现货价	美元/吨	27,247	0.9%	-34.7%
		中国锑精矿50%均价	万元/金属吨	13.95	-3.5%	15.3%
		锑锭99.65%国产平均价	万元/吨	15.95	-3.6%	11.5%
	供需	中国锑矿进口(M-1)	实物吨	5	-48.4%	308.5%
		中国锑锭产量	万吨	0.65	12.9%	-100.0%
		中国焦锑酸钠产量	万吨	0.18	0.8%	0.0%
钨	价格	黑钨精矿65%国产	万元/吨	70.80	-29.1%	54.9%
		APT	万元/吨	112.50	-3.4%	444.8%
		钨粉	元/公斤	1980	0.8%	82.5%
		碳化钨粉	元/公斤	1910	-0.5%	83.7%
	利润	仲钨酸铵平均利润	元/吨	112,595	121.9%	529.7%
	供需	仲钨酸铵产量	吨	12,480	5.2%	1.2%
钼	价格	钼精矿40-50%	元/吨度	4,685	7.3%	25.4%
		钼铁：上海现货	万元/吨	30.11	8.1%	21.3%
	供需	中国钼精矿产量	万吨	2.50	4.0%	-1.6%
		中国钼铁产量	万吨	1.54	-12.0%	-12.5%
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	65.7	1.9%	2.4%
		中国钛矿净进口(M-1)	万实物吨	48.64	7.8%	-17.7%
		中国海绵钛产量	万吨	2.2	-4.6%	4.9%
稀土	价格	中钕富钕矿	万元/吨	25.15	-12.5%	18.6%
		氧化镨钕	万元/吨	0.08	7.1%	26.6%
		氧化铽	元/公斤	6,125	-6.1%	2.5%
		氧化镝	元/公斤	1,375	-15.1%	2.6%
	利润	氧化镨钕盈利	万元/吨	0.05	100.1%	-100.2%
		镨钕金属利润	万元/吨	0.42	-79.7%	-383.2%

资料来源：Wind, SMM, Mysteel, 安泰科, 五矿证券研究所

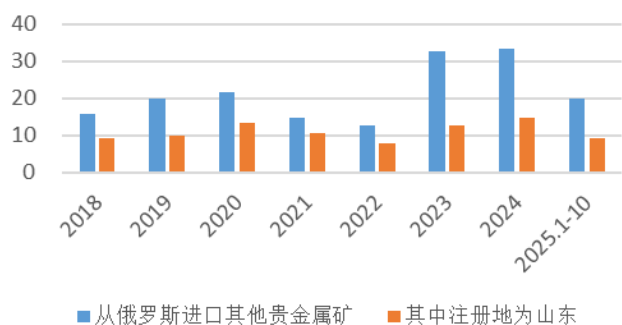
锑：内外价差收缩支撑价格，短期震荡不改长期上行

图表 64：内外价差收缩（元/吨，美元/吨）



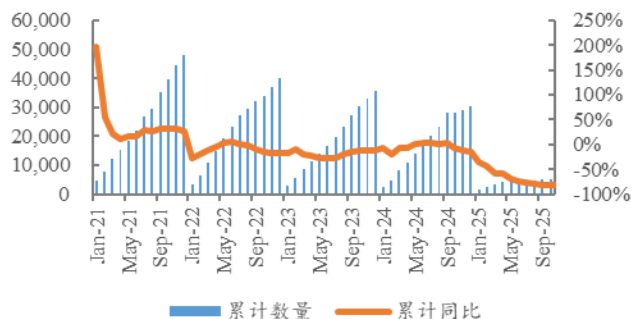
资料来源：Wind, Argus, 五矿证券研究所

图表 66：中国从俄罗斯进口其他贵金属矿（万吨）



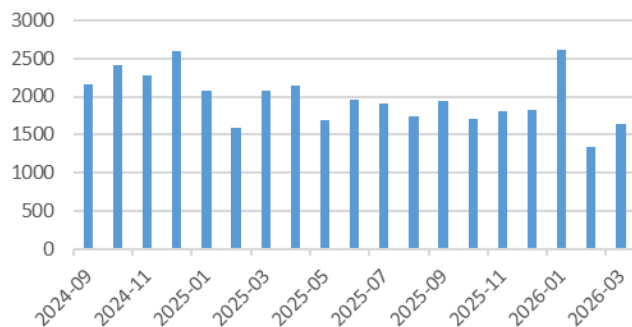
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 68：中国氧化锑出口（吨）



