

强于大市

有色金属行业周报

美联储鹰派发声叠加 AI 叙事退潮，金属价格全线下挫

美联储理事沃勒 11 月 18 日称若不释放明年 1 月继续加息信号，就应在 12 月一次加息 50 个基点，巴尔、卡什卡利同日接续放鹰，叠加美国 10 月 PPI 同比升至 6.5%，夯实 12 月加息预期并抬升利率终点，我们认为美元指数维持去年 4 月以来高位、实际利率走强将持续压制贵金属及工业金属金融属性。英伟达董事会否决黄仁勋复职、临时 CEO 收紧数据中心融资担保，引发算力资本开支见顶担忧，我们认为事件核心是 AI 需求叙事遭遇阶段性证伪压力，经风险偏好与需求预期两渠道拖累铜锡等品种，但属金融属性和情绪驱动的冲击，矿端供给硬约束并未改变，不能线性推断趋势反转；铜还叠加 232 关税下近百万吨交易所库存集中美国、中国库存降至近三年低位的地域错配，美国保税库存回流正成为边际再平衡变量。

本周贵金属内外盘暴跌，SHFE 金、银分别周跌 8.64%、16.25%，COMEX 金、银分别跌 8.97%、15.43%，现货金跌破 3600 美元；工业金属全线重挫，SHFE 铜暴跌 12.13%、锡跌 9.89%，LME 锡、铜分别跌 12.21%、8.90%；库存端 SHFE 铜转为累积 11.59%至 3.1 万吨，SHFE 锡、锌、铝分别去化 16.07%、7.40%、7.34%，LME 铅去化 7.70%。

支撑评级的要点

- **美联储理事沃勒放鹰,强美元压制金属金融属性。**11 月 18 日,美联储理事沃勒称若不明确释放明年 1 月继续加息的信号,就应在 12 月一次加息 50 个基点“给人们一点震撼”,同日理事巴尔、明尼阿波利斯联储主席卡什卡利接续释放鹰派信号,强化进一步收紧货币政策的预期。受此推动,美元指数维持去年 4 月以来高位，现货黄金盘中触及 3750 美元/盘司，日内跌幅一度超过 2.5%。现货白银一度大跌 4%，进一步逼近 45 美元/盘司。现货铂金跌幅一度扩大至 5%。三位官员接连放鹰叠加美国 10 月 PPI 同比升至 6.5%,夯实 12 月加息预期并抬升利率终点,实际利率与美元走强压制贵金属及工业金属的金融属性。
- **英伟达治理风波叠加算力资本开支见顶担忧，风险偏好回落拖累 AI 金属。**英伟达董事会在财报会上明确否决联合创始人黄仁勋复职，对冲基金大佬阿克曼公开批评其错上加错、违背受托责任，黄仁勋本人则称“若获邀约乐意回归”，市场同时关注合计持股 15%股东可提议召开临时股东大会的章程条款；临时 CEO 克雷斯收紧数据中心融资担保、建设期间不提供且延期即失效，引发市场对算力资本开支见顶的广泛担忧，铜、锡等相关有色品种价格大幅下行。这条事件的核心不是个股治理本身，而是 AI 需求叙事遭遇阶段性证伪压力，经由风险偏好与需求预期两个渠道向工业金属传导，属金融属性和情绪驱动的冲击，铜锡各自的矿端供给硬约束并未因此改变，不能据一次回调线性推断趋势反转；其中铜还叠加 232 关税下近百万吨级交易所库存异常集中于美国、而中国库存降至近三年低位的地域错配，随着套利降温与进口窗口打开，美国保税库存回流正成为值得跟踪的边际再平衡变量。

高频数据

- **加息预期压制贵金属价格，金银内外盘共振下跌。**截至本周五，SHFE 金、SHFE 银收盘价分别为 766 元/克、10,038 元/吨，较上周变化-8.64%、-16.25%；COMEX 黄金、COMEX 白银收盘价分别为 3,539 美元/盘司、41 美元/盘司，较上周变化-8.97%、-15.43%。
- **工业金属全线下跌，沪铜库存转为累积。**截至本周五，SHFE 铜、SHFE 铝、SHFE 铅、SHFE 锌、SHFE 镍、SHFE 锡收盘价分别为 92,400 元/吨、21,535 元/吨、15,510 元/吨、23,930 元/吨、117,160 元/吨、319,000 元/吨，较上周变化-12.13%、-4.75%、-1.46%、-4.16%、-4.10%、-9.89%；LME 铜、LME 铝、LME 铅、LME 锌、LME 镍、LME 锡收盘价分别为 12,163 美元/吨、2,847 美元/吨、1,842 美元/吨、3,493 美元/吨、15,375 美元/吨、41,000 美元/吨，较上周变化-8.90%、-5.70%、-2.75%、-5.90%、-3.33%、-12.21%。
  截至本周五，SHFE 铜、SHFE 铝、SHFE 铅、SHFE 锌、SHFE 镍、SHFE 锡库存分别为 3.1 万吨、11.9 万吨、0.9 万吨、11.1 万吨、10.5 万吨、0.4 万吨，较上周变化 11.59%、-7.34%、-2.05%、-7.40%、-1.05%、-16.07%；LME 铜、LME 铝、LME 铅、LME 锌、LME 镍、LME 锡库存分别为 33.2 万吨、22.4 万吨、26.2 万吨、14.6 万吨、27.5 万吨、0.4 万吨，较上周变化 0.89%、-0.28%、-7.70%、2.14%、0.90%、-0.53%。

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、华钰矿业。
- **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，待通胀逐步消退美国或重启降息。**建议关注中国黄金、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 美联储理事沃勒放鹰,强美元压制金属金融属性 5
1.2 英伟达治理风波叠加算力资本开支见顶担忧，风险偏好回落拖累 AI 金属 5

