

有色月跟踪：纵观中外反内卷历史，有色行情持续几何？

报告要点

7月市场行情围绕“反内卷”等展开，有色板块涨幅位居前列。2025年7月1日，中央财经委员会第六次会议提出“纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。2025年7月18日，工信部表示实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案。7月周期板块涨幅位居前列，其中有色指数涨幅位居全行业第8名，涨幅达5.7%。其中在有色指数中，小金属和能源金属表现优异。

复盘供给侧改革 1.0：有色指数涨跌幅卡位政策时间节点。“供给侧结构性改革”于2015年11月10日提出，当月有色板块指数涨跌幅排名第五；2016年2月国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》及《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，当月有色指数涨跌幅排名第一；2016年5月国务院发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，有色指数涨幅第5名；2016年10月发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，当月有色涨跌幅排名第5。

反内卷和供给侧改革的异同：1) 同：面临工业品价格下跌（PPI连续多月下跌）、企业利润被压缩等现状。2) 异：第一，反内卷面临的宏观背景更严峻。供给侧改革是国内周期调控；本轮反内卷处于全球格局重塑大背景下。本次反内卷不是仅局限于产品价格企稳回升，更要促进高质量发展。第二，供给侧改革对象更宽泛。2015-2016年主要针对上游商品，目标是改善工业品价格较低、产能利用率较低的现状，例如螺纹钢、煤炭、电解铝等商品。而目前上游资源品的产能利用率尚可，主要面临的是低端过剩和高端不足问题，覆盖范围包括制造业下游领域，比如光伏、新能源汽车等。具体到有色行业，目前市场预期的产能较为过剩行业包括氧化铝、铜冶炼、碳酸锂等行业。

他山之石：日本的反内卷改革。我们以水泥行业为例，日本水泥行业经历了3个阶段：企业所有制变革、MITI主导产能协调政策、行业出现兼并重组。水泥工厂数量从1970年的54家降低至1995年的40家，产能利用率从69.1%提升至88.9%。除水泥行业之外，日本MITI还在汽车和电子领域也有相关反内卷措施，具体包括“给予税收优惠和低息贷款，鼓励企业合并、淘汰低端产能、提升产业集中度”、“由行业协会统一协调出口数量”、“成立超级LSI技术研究协会”等避免企业间内卷引发贸易冲突。综合来看，日本的反内卷先依托于行业协会或政策的发力，从内卷式竞争到协同研发，甚至协调出口，再到后续行业之间的合并和收购现象频发，大企业的市占率得到有效提升。

维持有色板块看好观点不变。“反内卷”行情叠加流动性宽松，7-8月份有色指数表现均较好。纵向对比2015年的供给侧改革，有望在配合需求端政策发力的情况下，持续看好有色板块行情。我们认为，本轮反内卷在时效周期维度预计比供给侧改革会更为持久，未来可能会迎来行业内的并购或加紧企业间的协作共赢，行业集中度有望进一步提升，实现高质量发展。

风险提示：1、价格影响因素多样，历史经验不代表未来价格走势等；2、工业金属旺季需求不及预期。

有色金属

评级：看好

日期：2025.08.25

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：021-61102510

✉：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

分析师 李烁

登记编码：S0950524120001

☎：021-61102510

✉：lis19@wkzq.com.cn

分析师 曾俊晖

登记编码：S0950524100001

☎：021-61102510

✉：zengjh1@wkzq.com.cn

分析师 于柏寒

登记编码：S0950523120002

☎：021-61102510

✉：yubaihan@wkzq.com.cn

分析师 何能锋

登记编码：S0950524080001

☎：021-61102510

✉：henengfeng@wkzq.com.cn

行业表现

2025/8/22



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《矿业巨头启示录系列之四：广积粮，筑高墙——日本财团资源布局分析》(2025/8/7)
- 《美国锑产业支持政策是否会复刻稀土产业政策趋势？》(2025/7/28)
- 《有色月跟踪：掘金亚欧大陆腹地，中亚金属矿产资源全景解析》(2025/7/16)
- 《新疆“找矿行动”聚焦南疆，国内锑资源接续有望提速》(2025/7/10)