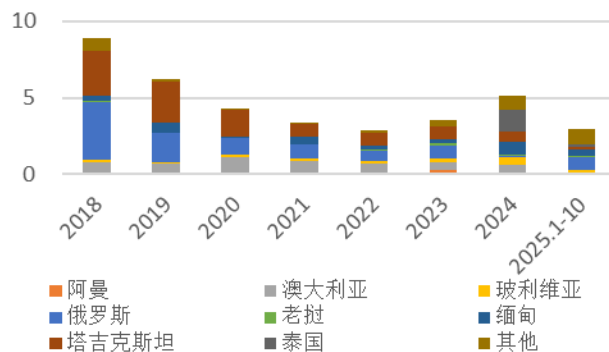
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 70：中国焦锑酸钠产量（吨）



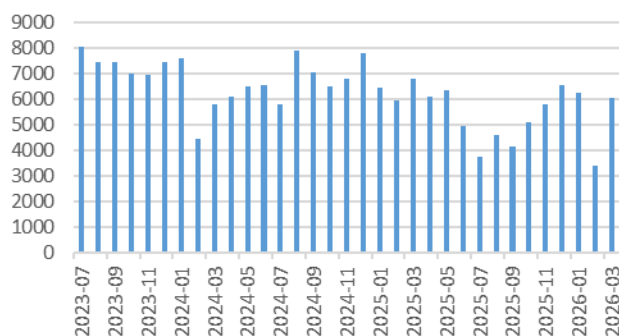
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 65：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 67：中国锑锭产量（吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 69：中国锑锭出口（吨）



资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

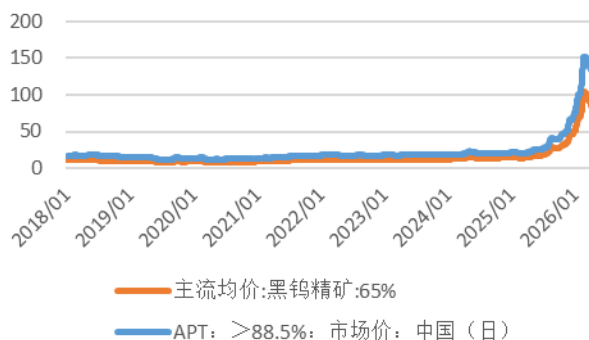
图表 71：光伏玻璃库存（万吨，天）



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 72：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