2. 行业高频动态数据跟踪 7

2.1 板块数据跟踪 7
2.2 贵金属数据跟踪 8
2.3 工业金属数据跟踪 9
2.4 稀土金属数据跟踪 14

3. 风险提示 16

图表目录

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

图表 37. 四省铝土矿价格（元/吨）.....13
图表 38. 四省氧化铝价格（元/吨）.....13
图表 39. 稀土金属及其氧化物价格变动.....14
图表 40. 稀土进口额（亿元）.....15
图表 41. 稀土出口额（亿元）.....15
图表 42. 稀土进口量（吨）.....15
图表 43. 稀土出口量（吨）.....15

1. 近期行业热点事件

1.1 美联储理事沃勒放鹰,强美元压制金属金融属性

事件：11 月 18 日美联储理事沃勒称 12 月或需一次加息 50 个基点“给人们一点震撼”，并给出 12 月加 25 个基点与明确 1 月继续加息指引的替代方案；同日理事巴尔称若经济走势符合预期“有必要进一步加息”，卡什卡利亦称联储尚未达成稳定通胀目标、必须稳住通胀预期。（来源：财联社、金十新媒体）

图表1. FedWatch 美联储加息概率

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/12/9	0.0%	11.4%	88.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	4.9%	44.3%	50.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	2.6%	25.8%	47.8%	23.8%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	2.1%	21.8%	44.0%	27.9%	4.1%	0.0%
2027/6/9	0.0%	1.7%	17.9%	39.6%	31.1%	8.8%	0.8%
2027/7/28	0.0%	1.7%	17.6%	39.1%	31.3%	9.3%	1.0%
2027/9/15	0.0%	1.6%	17.3%	38.7%	31.5%	9.7%	1.2%
2027/11/17	0.3%	4.5%	21.2%	37.4%	27.5%	8.2%	0.9%

资料来源：CME，中银证券

我们认为：美联储已于 9 月实施三年多以来首次加息，沃勒主张首先撤回去年三次、每次 25 个基点的“保险式降息”，为压低通胀最终可能还需更多紧缩；本次的新增量在于鹰派已从沃勒的个人表态扩展为巴尔、卡什卡利的集体呼应。巴尔明确“有必要进一步加息”，卡什卡利把高通胀归因于一连串供给冲击叠加超预期的旺盛需求、强调必须稳住通胀预期，说明联储内部对通胀扩散的担忧正在升温。地缘端，特朗普同日就伊朗表示不会仓促作决定，要看看新年之后局势如何发展，阿克西奥斯分析其意在为海上封锁与经济施压留出见效时间、并在民主党掌控的新一届国会履职前保留军事行动窗口，内塔尼亚胡则持续施压、白宫已要求五角大楼和情报部门评估伊朗对各打击方案的反应。结合上周美国 10 月 PPI 同比升至 6.5%，12 月 9 日 FOMC 加息已被充分定价，分歧只在 25 个基点还是 50 个基点、以及利率终点被抬到多高；名义利率上行而通胀预期调整滞后，实际利率与持有黄金的机会成本同步抬升，叠加强美元，贵金属首当其冲承压，黄金跌破 3600 美元。

若特朗普选择继续等待、封锁施压奏效而局势缓和，能源与通胀压力有望回落，加息预期存在重新定价空间，金属的宏观压制才会实质缓解。金融属性层面，美元与实际利率走高压制远期现金流贴现和风险偏好，是内外盘基本金属共同的宏观逆风；商品属性层面，各品种仍有供给侧缓冲，宏观利空在低库存、供给弹性受限状态下或表现为高波动。50 个基点目前仍主要是沃勒的主张、并非联储共识，他本人也给出了 25 个基点的替代方案，12 月 9 日 FOMC 前还有 11 月 CPI、PCE 等数据反复修正定价，后续跟踪 11 月 CPI 与 PCE 数据，12 月 9 日 FOMC 决议，以及美伊局势与油价及霍尔木兹海峡通航等。

1.2 英伟达治理风波叠加算力资本开支见顶担忧，风险偏好回落拖累 AI 金属

事件：上周黄仁勋宣布辞去英伟达 CEO 职位，本周英伟达董事会在财报会上明确否决黄仁勋复职。临时 CEO 克雷斯表示将严格审视融资支持，数据中心担保仅在设施就绪后启动、建设期间不提供，若数据中心建设延期担保将不复存在。（来源：财联社、极目新闻）

我们认为：黄仁勋卸任不足一周、董事会排除其复职、阿克曼等大佬公开施压并援引 15%临时股东大会条款（黄仁勋本人持股 3.8%，若联合其他股东与员工持股，理论上存在凑齐门槛、推动召开临时股东大会的空间），治理不确定性本身已在压制市场对这家 AI 龙头的信心；真正对有色产生外溢的是后半段，克雷斯“建设期间不提供担保、延期即失效”的表述被市场解读为 AI 算力投资从激进扩张转向审慎，直接触发对算力资本开支见顶的担忧。两条线索叠加，引发算力资本开支见顶担忧，

费城半导体指数下行、科技股遭抛售。有色的传导沿风险偏好与 AI 需求预期两条渠道展开，铜、锡是过去两年 AI 需求叙事中弹性预期最强的品种。铜对应 AI 数据中心的电力基建，锡对应服务器、AI 芯片封装和 PCB 焊接，当市场开始怀疑算力资本开支的持续性，首先被重新定价的就是这部分远期需求溢价，铜、锡因其需求预期和金融属性在风险偏好回落中下跌。