内容目录

一、反内卷打响第一枪，有色板块普涨	5
二、历史对比：反内卷和供给侧改革	5
三、日本反内卷历史复盘	8
四、反内卷行情总结	9
五、市场行情：铜铝高位震荡，战略小金属价值重估	10
1.工业金属：铜铝供需偏紧格局不改，整体易涨难跌	10
2.其他金属：钨价创历史新高，钼价创年内新高，战略金属价值重估.....	19
六、政策变化：纵深推进全国统一大市场建设，破除“内卷式”竞争	25
国家发改委：纵深推进全国统一大市场建设，破除“内卷式”竞争.....	25
美国进口铜关税于 8 月 1 日生效.....	25
七、重点行业及公司变化	26
北方稀土：包钢股份中标雅鲁藏布江稀土合金钢材项目	26
公司母公司包钢股份中标了国家历史第一大工程：雅鲁藏布江的 6.2 万多吨的稀土合金钢材的项目。.....	26
中国有色矿业：中色非洲矿业东南矿体暂时停产 初步预计停产约 90 天	26
多家国内铜企取得 LME 香港交割库全球首批铜标准仓单	26
云南铜业：拟 23.24 亿收购凉山矿业 40%股份 交易完成后公司将取得该矿控股权	26
金隆铜业公司主起草的行业标准《冶炼副产品铅铋合金锭》正式实施	27
必和必拓分别与比亚迪及宁德时代签署电池技术合作协议.....	27
铜陵有色：米拉多铜矿二期扩建项目按计划正常推进 7 月重负荷试车	27
风险提示	29

图表目录

图表 1：7 月份申万有色板块涨幅位居前列	5
图表 2：小金属在有色板块中涨幅第一	5
图表 3：2015 年 11 月-2016 年 12 月的有色金属（申万）涨跌幅及排名	6
图表 4：2015 年 11 月-2016 年 12 月 Wind 商品品种涨跌幅.....	6
图表 5：经历过 2015 年供给侧改革之后，目前电解铝开工率高达 96%.....	7
图表 6：氧化铝盈利及开工率情况	7
图表 7：2014-2025 年期间的铜冶炼产能利用率	7
图表 8：2011-2025 年期间的铜冶炼现货盈亏（元/吨）	8
图表 9：日本水泥产销及消费量（百万吨）	9
图表 10：日本水泥产能及产能利用率.....	9
图表 11：工业金属关键指标月度变化.....	12
图表 12：铜价格与基差（万元/吨，元/吨）	13
图表 13：现货:中国铜冶炼厂:粗炼费 TC（美元/吨）	13
图表 14：铜精矿冶炼盈亏（元/吨）	13
图表 15：LME 及 Comex 铜库存（万吨）	13

