

强于大市

有色金属行业周报

通胀扩散推升加息预期，金属价格或阶段承压

8月美国CPI同比上升3.4%、环比上升0.4%较7月0.1%增速明显加速，核心CPI环比上升0.3%超预期，中东冲突推升柴油环比上升9.6%并创历史新高，AI软件价格同比涨25.4%形成新通胀源，8月PPI同比上升5.4%，核心PCE预计升至3.4%；我们认为CME显示9月加息概率最高触及90%，市场焦点已转向加息次数，BMO与先锋领航均认为10月、12月或继续加息，加息重启与能源冲击双重压制下FOMC前贵金属或高位震荡消化，铝等高耗能品种获成本支撑，铜在加息、关税与矿端硬约束间拉锯。津巴布韦暂停锡钨出口，其全年含锡量不足全球供应1%、不改变平衡表，但锡供给集中库存薄弱，短期对海外锡价形成情绪与脉冲支撑、钨价近乎中性，本质是资源国推动本地加工的资源民族主义延续。

本周贵金属连续两周回调，SHFE金、银分别周跌2.47%、4.09%，COMEX金、银分别周跌1.95%、2.64%；LME金属全线回落、锡周跌3.01%，SHFE窄幅震荡；库存方面，美国关税预期持续将全球铜锁定流向美国、非美可流通货源被结构性抽干，SHFE铜库存延续大幅去化13.05%至5.5万吨，SHFE锡累积17.74%，LME铝、锌分别去化3.05%、2.32%。

支撑评级的要点

- **8月通胀推升9月加息概率，金属定价或将阶段性承压。**美国8月CPI同比上升3.4%符合预期、环比上升0.4%较7月上升0.1%明显再加速，核心CPI环比上升0.3%超预期，中东冲突推升柴油环比上升9.6%、同比上升44%且创历史新高，能源沿运输链向全经济传导，AI相关软件价格同比涨25.4%形成新通胀源，8月PPI同比上升5.4%，华尔街预计核心PCE同比升至3.4%，通胀扩散数据确认。我们认为，沃什“还有工作要做”表态叠加三名理事支持加息，CME显示9月加息概率最高触及90%，市场焦点已转向加息次数，BMO与先锋领航均认为10月、12月或继续加息、三次加息是合理起点；对有色而言，加息重启与能源冲击形成双重压制，9月FOMC前贵金属或高位震荡消化甚至阶段性回调，铝等高耗能品种获成本抬升支撑，铜在加息、关税与矿端硬约束间拉锯、下行空间受限。
- **津巴布韦暂停锡钨出口，钨价中偏性锡价或获支撑。**津巴布韦矿业和矿业发展部发布指令，已暂停所有形式的锡和钨（含矿石及精矿）出口且未明确期限，在途货物与既有合同处置亦无说明，2025年中国自该国进口锡精矿763吨、钨精矿仅60吨。我们认为，津巴布韦全年含锡量仅数百吨、占全球8万至9万吨供应不足1%，不足以改变锡钨全球平衡表，与2022年锂禁令量级完全不同；但锡市场供给集中、库存薄弱，东南亚冶炼厂利润疲软，禁令或边际收紧亚洲加工商原料端，短期对海外锡价形成情绪与脉冲式支撑，对钨价近乎中性。政策本质是资源国推动本地加工、将附加值留在境内的资源民族主义延续，在途货物是否放行、锡锭是否豁免及MMCZ执行力度是判断事件性质的关键；中国锡品定价仍由国内矿山供给、出口管制及军工光伏需求主导。

高频数据

- **通胀扩散推升加息预期，贵金属连续两周承压回调。**截至本周五，SHFE金、SHFE银收盘价分别为942元/克、15,586元/吨，较上周变化-2.47%、-4.09%；COMEX黄金、COMEX白银收盘价分别为4,390美元/盎司、65美元/盎司，较上周变化-1.95%、-2.64%。
- **加息预期升温压制外盘，LME金属全线回落。**截至本周五，SHFE铜、SHFE铝、SHFE铅、SHFE锌、SHFE镍、SHFE锡收盘价分别为108,990元/吨、24,235元/吨、16,135元/吨、26,805元/吨、126,080元/吨、410,290元/吨，较上周变化0.19%、-0.23%、0.03%、0.22%、-1.33%、-1.48%；LME铜、LME铝、LME锌、LME铅、LME镍、LME锡收盘价分别为14,226美元/吨、3,257美元/吨、1,893美元/吨、3,864美元/吨、16,525美元/吨、53,200美元/吨，较上周变化-1.06%、-1.20%、-0.73%、-1.95%、-1.84%、-3.01%。

截至本周五，SHFE铜、SHFE铝、SHFE铅、SHFE锌、SHFE镍、SHFE锡库存分别为5.5万吨、34.8万吨、7.3万吨、15.0万吨、11.1万吨、0.8万吨，较上周变化-13.05%、-4.67%、-1.17%、0.84%、-0.76%、17.74%；LME铜、LME铝、LME铅、LME锌、LME镍、LME锡库存分别为23.4万吨、24.4万吨、38.0万吨、11.0万吨、27.4万吨、0.5万吨，较上周变化0.13%、-0.17%、-3.05%、-2.32%、1.31%、-4.94%。

投资建议

- **AI等科技深化发展有望带动需求，供需紧平衡推升价格。**建议关注云南锗业、西部矿业、江西铜业、紫金矿业、洛阳钼业、盛达资源、兴业银锡、锡业股份。
- **中东地区铝产能复产周期长，高油价增加运输成本，关注供给收紧下铝板块投资机会。**建议关注创新新材、宏桥控股、南山铝业、明泰铝业、云铝股份。
- **印尼政府年内镍矿配额同比大幅缩减，镍价中枢有望望系统性上移。**建议关注华友钴业、格林美。
- **地缘政治冲突下黄金具有稀缺性，通胀逐步消退美国或重启降息。**建议关注紫金矿业、洛阳钼业、山东黄金、招金黄金、紫金黄金国际。
- **稀土价格上涨，头部企业技术壁垒高，价格传导能力强。**建议关注北方稀土、盛和资源、中稀有色、中国稀土、金力永磁。

评级面临的主要风险

- 全球宏观经济下行风险，地缘政治或导致关键资源产区的地缘冲突、贸易政策变动或物流中断风险，以及下游需求结构性转换等风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
有色金属

证券分析师：王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

证券分析师：何贯嘉

guanjia.he@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300525040002

目录

1. 近期行业热点事件.....	5
1.1 8月通胀推升9月加息概率，金属定价或将阶段性承压.....	5
1.2 津巴布韦暂停锑钨出口，钨价中偏性锑价或获支撑.....	6
2. 有色金属行业上市公司公告.....	7
3. 行业高频动态数据跟踪.....	8
3.1 板块数据跟踪	8
3.2 贵金属数据跟踪.....	9
3.3 工业金属数据跟踪.....	10
3.4 稀土金属数据跟踪.....	15
4. 风险提示.....	17