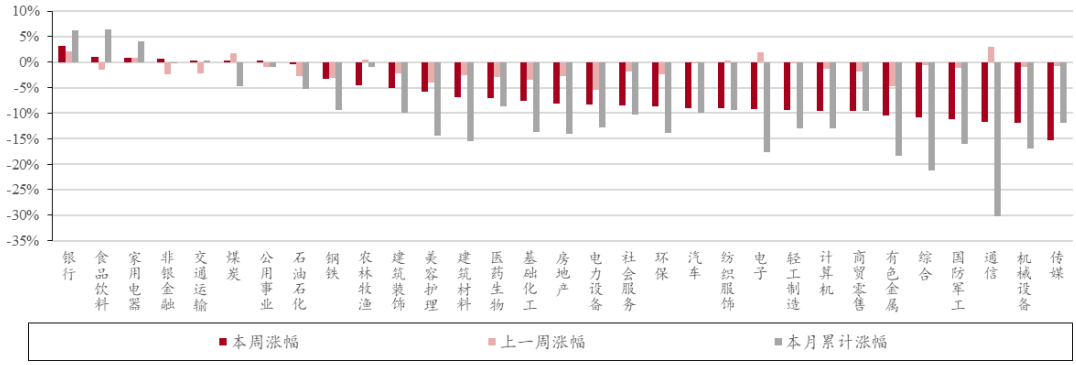
今年以来 232 铜关税预期驱动的套利交易把大量精炼铜吸入美国，形成显性库存的极端地域集中，美国 LME 仓库铜库存占全球 LME 有效仓单近四分之三。11 月驱动铜流向美国的单向套利开始降温，11 月 9 日 LME 现货对 COMEX 现货已转为 LME 升水约 34.16 美元/吨、围绕平价波动，三月期价差虽仍偏向 COMEX 约 140.84 美元/吨但较早前明显收窄，境外买铜运美并按 COMEX 高价获利的无风险路径基本消失；其次，美国中期选举民主党胜出降低了进一步加征关税的预期、削弱继续抢运的动力，但 232 条款权限仍掌握在总统手中，贸易商不愿完全解除关税头寸，于是越来越多铜沉淀在可设于保税区、尚未正式进口的美国 LME 仓库，形成一批既可留美也可外运的双向灵活库存；其三，承接端正在中国显现，截至 11 月 13 日 SHFE 铜库存周度减少至 27,642 吨，为近三年来最低水平，11 月合约 11 月 16 日盘中一度涨停、最高触及 118,060 元/吨的历史纪录，近月对次月价差一度扩至超 10,000 元/吨，极端近月升水叠加创纪录负加工费、冶炼检修与废铜替代，凸显国内现货偏紧，而 11 月 17 日进口套利空间已升至超 5,000 元/吨、一周翻倍有余，上海到岸 A 级铜溢价走高至 250-350 美元/吨，并有 LME 注册阴极铜按约 300 美元/吨到岸溢价成交、接近美中估算运费，美国保税库存回流中国在经济上已具备可行性，一旦亚洲溢价持续覆盖跨太平洋运费，贸易流再平衡就能补充国内供应，从而在价格下方提供现货与物流层面的缓冲。锡并没有同等体量的显性库存可调用，其价格仍更多由矿端紧缺和下游消费电子需求决定。

2. 行业高频动态数据跟踪

2.1 板块数据跟踪

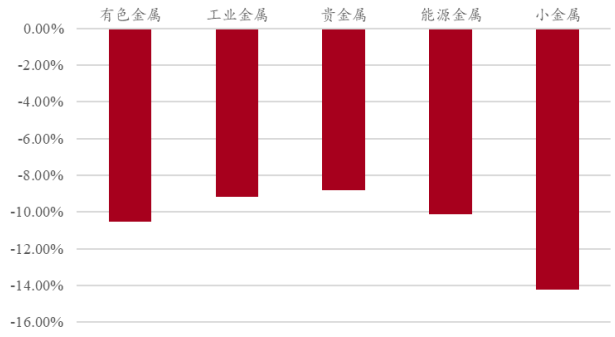
按申万一级行业分类标准，有色板块本周下跌 10.52%（上周下跌 4.77%）；有色板块涨跌幅由高到低排名 26/31，较上周排名上升 4 位。本周交易日 31 个申万行业指数共有 7 个行业板块实现上涨，其中银行行业涨幅 3.16%居首位。