图表 16: SMM 中国电解铜社会库存 (万吨)	13
图表 17: 中国电解铜表观消费量 (万吨)	13
图表 18: 电解铜制杆周度开工率 (%)	13
图表 19: 中国电网基本建设投资完成额 (亿元)	13
图表 20: 铝土矿 CIF 价格 (美元/吨)	14
图表 21: 中国进口铝土矿 (万吨)	14
图表 22: 中国铝土矿产量处于历史低位 (万吨)	14
图表 23: 中国氧化铝产量 (万吨)	14
图表 24: 中国电解铝成本结构 (元/吨)	14
图表 25: 中国电解铝毛利跟踪 (元/吨)	14
图表 26: 中国电解铝产能接近天花板, 高开工率 (万吨)	14
图表 27: 全球铝期货库存 (万吨)	14
图表 28: 伦铝与沪铝价格 (美元/吨, 元/吨)	15
图表 29: 铅精矿 TC 处于低位 (元/吨, 美元/干吨)	15
图表 30: 中国铅精矿产量 (万金属吨)	15
图表 31: 中国铅精矿进口 (万吨)	15
图表 32: 铅产业链利润跟踪 (元/吨)	15
图表 33: 铅冶炼开工率 (%)	15
图表 34: 中国精炼铅产量同比下降 (万吨)	15
图表 35: 全球铅期货库存去库 (万吨, 万吨)	15
图表 36: 伦锌与沪锌价格 (美元/吨, 元/吨)	16
图表 37: ZN50 国产平均加工费 (元/吨)	16
图表 38: 锌产业链利润跟踪 (元/吨)	16
图表 39: 中国锌精矿产量 (万吨)	16
图表 40: 中国进口锌精矿 (万吨)	16
图表 41: 中国锌锭产量 (万吨)	16
图表 42: 中国精锌进出口 (万吨)	16
图表 43: 全球锌期货库存 (万吨, 万吨)	16
图表 44: LME 锡 cash-3M 升贴水 (美元/吨)	17
图表 45: 费城半导体指数及 LME 锡价拟合 (美元/吨)	17
图表 46: 锡精矿加工费再走低 (元/吨)	17
图表 47: 锡锭冶炼利润 (元/吨)	17
图表 48: LME 锡库存再次去库 (吨)	17
图表 49: 中国锡锭社会库暂稳 (吨)	17
图表 50: 从缅甸进口锡精矿仍处低位 (实物吨)	17
图表 51: 中国锡锭产量 (吨)	17
图表 52: NPI 较电镍贴水收窄 (万元/吨)	18
图表 53: 硫酸镍较纯镍贴水稳定 (万元/吨)	18
图表 54: 全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位 (万吨)	18
图表 55: 中国电镍产量历史同期高位 (吨)	18
图表 56: 中国&印尼镍铁产量 (万镍吨)	18
图表 57: 印尼 NPI 利润收缩 (美元/吨)	18
图表 58: 进口原料生产硫酸镍利润持续低位 (%)	18
图表 59: 中国前驱体镍需求未有明显起色 (吨)	18
图表 60: 小金属关键指标月度变化	21
图表 61: 内外价差持续扩大 (元/吨, 美元/吨)	22
图表 62: 2024 年中国锑矿进口锑矿同比+46% (吨)	22
图表 63: 2024 年山东地区从俄罗斯进口金矿+16% (吨)	22

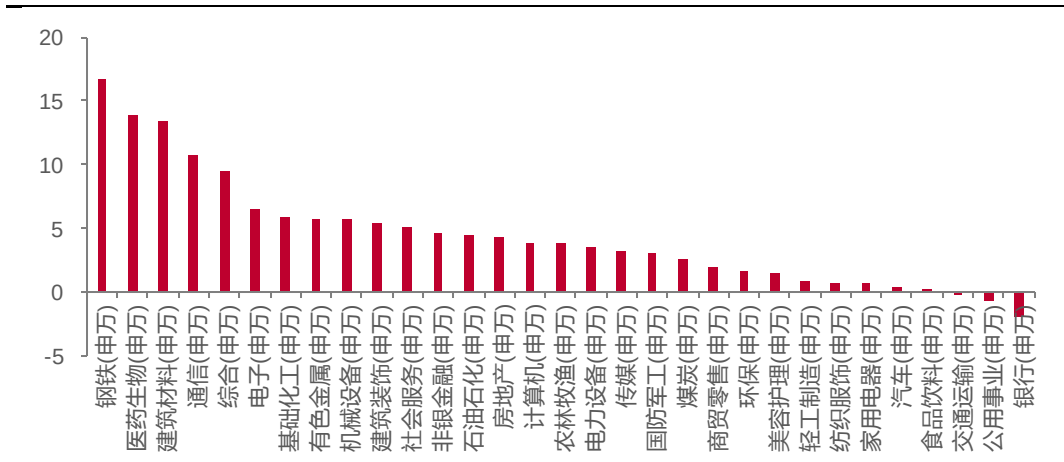
图表 64: 中国锑锭产量 (吨)	22
图表 65: 2024 年中国氧化锑出口累计-15% (吨)	22
图表 66: 2024 年 8 月后中国锑锭无出口 (吨)	22
图表 67: 中国焦锑酸钠产量连续回落 (吨)	22
图表 68: 光伏玻璃库存开始回落 (万吨, 天)	22
图表 69: 钨价仍处于历史相对高位 (万元/吨)	23
图表 70: 仲钨酸铵行业利润及成本 (元/吨, 元/吨)	23
图表 71: 中国 APT 产量 (吨)	23
图表 72: 中国钨品出口量 (吨)	23
图表 73: 40%-45%钼精矿价格 (元/吨度)	23
图表 74: 中国钼精矿产量 (吨)	23
图表 75: 国内主流钢厂钼铁钢招量继续增加 (吨)	23
图表 76: 造船完工量(载重):全球:累计值 (万吨)	23
图表 77: 钛精矿 $\text{TiO}_2 > 47\%$ 价格阶段性回落 (元/吨)	24
图表 78: 中国钛矿净进口: 累计 (元/吨)	24
图表 79: 中国钛精矿产量 (万吨)	24
图表 80: 中国海绵钛产量 (万吨)	24
图表 81: 稀土矿价格 (万元/吨, 万元/吨)	24
图表 82: 金属氧化物价格 (万元/吨, 万元/吨)	24
图表 83: 镨钕利润测算 (万元/吨, 万元/吨)	24
图表 84: 氧化镨钕月度平衡 (吨)	24