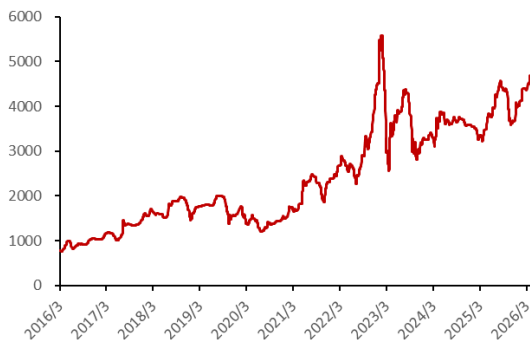
图表 74：中国 APT 产量（吨）



资料来源：SMM,五矿证券研究所

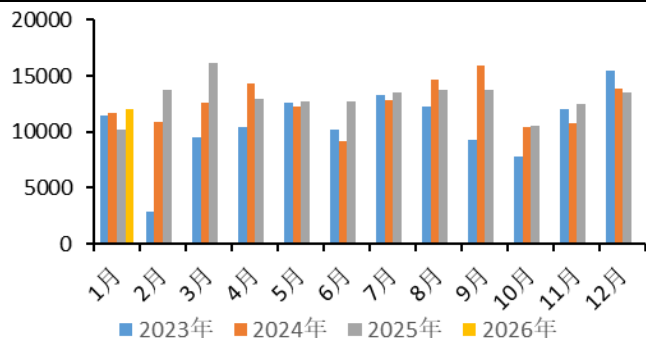
钼：钢招量小幅上升，钼价高位震荡

图表 76：40%-45%钼精矿价格（元/吨度）



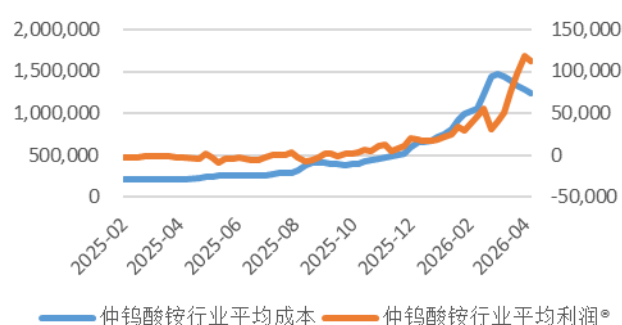
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 78：国内主流钢厂钼铁钢招量（吨）



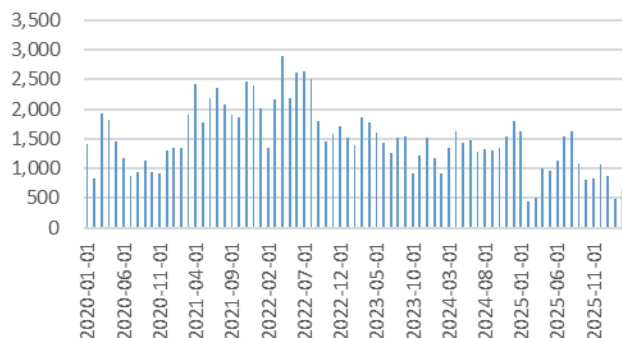
资料来源：亿览网,五矿证券研究所

图表 73：仲钨酸铵行业利润及成本（元/吨，元/吨）



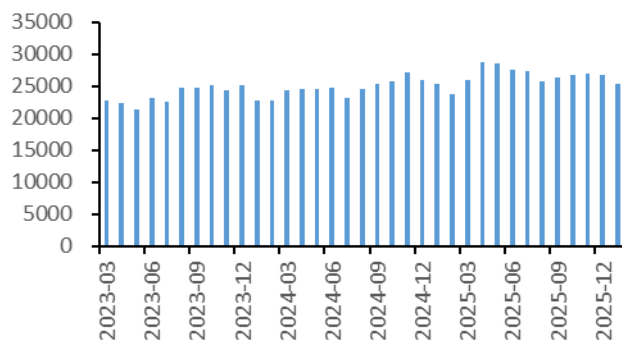
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 75：中国钨品出口量（吨）



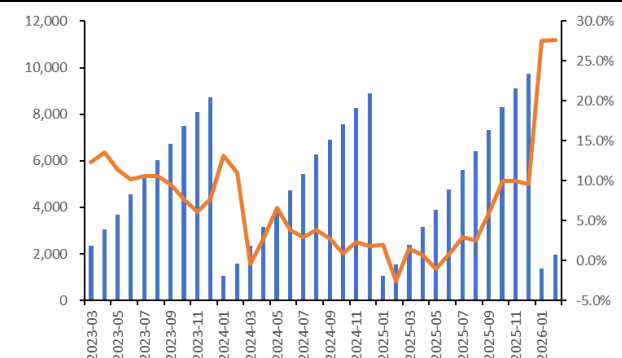
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 77：中国钼精矿产量（吨）