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



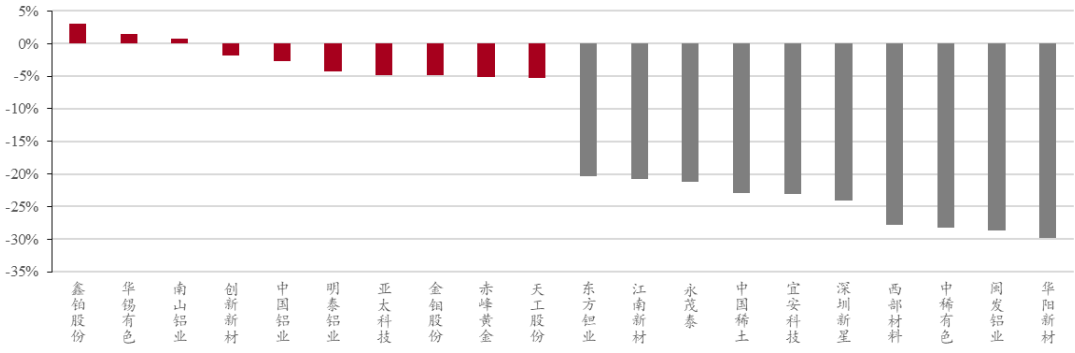
资料来源：Wind，中银证券

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

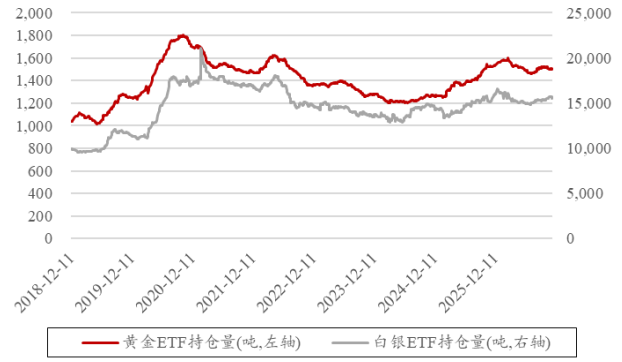
2.2 贵金属数据跟踪

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)	3,539	(349)	(8.97)	(14.57)	(13.19)
SHFE 金(连三)(元/克)	766	(73)	(8.64)	(14.08)	(17.81)
COMEX 白银(美元/盎司)	41	(8)	(15.43)	(29.24)	(18.37)
SHFE 银(连三)(元/吨)	10,038	(1,947)	(16.25)	(28.13)	(16.70)

资料来源：Wind，中银证券

图表7. ETF 持仓贵金属



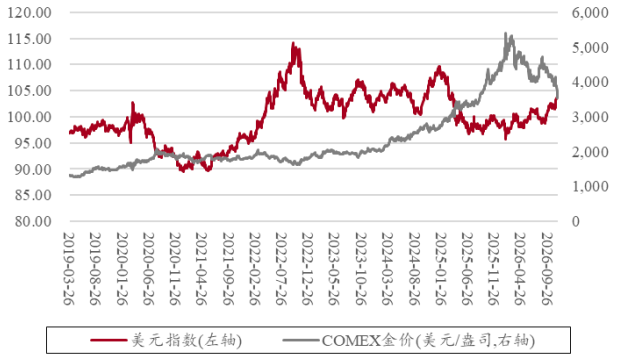
资料来源：Wind，中银证券

图表8. 美债利率对比金价



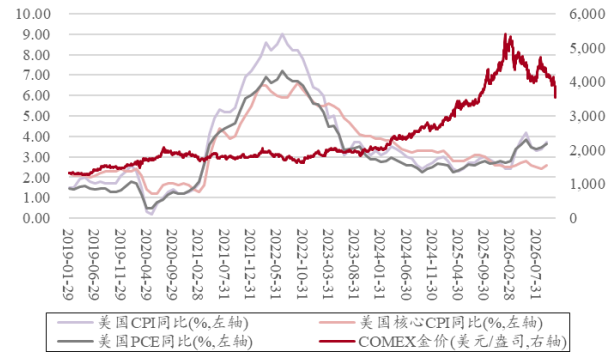
资料来源：Wind，中银证券

图表9. 美元指数对比金价



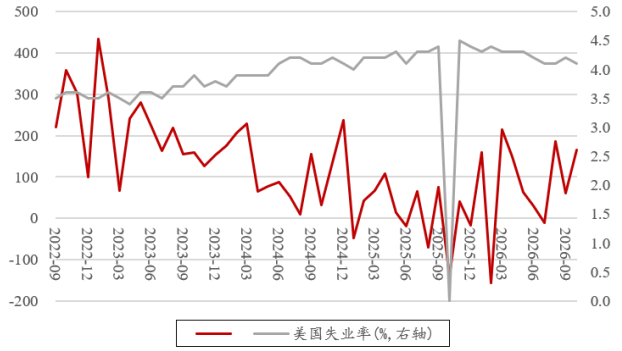
资料来源：Wind，中银证券

图表10. 美国 CPI、PCE 对比金价



资料来源：Wind，中银证券

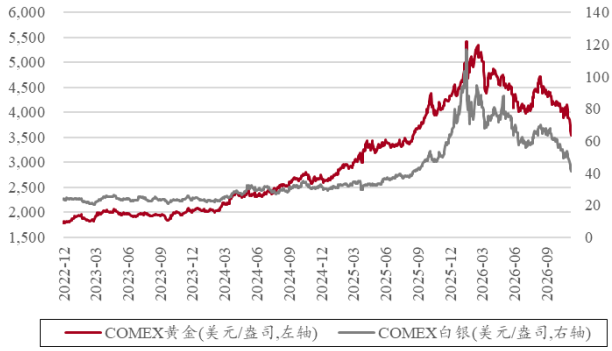
图表11. 美国就业失业率



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

2.3 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)	12,163	(1,189)	(8.90)	(15.87)	13.82
SHFE 铜(元/吨)	92,400	(12,750)	(12.13)	(15.65)	7.28
LME 铝(美元/吨)	2,847	(172)	(5.70)	(5.95)	1.44
SHFE 铝(元/吨)	21,535	(1,075)	(4.75)	(7.61)	0.02
LME 铅(美元/吨)	1,842	(52)	(2.75)	(2.98)	(8.15)
SHFE 铅(元/吨)	15,510	(230)	(1.46)	(4.02)	(9.93)
LME 锌(美元/吨)	3,493	(219)	(5.90)	(6.63)	16.30
SHFE 锌(元/吨)	23,930	(1,040)	(4.16)	(6.52)	6.93
LME 镍(美元/吨)	15,375	(530)	(3.33)	(2.78)	6.36
SHFE 镍(元/吨)	117,160	(5,010)	(4.10)	(0.48)	1.54
LME 锡(美元/吨)	41,000	(5,700)	(12.21)	(20.47)	10.71
SHFE 锡(元/吨)	319,000	(35,000)	(9.89)	(16.62)	9.24