一、反内卷打响第一枪，有色板块普涨

7 月市场行情围绕“反内卷”等展开，有色板块涨幅位居前列。2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议提出“纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”。2025 年 7 月 18 日，工信部在国新办新闻发布会表示实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，具体工作方案将在近期陆续发布。

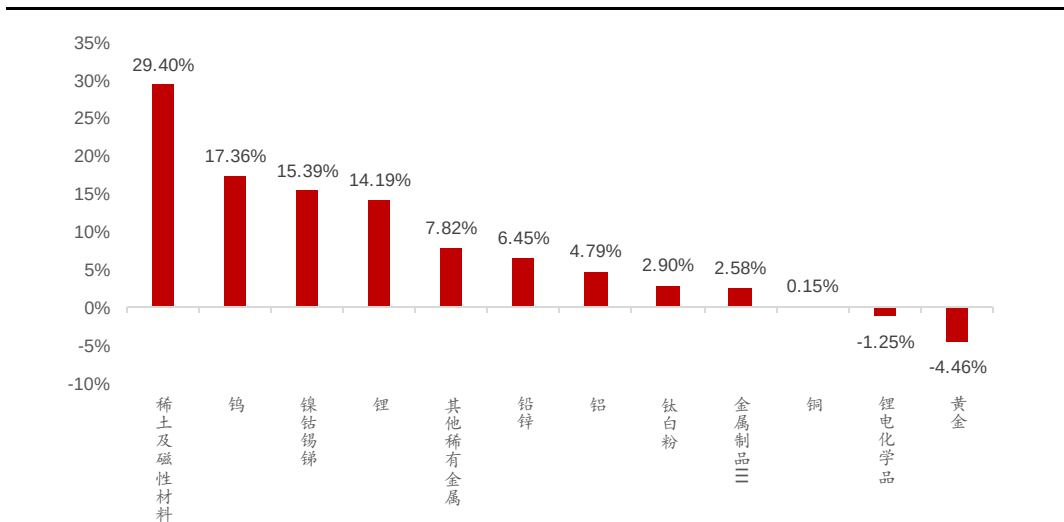
根据申万一级行业指数分类，7 月周期板块涨幅位居前列，其中有色指数涨幅位居全行业第 8 名，涨幅达 5.7%。在有色指数中，小金属和能源金属表现优异。