图表目录

图表 1. FedWatch 美元加息概率	5
图表 2. 本周板块变动情况（申万一级行业分类）	8
图表 3. 有色金属板块细项本周变动情况	8
图表 4. 有色金属与万得全 A 走势	8
图表 5. 本周板块涨幅前十&后十个股	8
图表 6. 贵金属价格变动	9
图表 7. ETF 持仓贵金属	9
图表 8. 美债利率对比金价	9
图表 9. 美元指数对比金价	9
图表 10. 美国 CPI、PCE 对比金价	9
图表 11. 美国就业失业率	9
图表 12. COMEX 黄金、白银期货收盘价	9
图表 13. 金银比（金价/银价）	10
图表 14. 金油比（金价/油价）	10
图表 15. 基本金属价格变动	10
图表 16. 基本金属库存变动	10
图表 17. 全球矿山铜月产量（千吨）	11
图表 18. 全球原生精炼铜月产量（千吨）	11
图表 19. 全球再生精炼铜月产量（千吨）	11
图表 20. 国内电解铜产量统计	11
图表 21. 国内电解铜产能利用率	11
图表 22. LME 铜库存变化（吨）	11
图表 23. SHFE 铜库存变化（吨）	12
图表 24. LME+COMEX+SHFE 铜库存变化（吨）	12
图表 25. 1#电解铜升贴水中间价（元/吨）	12
图表 26. LME 铜升贴水（美元/吨）	12
图表 27. 铜矿加工费	12
图表 28. 铜精废价差	12
图表 29. 中国电解铝在产产能（万吨）	13
图表 30. 中国电解铝产量（万吨）	13
图表 31. 中国电解铝库存（万吨）	13
图表 32. LME+COMEX+SHFE 铝库存变化（吨）	13
图表 33. 中国原铝进出口数量（吨）	13
图表 34. 中国未锻轧铝及铝材进出口数量（吨）	13
图表 35. A00 铝升贴水中间价（元/吨）	14
图表 36. LME 铝升贴水（美元/吨）	14

图表 37. 四省铝土矿价格（元/吨）	14
图表 38. 四省氧化铝价格（元/吨）	14
图表 39. 稀土金属及其氧化物价格变动	15
图表 40. 稀土进口额（亿元）	16
图表 41. 稀土出口额（亿元）	16
图表 42. 稀土进口量（吨）	16
图表 43. 稀土出口量（吨）	16

1. 近期行业热点事件

1.1 8月通胀推升9月加息概率，金属定价或将阶段性承压

事件: 美国8月通胀数据出炉, 8月核心消费者价格指数同比增长2.4%, 预估为2.4%, 前值为2.5%; 8月核心CPI环比增长0.3%, 预估为0.2%; 美国8月CPI同比增长3.4%, 预估为3.4%, 前值为3.4%, 环比增长0.4%, 预期为0.4%。(来源: 财联社)

图表1. FedWatch 美元加息概率

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/9/16	12.7%	87.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
2026/10/28	6.5%	51.0%	42.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	2.3%	22.1%	48.0%	27.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	1.4%	14.4%	37.9%	35.6%	10.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.6%	6.8%	24.2%	36.9%	25.2%	6.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.4%	5.1%	19.4%	33.4%	28.5%	11.5%	1.7%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.3%	3.6%	14.9%	29.0%	30.0%	16.8%	4.8%	0.5%	0.0%
2027/7/28	0.3%	3.3%	13.7%	27.5%	29.9%	18.2%	6.1%	1.0%	0.1%
2027/9/15	0.2%	3.1%	13.1%	26.7%	29.7%	18.9%	6.8%	1.3%	0.1%
2027/10/27	0.2%	3.1%	13.1%	26.7%	29.7%	18.9%	6.8%	1.3%	0.1%
2027/12/8	0.5%	3.9%	14.2%	26.9%	28.9%	18.0%	6.4%	1.2%	0.1%

资料来源: CME, 中银证券

我们认为: 7月CPI环比微增0.1%, 8月CPI环比上涨0.4%, 中东冲突带来的能源价格高企贡献较大, 柴油等其他机动车燃料环比上升9.6%、8月同比大涨44%; 更值得警惕的是燃料价格影响仍在继续释放, 近几周伊朗冲突持续升级, 能源价格节节走高, 柴油价格已创下历史新高, AAA数据显示全美柴油均价涨至每加仑6.05美元、较去年的3.71美元上涨超60%, 而柴油是美国公路货运与铁路运输的动力来源, 其暴涨后企业必然通过提价对冲能源成本, 通胀压力将沿运输链条向全经济扩散。

剔除食品与能源后, 核心CPI环比上涨0.3%、高于市场预期的0.2%, 同比增长2.4%、较7月的2.5%小幅回落; 结构上航空票价环比上涨2.7%反映航煤成本抬升, 教育与通信服务价格稳步上行, 房租环比上涨0.2%、酒店客房价格反弹2.4%, 医疗成本有所缓和、机动车保险价格下跌0.8%, 呈现能源驱动向服务价格渗透、但尚未全面失控的特征。一个新的变量是AI产业扩张正在形成独立通胀源, 计算机软件及配件价格同比大涨25.4%、创有记录以来最大年度涨幅, 电脑与智能音箱价格同比上涨8.4%; 与此同时8月PPI环比上涨0.4%、同比高达5.4%, 部分分项还将计入美联储偏好的核心PCE, 华尔街目前预计8月核心PCE环比0.3%、同比约3.4%, 较7月的0.2%、3.3%进一步抬升, 卡森集团首席宏观策略师索努·瓦格塞“能源价格显然是一大难题, 核心PPI持续偏强说明通胀问题已扩散至更广领域”的判断正在兑现。通胀扩散证据把美联储推到了重启紧缩的边缘, 沃什上月已明确表示若无法确信通胀向2%回落则“还有工作要做”, 7月议息会议已有三名地区行长投下异议票主张加息, 此后又有三名美联储理事称若数据显示通胀未充分降温将在下周支持加息, CME美联储观察工具显示数据公布后9月加息概率最高触及90%, 美联储很可能时隔三年多再次开启紧缩周期。市场真正的焦点已从“加不加”转向“加几次”, IG高级技术分析师安吉琳·翁指出核心通胀小幅抬升令下周加息成为大概率, 关键在于美联储是否释放年内不止加息一次的信号; 历史规律并不支持一次性加息, 蒙特利尔银行资本市场美国利率策略主管伊恩·林根认为若本月加息25个基点, 10月和12月会议大概率继续同等幅度加息, 若这一路径落地, 实质上会完全抵消鲍威尔2025年实施的降息操作, 先锋领航资深美国经济学家乔希·赫特也认为三次加息作为研判起点相当合理, 市场预期区间从1次到6次均有分布。

对有色金属而言，这意味着板块定价正从 9 月加息博弈切换至加息周期重启与能源成本冲击带来的双重冲击，加息预期抬升美债收益率与实际利率，直接扩大黄金等零息资产的持有机会成本，在 9 月 16 日 FOMC 落地前贵金属大概率维持高位震荡消化甚至阶段性回调。柴油创历史新高、中东能源溢价对铝等高耗能品种及矿山采运成本形成实质性抬升，铜则在加息压制、关税抢运以及矿端扰动之间拉锯，Codelco、非美低库存等供给侧事实并未因通胀数据改变，决定了价格下行空间同样受限。鉴于市场对于 9 月加息定价已较充分，关注后续发布会连续加息表述以及随后核心 PCE 情况。