资料来源：Wind,五矿证券研究所

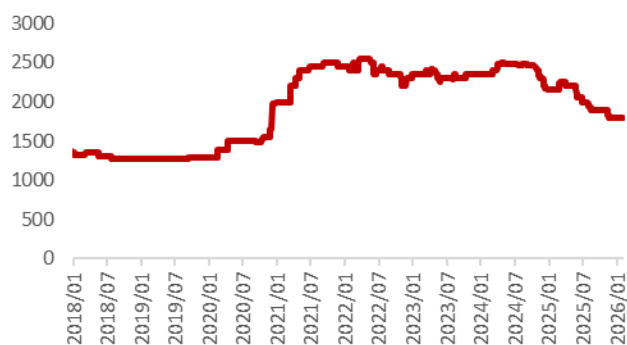
图表 79：造船完工量(载重):全球:累计值（万吨）



资料来源：Wind,五矿证券研究所

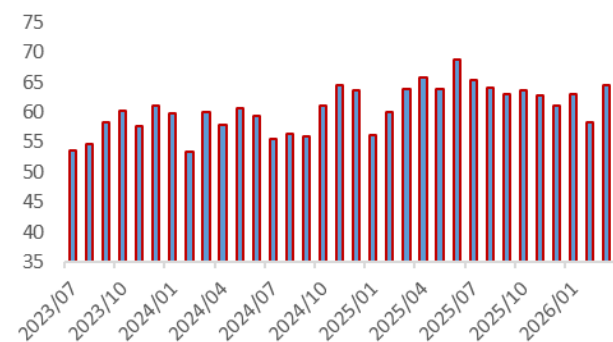
钛：钛精矿价格持续走低，聚焦下游高端需求

图表 80：钛精矿 TiO₂ > 47% 价格 (元/吨)



资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

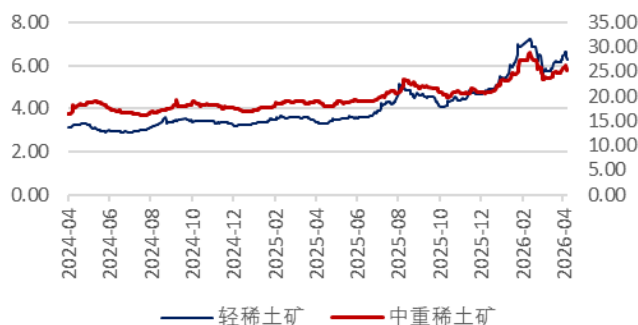
图表 82：中国钛精矿产量 (万吨)



资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

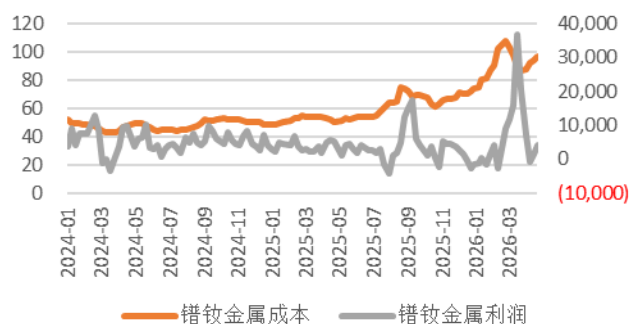
稀土：供给刚性约束强化，二季度迎来价格上行窗口期

图表 84：稀土矿价格 (万元/吨, 万元/吨)



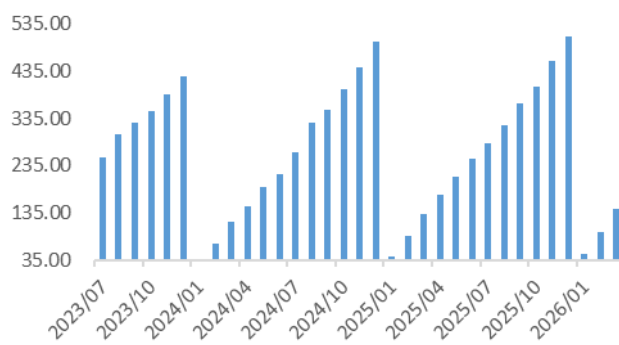
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 86：镨钕利润测算 (万元/吨, 元/吨)



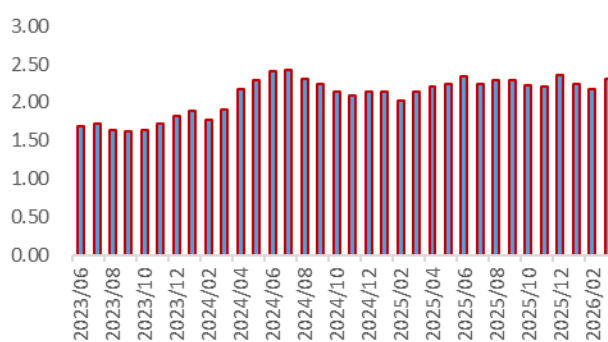
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 81：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 83：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 85：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 87：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