图表 1：7 月份申万有色板块涨幅位居前列



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 2：小金属在有色板块中涨幅第一



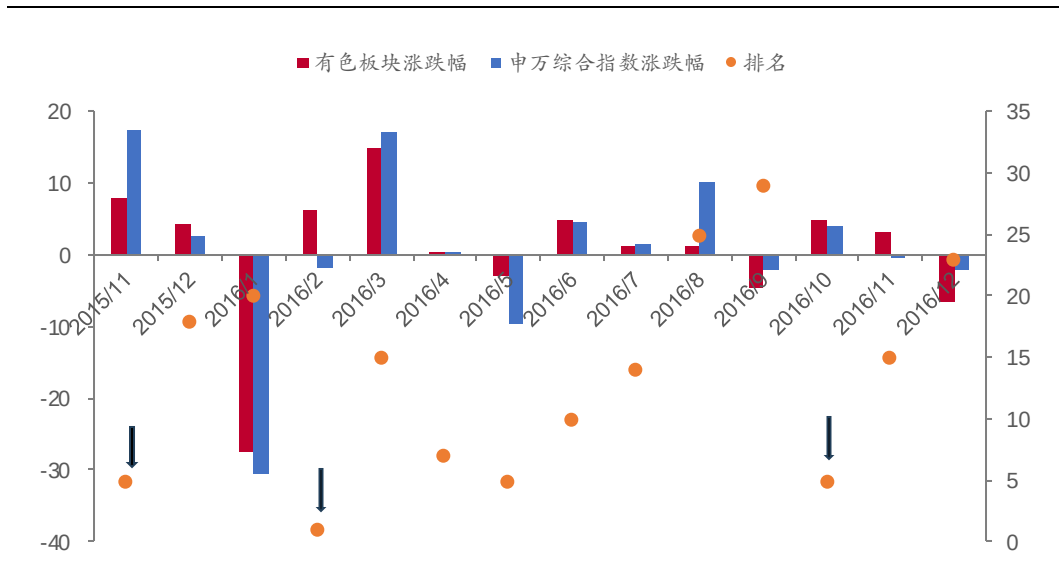
资料来源：Wind，五矿证券研究所

二、历史对比：反内卷和供给侧改革

供给侧改革 1.0 下的有色指数涨跌幅：卡位政策时间节点。“供给侧结构性改革”于 2015 年 11 月 10 日提出，当月有色板块指数涨跌幅排名第五；2016 年 2 月国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》及《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，

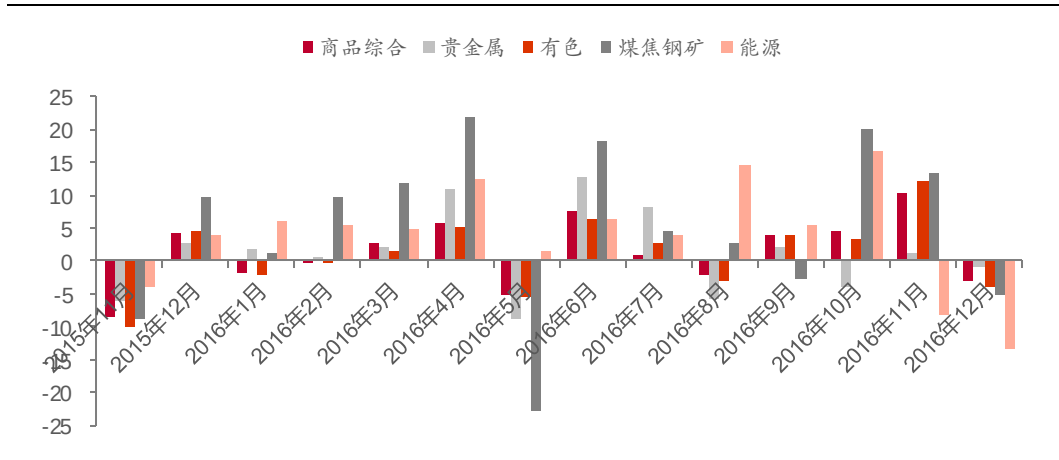
当月有色指数涨跌幅排名第一；2016 年 5 月国务院发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，有色指数涨幅第 5 名；2016 年 10 月发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，当月有色涨跌幅排名第 5。