1.2 津巴布韦暂停锑钨出口，钨价中偏性锑价或获支撑

事件：津巴布韦矿业和矿业发展部发布指令，已暂停所有形式的锑和钨（含矿石及精矿）出口，直至另行通知，立即停止通过津巴布韦矿产销售公司（MMCZ）进行相关出口。指令未明确措施持续期限，也未对暂停生效前的现有库存、出口合同及在途运输安排作出说明，暂未获得 MMCZ 置评。津巴布韦官方海关数据显示，2024 年该国出口 162 吨锑矿石及精矿、主要流向中国和莫桑比克，2025 年中国自津巴布韦进口锑精矿 763 吨；部分市场参与者估计每月有 500 吨以上原产津巴布韦的锑矿经南非、莫桑比克区域贸易通道流动，但折算含锑量每年仅数百吨，远低于全球每年 8 万至 9 万吨的供应量。钨方面，中国 2025 年自津巴布韦进口钨精矿仅 60 吨，津巴布韦钨基本不进入西方加工商供应链。（来源：阿格斯金属）

我们认为：量级上，即使按市场参与者较高估计的每月 500 余吨贸易流折算，津巴布韦全年含锑量也仅数百吨，占全球 8 万至 9 万吨供应量不足 1%，且其中相当部分经南非、莫桑比克转口、口径与官方统计存在差异，钨精矿 60 吨的年进口量对中国乃至全球钨供应链更是微乎其微，不足以改变两种金属的全球平衡表，这与 2022 年津巴布韦锂禁令直接切断中国冶炼厂原料供应、重塑市场预期的量级完全不同。锑市场供给高度集中，库存体系薄弱，自 2024 年中国实施锑相关物项出口管制以来，海外锑价经历过大幅上升，中国以外加工商对任何边际原料扰动都高度敏感，若每月数百吨级的区域贸易流因禁令实际中断，或将直接收紧亚洲加工商本已紧张的原料端，在低弹性市场中价格对消息的反应会被放大，短期内对锑价尤其是海外锑价构成情绪与边际支撑。更值得重视的是政策指向：津巴布韦近年持续推行矿产品本地加工与选矿战略，且已具备生产纯度约 99.7% 金属锑锭的能力，本次禁令与印尼镍矿配额收紧、几内亚推动氧化铝本地化、非洲多国收紧原矿出口一脉相承，本质是资源国将附加值留在境内的全球趋势延续，后续若禁令演变为“禁矿石放锭”的结构性安排，影响的将是贸易形态而非绝对供应退出，因此则在途货物是否放行、既有合同是否豁免、锑锭是否被纳入限制、以及 MMCZ 的实际执行力度才是判断事件性质的关键。对中国企业而言，中国本身是全球最大的锑生产国和冶炼国，锑品定价主要由国内矿山供给、出口管制政策及军工/光伏（玻璃澄清剂、阻燃剂）需求主导，每年数百吨进口精矿的退出对国内供应实质影响有限，更多体现在全球锑价中枢的情绪联动上，钨端则基本无影响。综合判断，该事件不构成锑钨基本面的趋势性变量，短期或对锑价形成脉冲式支撑，对钨价近乎中性，后续需跟踪指令执行范围、在途货物处置及津巴布韦本地锑锭产能投放节奏，同时警惕资源民族主义向更多小金属品种扩散带来的供应风险溢价长期化。

2. 有色金属行业上市公司公告

【章源钨业】控股股东崇义章源投资控股有限公司计划自公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内（即 2026 年 10 月 8 日至 2027 年 1 月 7 日），通过集中竞价交易方式减持不超过 12,000,000 股公司股份，占总股本比例不超过 1%。减持原因为项目投资资金需要，股份来源为首次公开发行前取得的股份，减持价格将根据市场情况确定。

【中国铀业】中国铀业通过全资子公司中核海外有限公司，拟以增资方式收购 Bannerman Energy (UK) Limited（标的公司）45%股权，交易总对价不超过 3.22 亿美元，包括股权认购价款及股东贷款。交易结构设计为使双方股东在交割时提供的股东贷款金额与各自股权比例（45%:55%）完全一致。该交易已于 2026 年 2 月 11 日经第一届董事会第二十九次会议、2026 年 4 月 7 日经 2026 年第二次临时股东大会审议通过。

【大地熊】大地熊拟同比例增资参股公司合肥钢研，强化稀土永磁材料研发能力。本次增资为安徽大地熊新材料股份有限公司与钢铁研究总院有限公司、安泰科技股份有限公司对参股公司合肥钢研稀土永磁材料研究院有限公司的同比例货币增资，增资总额 3,500 万元，大地熊出资 1,400 万元，增资后合肥钢研注册资本由 500 万元增至 4,000 万元，各方持股比例维持不变（大地熊 40%、钢研总院 50%、安泰科技 10%）。

【湖南黄金】湖南黄金重大资产重组获湖南省国资委原则批复，原则同意公司非公开发行股票募集配套资金不超过 10.5 亿元。本次交易拟通过发行股份方式购买湖南黄金天岳矿业有限公司 100%股权及湖南中南黄金冶炼有限公司 100%股权，交易对方为湖南黄金集团有限责任公司和湖南天岳投资集团有限公司，募集配套资金对象为不超过 35 名符合中国证监会规定的特定投资者。本次交易预计构成重大资产重组和关联交易，但不构成重组上市。

【盛龙股份】公司拟使用全部超募资金 3,860.56 万元投入栾川龙兴新材料科技有限公司年产 20,000 吨高性能钼材料项目（一期），契合公司战略，有助于优化产品结构、对冲市场周期波动、提升资金使用效率，不影响原募投项目实施，未损害股东利益。

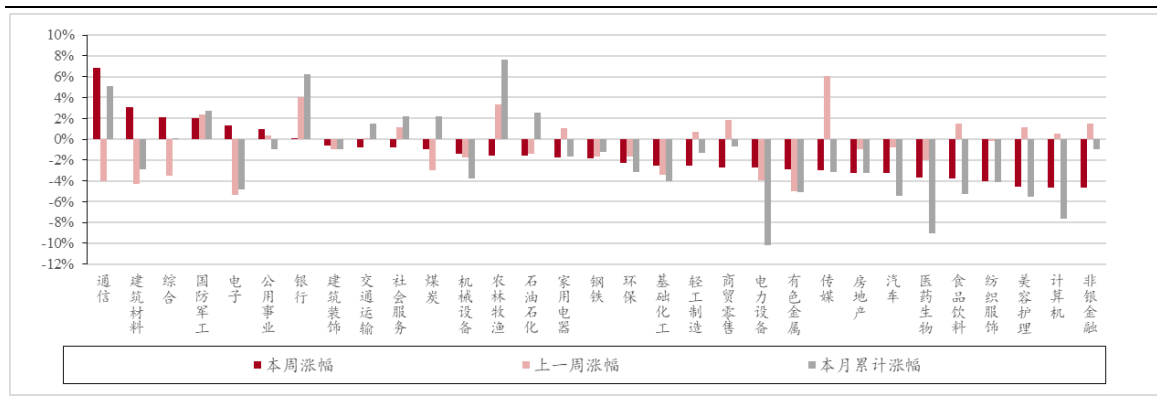
【华锡有色】公司因筹划重大合作事项，可能导致控制权发生变更，于 2026 年 9 月 14 日开市起停牌，预计停牌时间不超过 2 个交易日。该事项由间接控股股东广西关键金属产业发展集团有限公司转发广西壮族自治区国资委通知，涉及与中国五矿集团有限公司的潜在合作。