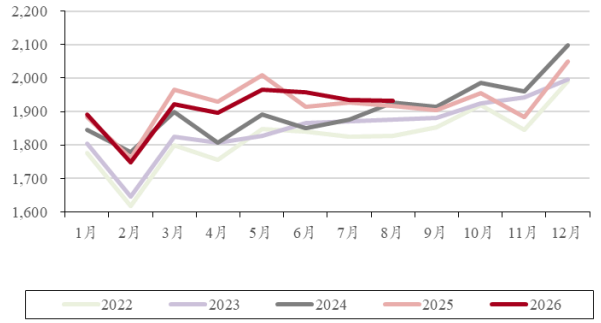
资料来源：Wind，中银证券

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)	33.20	0.29	0.89	42.01	110.24
SHFE 铜库存(万吨)	3.08	0.32	11.59	(58.29)	(71.81)
LME 铝库存(万吨)	22.35	(0.06)	(0.28)	(5.38)	(58.92)
SHFE 铝库存(万吨)	11.92	(0.95)	(7.34)	(49.69)	3.76
LME 铅库存(万吨)	26.15	(2.18)	(7.70)	(21.75)	(1.18)
SHFE 铅库存(万吨)	0.93	(0.02)	(2.05)	(81.67)	(78.34)
LME 锌库存(万吨)	14.57	0.31	2.14	(12.42)	216.17
SHFE 锌库存(万吨)	11.13	(0.89)	(7.40)	(22.73)	10.29
LME 镍库存(万吨)	27.52	0.25	0.90	(2.02)	8.27
SHFE 镍库存(万吨)	10.52	(0.11)	(1.05)	(1.32)	159.39
LME 锡库存(万吨)	0.37	(0.00)	(0.53)	(7.81)	21.37
SHFE 锡库存(万吨)	0.36	(0.07)	(16.07)	(38.94)	(42.41)