3. 行业高频动态数据跟踪

3.1 板块数据跟踪

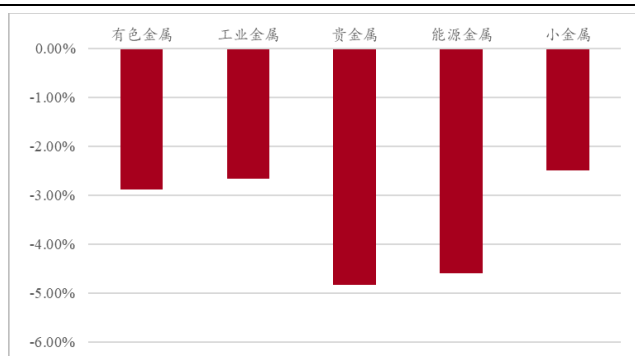
按申万一级行业分类标准，有色板块本周下跌 2.89%（上周下跌 5.01%）；有色板块涨跌幅由高到低排名 22/31，较上周排名上升 8 位。本周交易日 31 个申万行业指数共有 7 个行业板块实现上涨，其中通信行业涨幅 6.87%居首位。

图表2. 本周板块变动情况（申万一级行业分类）



资料来源：Wind，中银证券

图表3. 有色金属板块细项本周变动情况



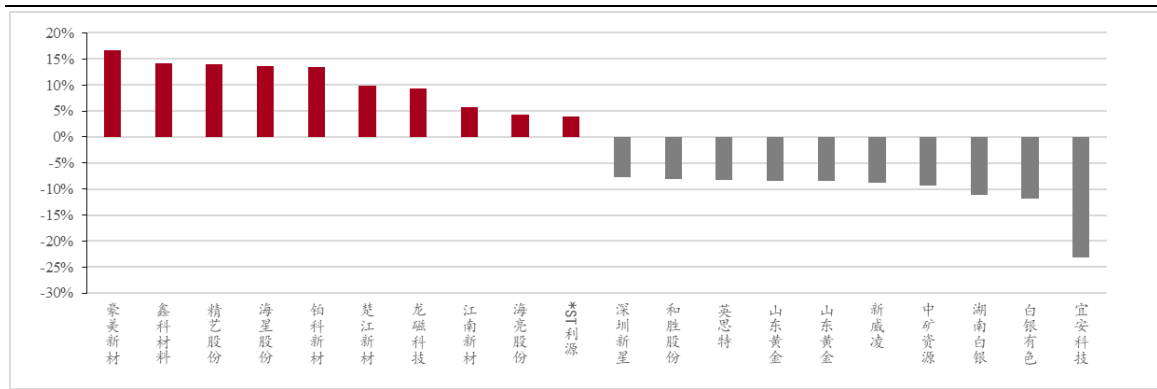
资料来源：Wind，中银证券

图表4. 有色金属与万得全 A 走势



资料来源：Wind，中银证券

图表5. 本周板块涨幅前十&后十个股



资料来源：Wind，中银证券

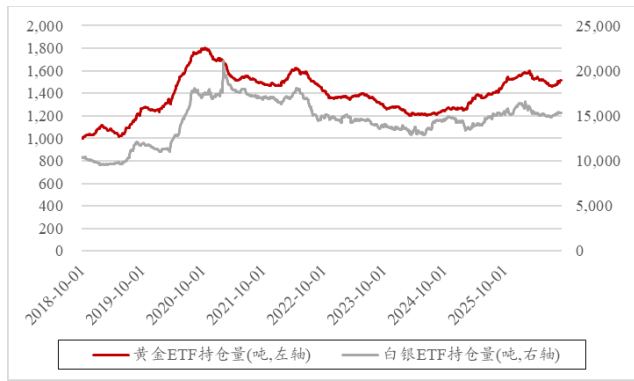
3.2 贵金属数据跟踪

图表6. 贵金属价格变动

名称	本周价格	周变化	周环比(%)	月环比(%)	年同比(%)
COMEX 黄金(美元/盎司)	4,390	(87)	(1.95)	(0.85)	19.51
SHFE 金(连三)(元/克)	942	(24)	(2.47)	(0.83)	13.40
COMEX 白银(美元/盎司)	65	(2)	(2.64)	0.27	54.68
SHFE 银(连三)(元/吨)	15,586	(664)	(4.09)	(1.03)	59.07

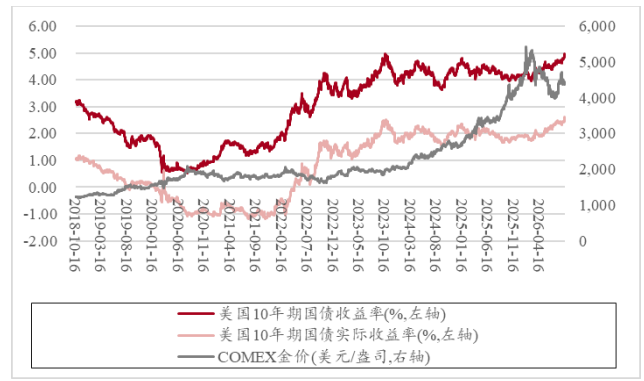
资料来源: Wind, 中银证券

图表7. ETF 持仓贵金属



资料来源: Wind, 中银证券

图表8. 美债利率对比金价



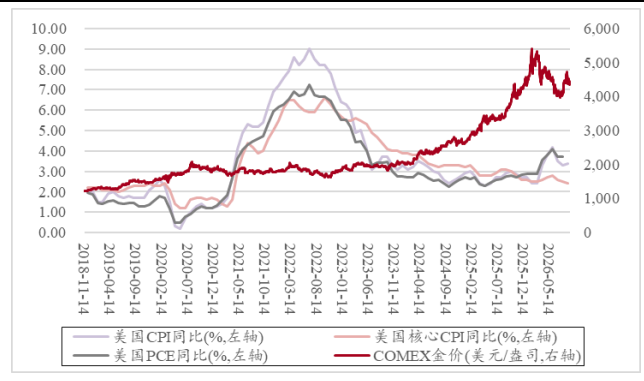
资料来源: Wind, 中银证券

图表9. 美元指数对比金价



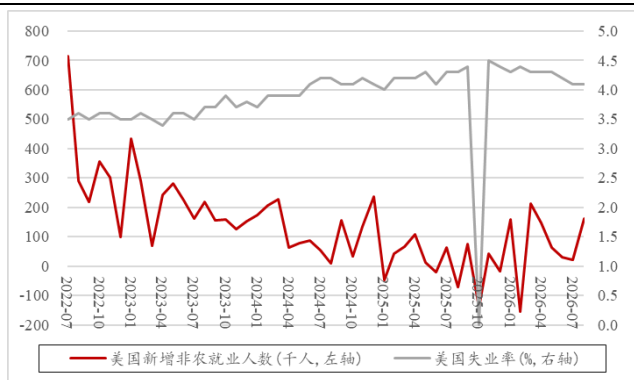
资料来源: Wind, 中银证券

图表10. 美国 CPI、PCE 对比金价



资料来源: Wind, 中银证券

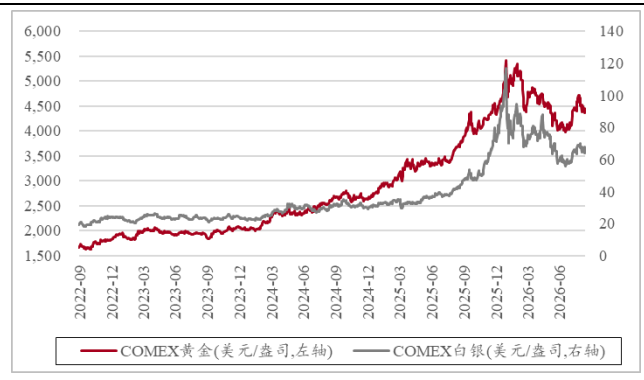
图表11. 美国就业失业率



资料来源: Wind, 中银证券

注: 由于美国政府停摆, 2025年10月失业率未采集

图表12. COMEX 黄金、白银期货收盘价



资料来源: Wind, 中银证券

图表13. 金银比（金价/银价）



资料来源：Wind，中银证券

图表14. 金油比（金价/油价）



资料来源：Wind，中银证券

3.3 工业金属数据跟踪

图表15. 基本金属价格变动

名称	本周价格	周变化	周环比(%)	月环比(%)	年同比(%)
LME 铜(美元/吨)	14,226	(153)	(1.06)	0.52	41.53
SHFE 铜(元/吨)	108,990	210	0.19	0.96	36.02
LME 铝(美元/吨)	3,257	(40)	(1.20)	(3.15)	21.56
SHFE 铝(元/吨)	24,235	(55)	(0.23)	(0.06)	15.87
LME 铅(美元/吨)	1,893	(14)	(0.73)	(0.55)	(5.21)
SHFE 铅(元/吨)	16,135	5	0.03	1.45	(4.53)
LME 锌(美元/吨)	3,864	(77)	(1.95)	3.45	32.99
SHFE 锌(元/吨)	26,805	60	0.22	4.44	20.47
LME 镍(美元/吨)	16,525	(310)	(1.84)	(1.75)	9.08
SHFE 镍(元/吨)	126,080	(1,700)	(1.33)	(2.47)	4.53
LME 锡(美元/吨)	53,200	(1,650)	(3.01)	(4.26)	53.31
SHFE 锡(元/吨)	410,290	(6,170)	(1.48)	(3.21)	51.25

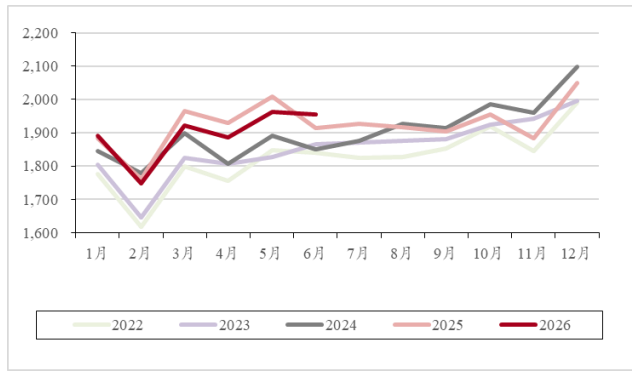
资料来源：Wind，中银证券

图表16. 基本金属库存变动

名称	库存量	周变化	周环比(%)	月环比(%)	年同比(%)
LME 铜库存(万吨)	23.45	0.03	0.13	9.29	52.08
SHFE 铜库存(万吨)	5.48	(0.82)	(13.05)	(21.87)	(33.07)
LME 铝库存(万吨)	24.41	(0.04)	(0.17)	(3.67)	(49.70)
SHFE 铝库存(万吨)	34.77	(1.70)	(4.67)	(20.21)	180.21
LME 铅库存(万吨)	38.00	(1.20)	(3.05)	(9.58)	63.36
SHFE 铅库存(万吨)	7.30	(0.09)	(1.17)	3.21	9.17
LME 锌库存(万吨)	10.96	(0.26)	(2.32)	12.88	116.44
SHFE 锌库存(万吨)	14.99	0.13	0.84	(1.15)	72.25
LME 镍库存(万吨)	27.43	0.36	1.31	3.62	22.93
SHFE 镍库存(万吨)	11.06	(0.08)	(0.76)	(2.38)	309.66
LME 锡库存(万吨)	0.52	(0.03)	(4.94)	(7.80)	118.03
SHFE 锡库存(万吨)	0.77	0.12	17.74	40.51	(1.56)