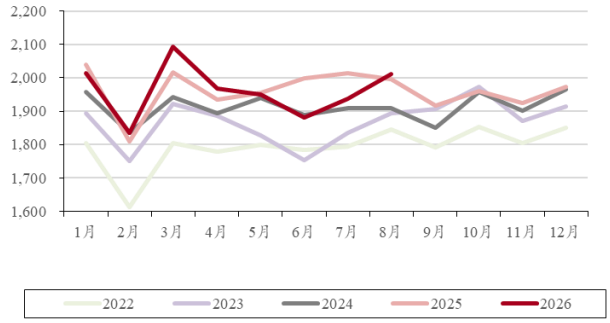
资料来源：Wind，中银证券

图表17. 全球矿山铜月产量（千吨）



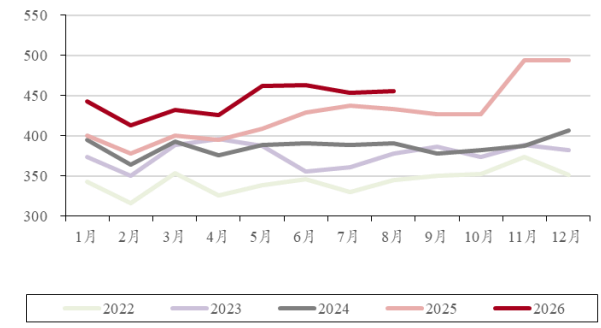
资料来源：Wind，中银证券

图表18. 全球原生精炼铜月产量（千吨）



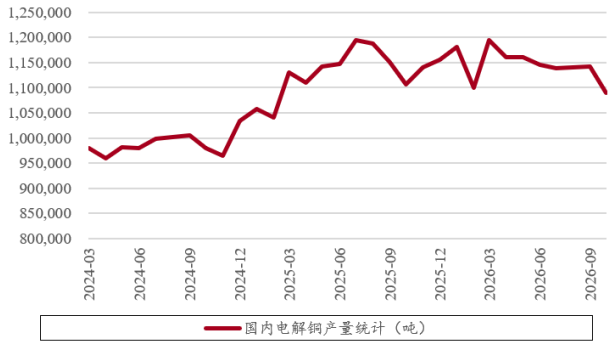
资料来源：Wind，中银证券

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



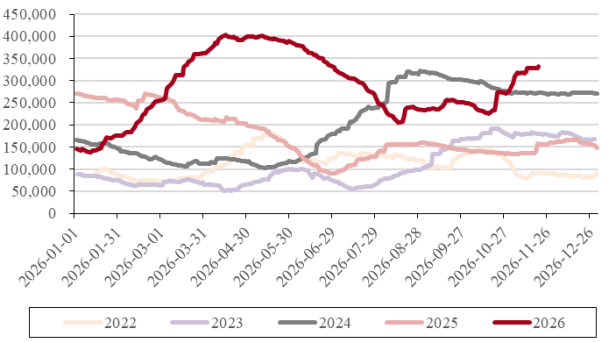
资料来源：Mysteel，中银证券

图表21. 国内电解铜产能利用率



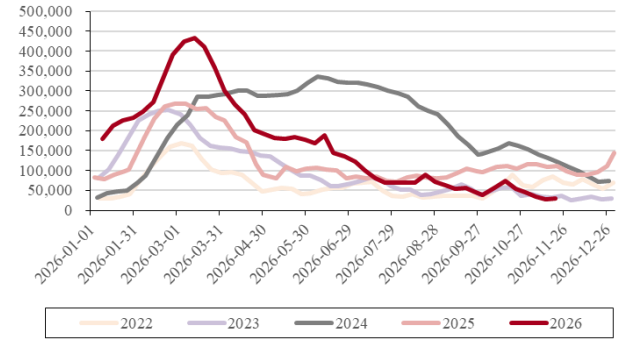
资料来源：Mysteel，中银证券

图表22. LME 铜库存变化（吨）



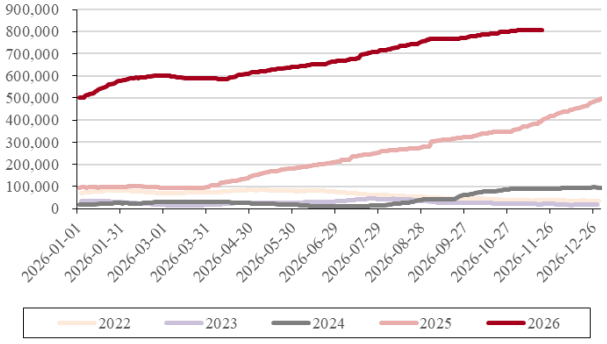
资料来源：Wind，中银证券

图表23. SHFE 铜库存变化（吨）



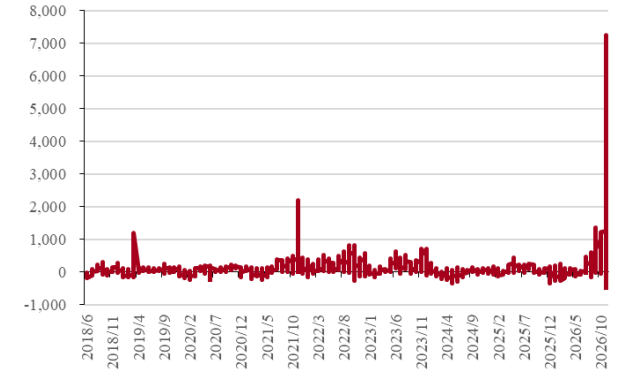
资料来源：Wind，中银证券

图表24. COMEX 铜库存变化（吨）



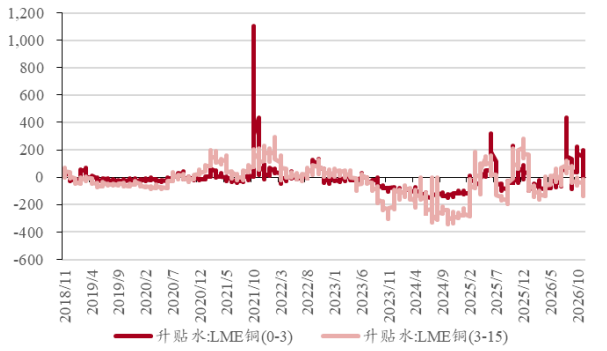
资料来源：Wind，中银证券

图表25. 1#电解铜升贴水中间价（元/吨）



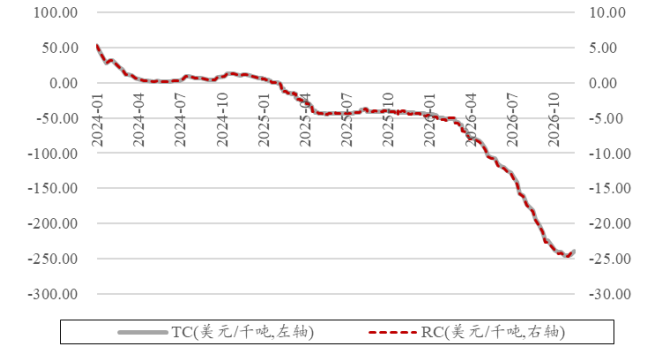
资料来源：Wind，中银证券

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



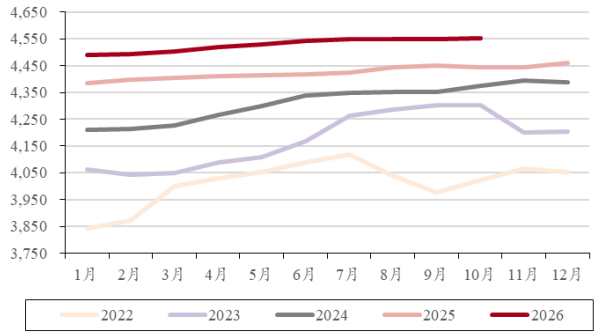
资料来源：Wind，中银证券

图表28. 铜精废价差



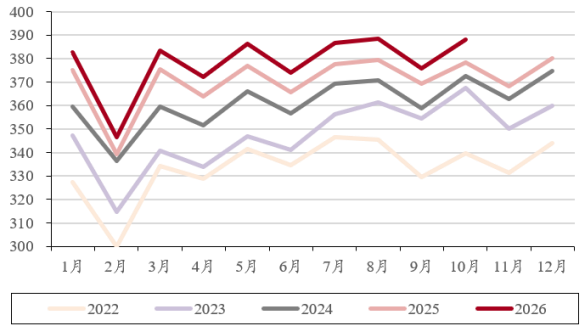
资料来源：Wind，中银证券

图表29. 中国电解铝在产产能（万吨）



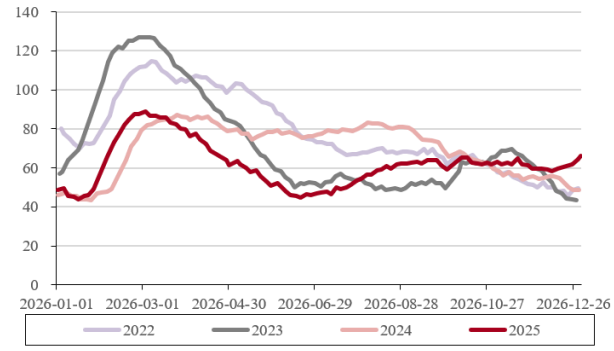
资料来源：Wind，中银证券

图表30. 中国电解铝产量（万吨）



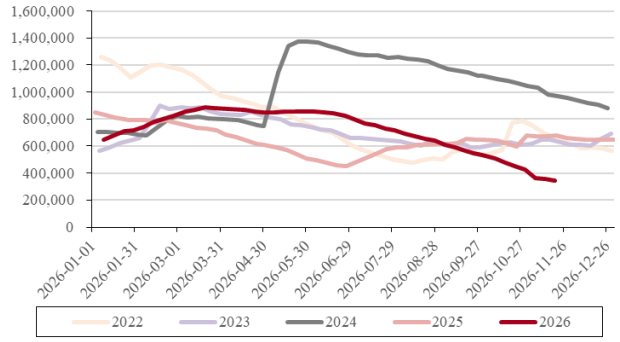
资料来源：Wind，中银证券

图表31. 中国电解铝库存（万吨）



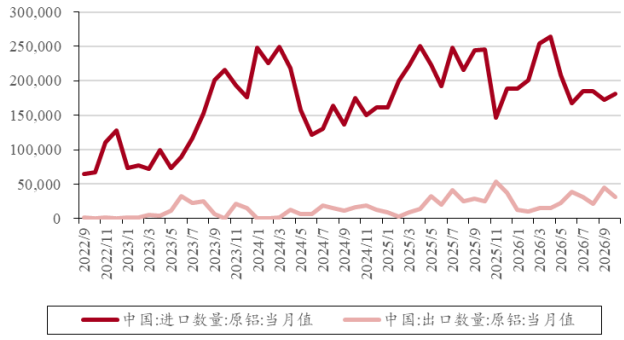
资料来源：Wind，中银证券

图表32. LME+COMEX+SHFE 铝库存变化（吨）