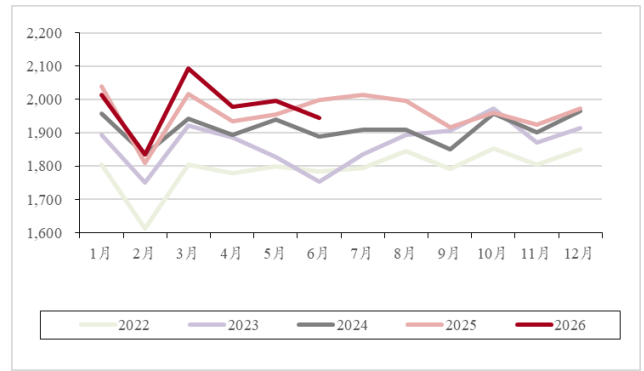
资料来源：Wind，中银证券

图表17. 全球矿山铜月产量（千吨）



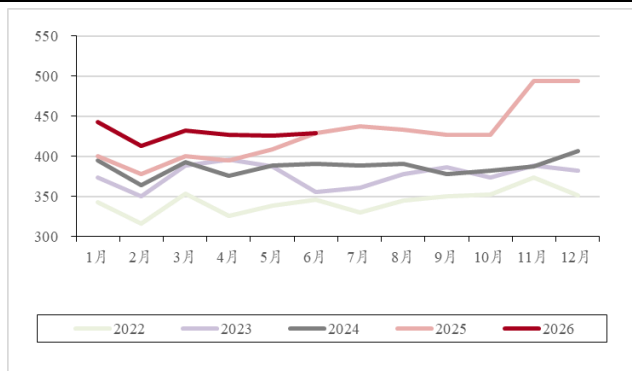
资料来源: Wind, 中银证券

图表18. 全球原生精炼铜月产量（千吨）



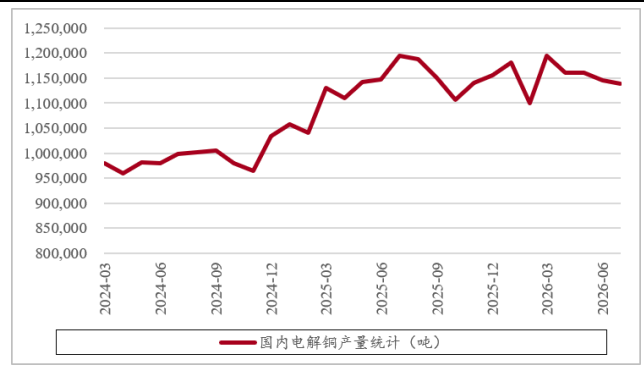
资料来源: Wind, 中银证券

图表19. 全球再生精炼铜月产量（千吨）



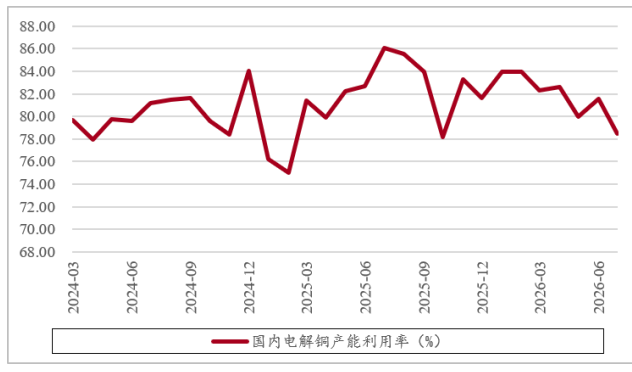
资料来源: Wind, 中银证券

图表20. 国内电解铜产量统计



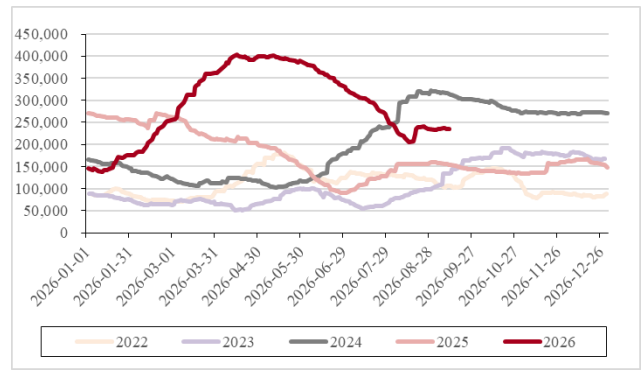
资料来源: Mysteel, 中银证券

图表21. 国内电解铜产能利用率



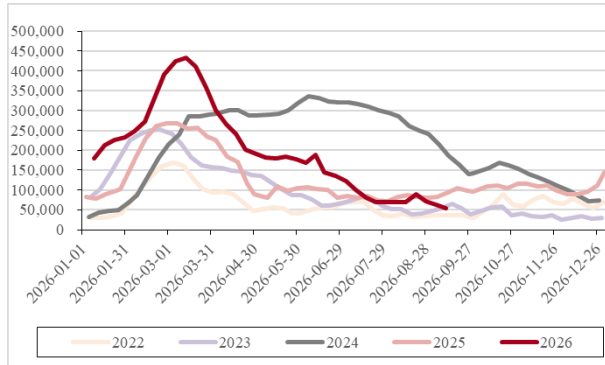
资料来源: Mysteel, 中银证券

图表22. LME 铜库存变化（吨）



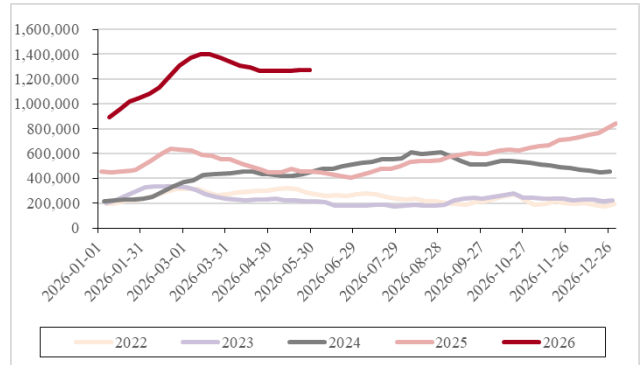
资料来源: Wind, 中银证券

图表23. SHFE 铜库存变化 (吨)



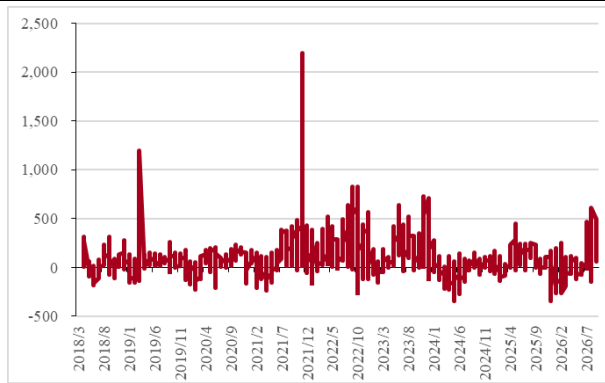
资料来源: Wind, 中银证券

图表24. LME+COMEX+SHFE 铜库存变化 (吨)



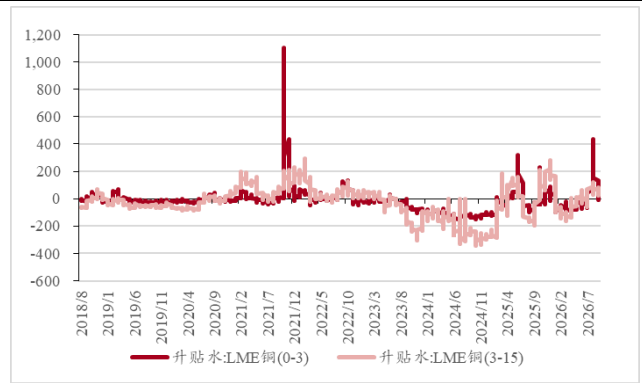
资料来源: Wind, 中银证券

图表25. 1#电解铜升贴水中间价 (元/吨)



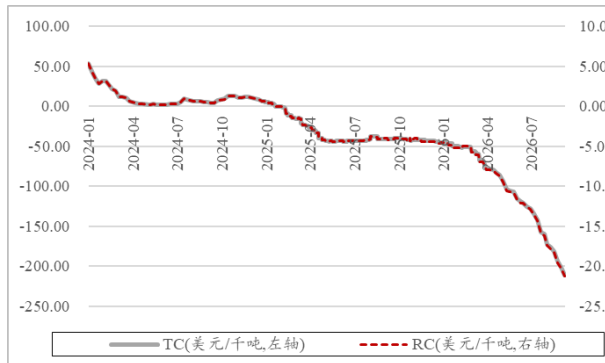
资料来源: Wind, 中银证券

图表26. LME 铜升贴水 (美元/吨)



资料来源: Wind, 中银证券

图表27. 铜矿加工费



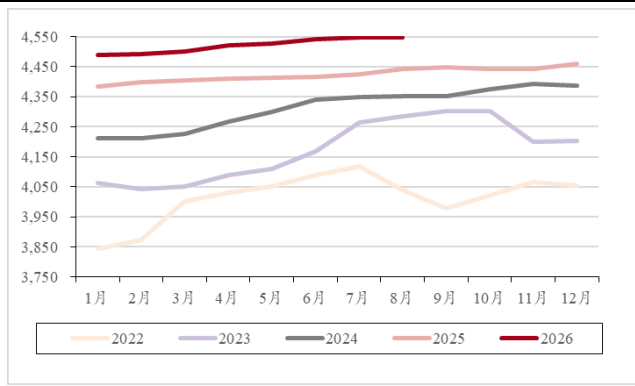
资料来源: Wind, 中银证券

图表28. 铜精废价差



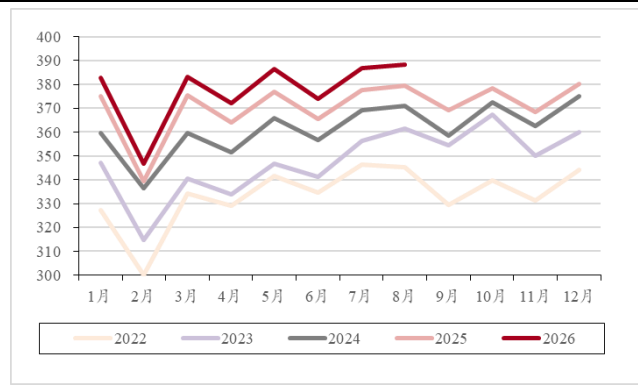
资料来源: Wind, 中银证券

图表29. 中国电解铝在产产能（万吨）



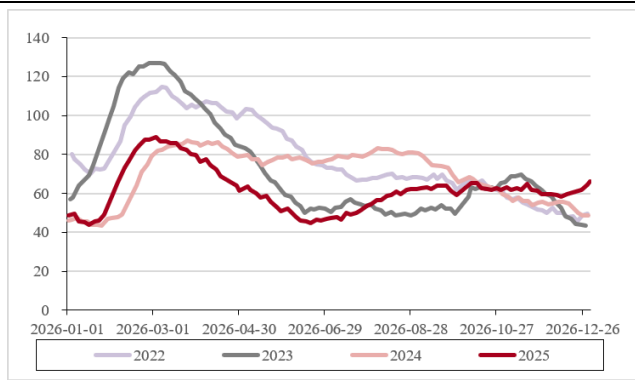
资料来源: Wind, 中银证券

图表30. 中国电解铝产量（万吨）



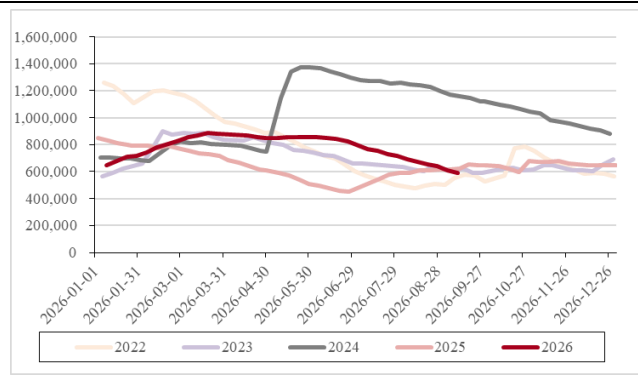
资料来源: Wind, 中银证券

图表31. 中国电解铝库存（万吨）



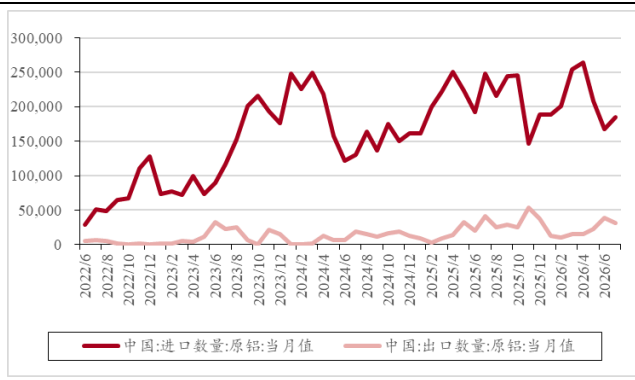
资料来源: Wind, 中银证券

图表32. LME+COMEX+SHFE 铝库存变化（吨）



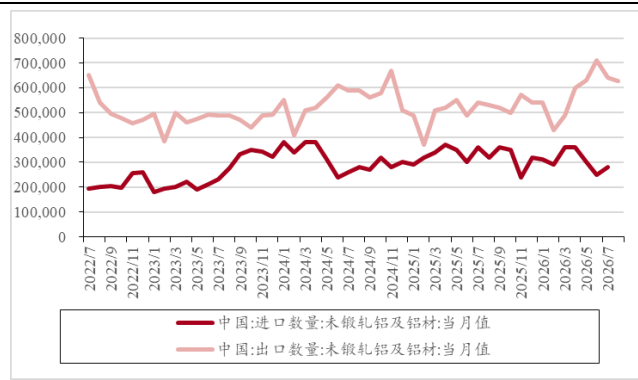
资料来源: Wind, 中银证券

图表33. 中国原铝进出口数量（吨）



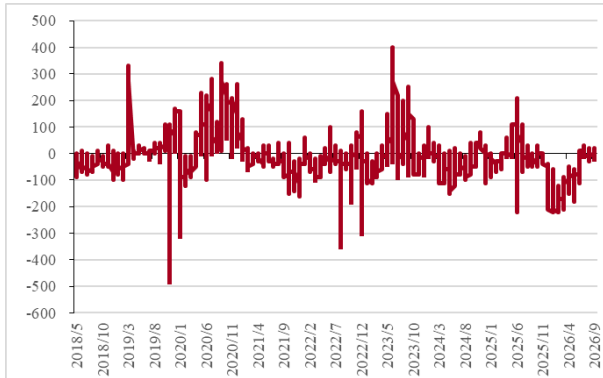
资料来源: Wind, 中银证券

图表34. 中国未锻轧铝及铝材进出口数量（吨）



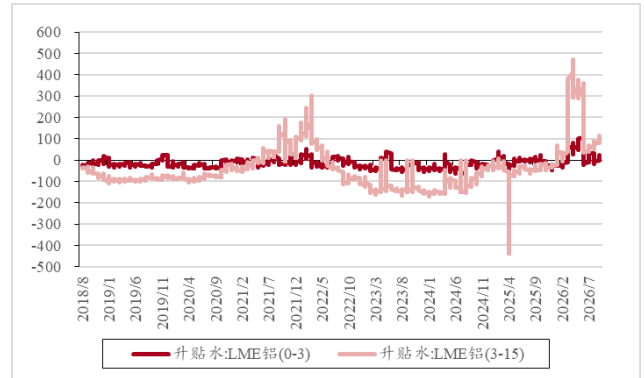
资料来源: Wind, 中银证券

图表35. A00 铝升贴水中间价 (元/吨)



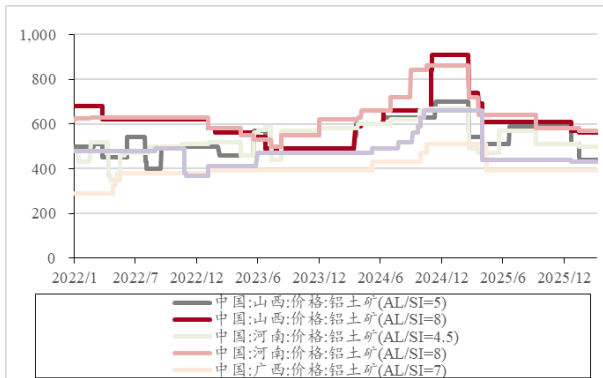
资料来源: Wind, 中银证券

图表36. LME 铝升贴水 (美元/吨)