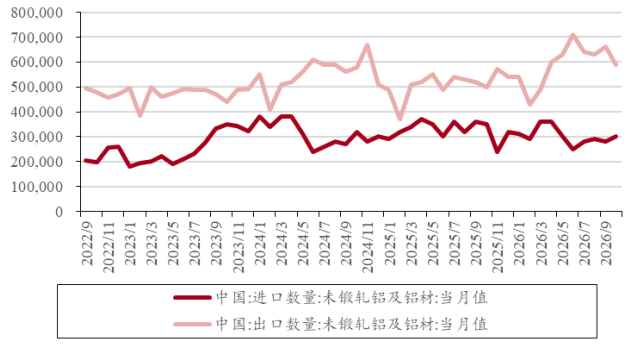
资料来源：Wind，中银证券

图表33. 中国原铝进出口数量（吨）



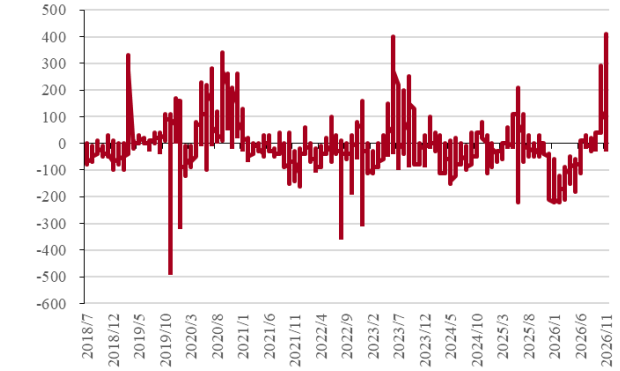
资料来源：Wind，中银证券

图表34. 中国未锻轧铝及铝材进出口数量（吨）



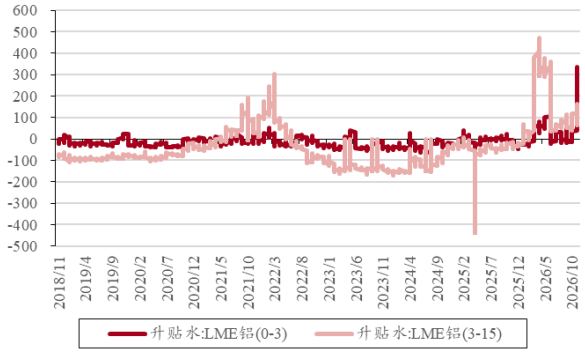
资料来源：Wind，中银证券

图表35. A00 铝升贴水中间价（元/吨）



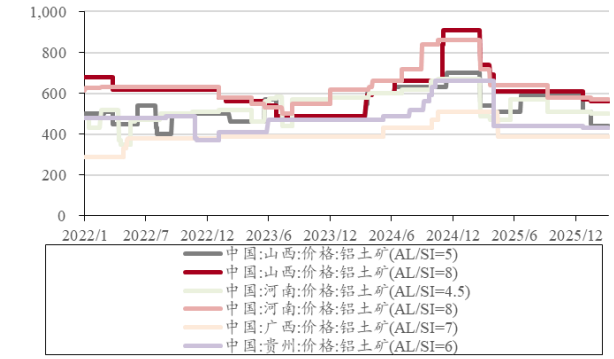
资料来源：Wind，中银证券

图表36. LME 铝升贴水（美元/吨）



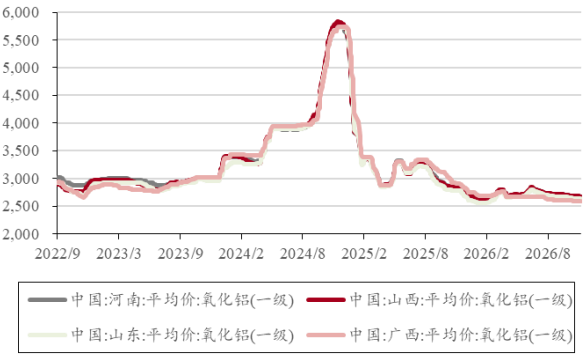
资料来源：Wind，中银证券

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

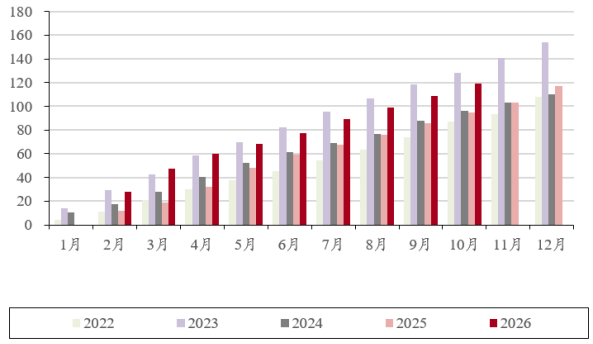
2.4 稀土金属数据跟踪

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%	72.59	0.67	0.93	(1.77)	30.77
金属镨钕	TREM≥99%, Pr≥20%-25%, Nd≥75%-80%	88.12	0.87	1.00	(10.42)	30.36
金属钕	Nd/TREM≥99. 9%	92.42	0.25	0.27	(2.35)	30.78
金属镨	Pr/TREM≥99.9%	96.30	(0.10)	(0.10)	(3.22)	-
氧化镝	Dy2O3/TREO≥99.5%	156.43	5.01	3.31	10.50	3.80
氧化铽	Tb4O7/TREO≥99.99%	661.70	21.70	3.39	3.80	0.68
氧化镧	TREO≥97. 5%, La2O3/REO≥99. 99%	0.60	0.00	0.00	0.00	33.33
氧化铈	TREO≥99%, CeO2/REO≥99.95%	1.33	(0.01)	(0.75)	(5.00)	14.66
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%	2.79	(0.01)	(0.36)	(0.71)	(3.13)
金属镧	TREO≥99%, La/TREM≥99%, C≤0.05%	2.12	0.00	0.00	0.00	9.84
金属镧铈	TREO≥99%, La/TREM:35%±2, Ce/TREM:65%±2, Fe≤0.5%, C≤0.05%	2.03	0.00	0.00	0.50	16.00