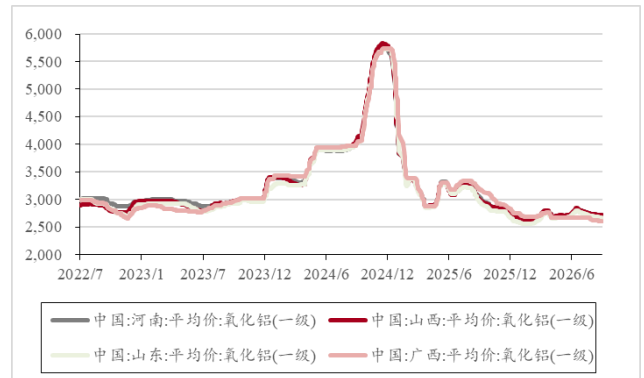
资料来源: Wind, 中银证券

图表37. 四省铝土矿价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中银证券

图表38. 四省氧化铝价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中银证券

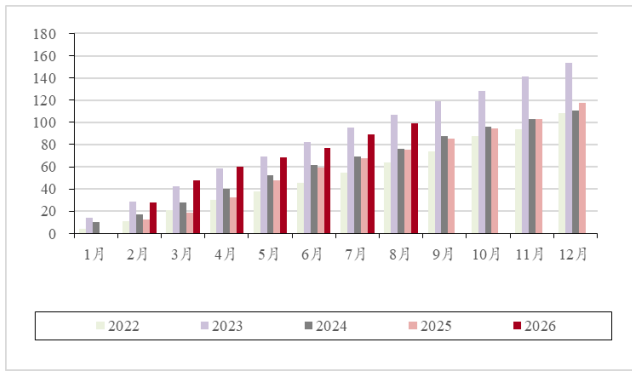
3.4 稀土金属数据跟踪

图表39. 稀土金属及其氧化物价格变动

产品名称	产品规格	本周价格 (万元/吨)	周变化 (万元/吨)	周同比 (%)	月同比 (%)	年同比 (%)
氧化镨钕	Pr6O11+Nd2O3/TREO≥99%, Nd2O3/TREO≥75%	73.00	(0.45)	(0.61)	1.08	30.15
金属镨钕	TREM≥99%, Pr≥20%-25%, Nd≥75%-80%	88.41	(0.30)	(0.34)	0.69	26.86
金属钕	Nd/TREM≥99.9%	95.40	(0.57)	(0.59)	(0.42)	20.76
氧化镱	Dy2O3/TREO≥99.5%	143.56	(0.58)	(0.40)	3.93	(11.51)
氧化铥	Tb4O7/TREO≥99.99%	666.56	(6.44)	(0.96)	0.81	(7.24)
氧化镧	TREO≥97.5%, La2O3/REO≥99.99%	0.60	0.00	0.00	0.00	30.43
氧化铈	TREO≥99%, CeO2/REO≥99.95%	1.42	0.02	1.43	(3.40)	30.28
氧化镧铈	TREO≥99%, La2O3/REO:35%±2, CeO2/REO 65%±2	0.62	0.00	0.00	0.00	44.19
金属铈	TREM≥99%, Ce/TREM≥99%, C≤0.05%	2.86	(0.02)	(0.69)	(3.05)	(1.04)
金属镧	TREO≥99%, La/TREM≥99%, C≤0.05%	2.12	0.00	0.00	(0.47)	9.28
金属镧铈	TREO≥99%, La/TREM:35%±2, Ce/TREM:65%±2, Fe≤0.5%, C≤0.05%	2.03	(0.04)	(1.93)	(2.87)	17.34
碳酸镧 (折佰)	TREO≥45%, La2O3/REO≥99.99%	0.39	0.00	0.00	0.00	62.50
碳酸铈 (折佰)	TREO≥45%, CeO2/REO≥99.95%	1.32	0.00	0.00	(2.94)	34.69
碳酸镧铈 (实物)	TREO≥45%, La2O3/REO:33-37, CeO2/REO:63-68%	0.23	0.00	0.43	0.00	95.00
氧化镨	TREO≥99%, Pr6O11/TREO:99.0%-99.9%	77.28	(0.32)	(0.41)	(0.39)	20.75
氧化钕	TREO≥99%, Nd2O3/TREO:99.0%-99.9%	76.75	(0.42)	(0.54)	(0.61)	22.80
氧化镱	Lu2O3/TREO≥99.5%	505.00	0.00	0.00	0.00	-
氧化铕	TREO≥99%, Eu2O3/REO≥99.99%	17.00	0.00	0.00	(1.45)	3.79
氧化钆	Gd2O3/TREO≥99.5%	19.31	(0.27)	(1.38)	(0.97)	10.15
氧化钐	Sm2O3/TREO≥99.5%	1.64	0.00	0.00	0.00	7.89
氧化铒	Er2O3/TREO≥99%	67.25	1.87	2.86	7.53	98.26
氧化铥	Ho2O3/TREO≥99.5%	64.79	0.62	0.97	9.29	16.17
氧化钇	Y2O3/TREO≥99.99%	5.96	0.00	0.00	(1.81)	19.20
钆铁	TREM≥99%, Gd≥75%	18.65	(0.13)	(0.69)	(2.00)	-

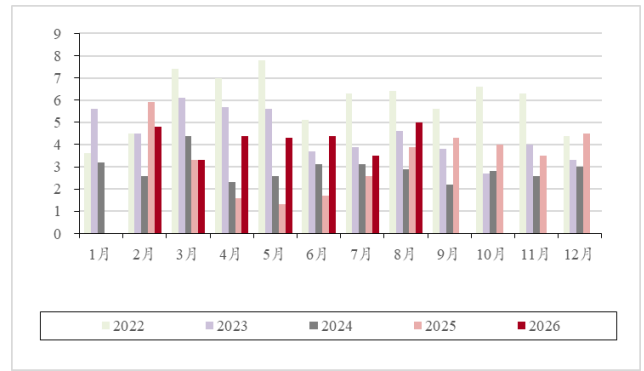
资料来源：包头稀土产品交易所，中银证券

图表40. 稀土进口额（亿元）



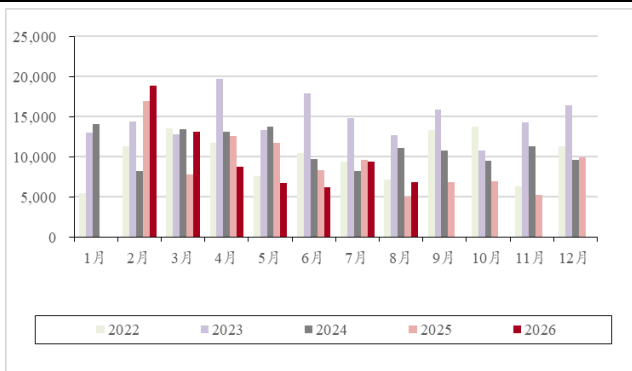
资料来源：包头稀土产品交易所，中银证券

图表41. 稀土出口额（亿元）



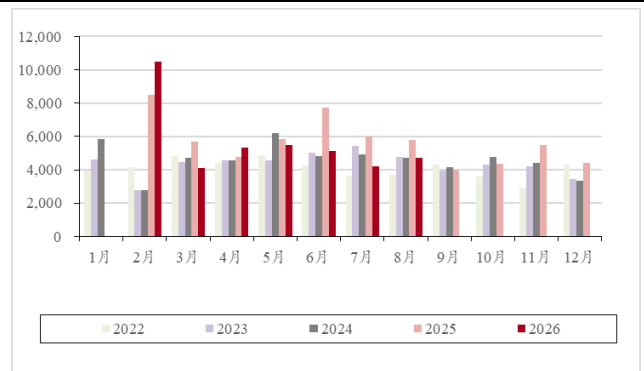
资料来源：包头稀土产品交易所，中银证券

图表42. 稀土进口量（吨）



资料来源：包头稀土产品交易所，中银证券

图表43. 稀土出口量（吨）



资料来源：包头稀土产品交易所，中银证券

4. 风险提示

全球宏观经济下行风险。全球经济增长放缓或主要经济体货币政策超预期紧缩，可能显著抑制有色金属的工业与投资需求，导致金属价格承压下行，对行业整体盈利构成压力。

地缘政治与供应链安全风险。关键资源产区的地缘冲突、贸易政策变动或物流中断，可能加剧原材料的供应紧张，推高生产成本，并干扰全球供应链的稳定运行。

下游需求结构性转换风险。传统领域需求疲弱若未能被新能源等新兴需求完全对冲，将导致供需失衡。同时，技术替代的加速或产业化不及预期，可能对特定金属的长期需求结构产生深远影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371