碳酸镧（折佰）	TREO≥45%, La2O3/REO≥99.99%	0.39	0.00	0.00	0.00	50.00
碳酸铈（折佰）	TREO≥45%, CeO2/REO≥99.95%	1.29	0.00	0.00	(3.73)	25.24
碳酸镧铈（实物）	TREO≥45%, La2O3/REO:33-37, CeO2/REO:63-68%	0.23	0.00	0.00	0.00	91.67
氧化镨	TREO≥99%, Pr6O11/TREO:99.0%-99.9%	74.73	0.36	0.48	(3.45)	30.42
氧化钕	TREO≥99%, Nd2O3/TREO:99.0%-99.9%	74.00	0.27	0.37	(3.05)	29.82
氧化镥	Lu2O3/TREO≥99.5%	505.00	0.00	0.00	0.00	-
氧化钬	TREO≥99%, Eu2O3/REO≥99.99%	17.33	0.08	0.46	1.94	0.46
氧化钆	Gd2O3/TREO≥99.5%	17.48	0.36	2.10	(5.41)	9.46
氧化钐	Sm2O3/TREO≥99.5%	1.65	0.00	0.00	0.61	6.45
氧化铒	Er2O3/TREO≥99%	78.50	3.83	5.13	11.03	124.29
氧化钬	Ho2O3/TREO≥99.5%	68.18	1.40	2.10	4.39	37.18
氧化钇	Y2O3/TREO≥99.99%	6.21	0.01	0.16	2.81	36.48
钆铁	TREM≥99%, Gd≥75%	16.64	0.17	1.03	(5.29)	-

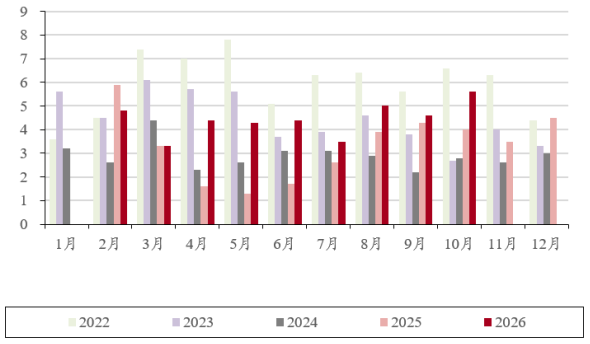
资料来源：包头稀土产品交易所，中银证券

图表40. 稀土进口额（亿元）



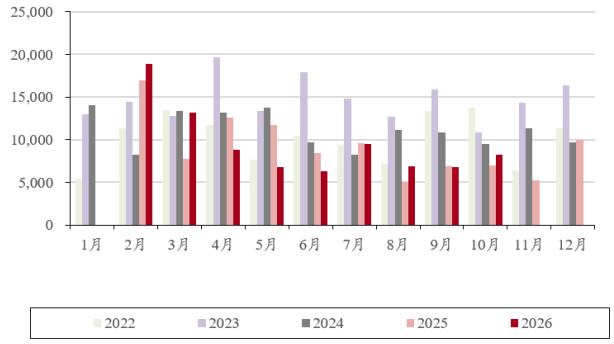
资料来源：包头稀土产品交易所，中银证券

图表41. 稀土出口额（亿元）



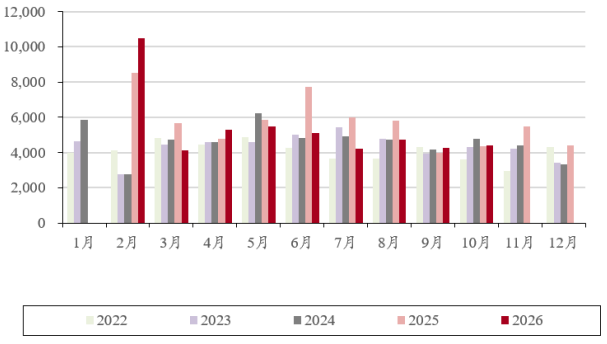
资料来源：包头稀土产品交易所，中银证券

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

3. 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(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦三十楼(049908)
电话: (65) 6671 8686
传真: (65) 6671 8687