图表 3：2015 年 11 月-2016 年 12 月的有色金属（申万）涨跌幅及排名



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 4：2015 年 11 月-2016 年 12 月 Wind 商品品种涨跌幅

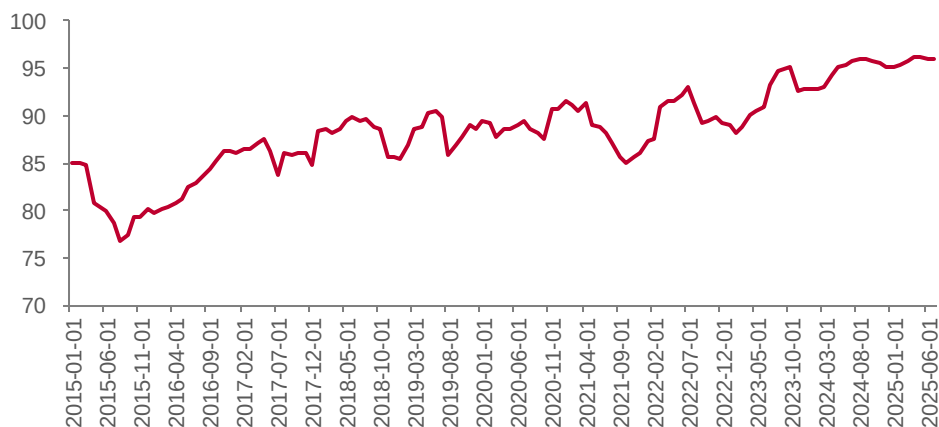


资料来源：Wind，五矿证券研究所

反内卷和供给侧改革本质也是对供给端的改革政策，存在一定的共性，比如：均面临的是工业品价格下跌（PPI 连续多月下跌）、企业利润被压缩等现状。但也存在显著的差距，比如：

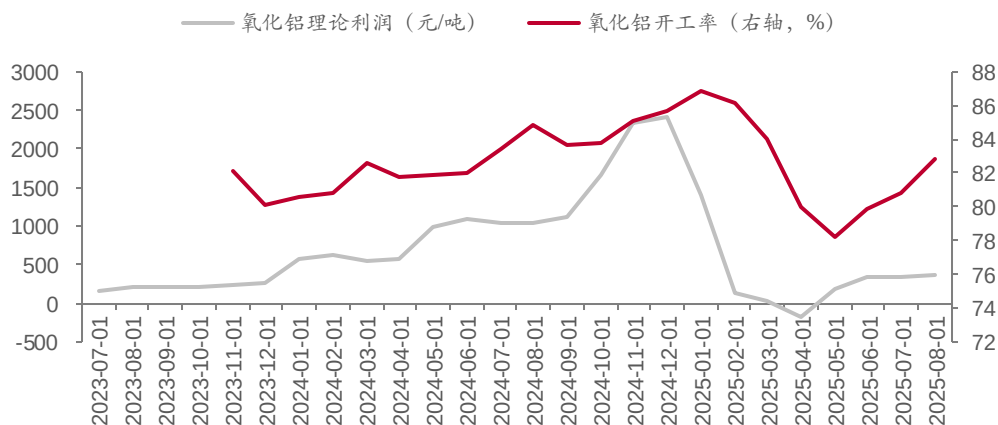
- 1) 宏观背景不同：供给侧改革是国内周期调控；本轮反内卷处于全球格局重塑大背景下。2015 年中国面临投资过热、但全球经济向好复苏。而目前国家提倡高质量发展、构建统一大市场；特朗普 2.0 期间，外部国际政治环境也面临严峻挑战和高度不确定性。本次反内卷不是仅局限于产品价格企稳回升，更要促进高质量发展。
- 2) 供给侧改革对象不同：2015-2016 年主要针对上游商品，目标是改善工业品价格较低、产能利用率较低的现状，例如螺纹钢、煤炭、电解铝等商品。而目前上游资源品的产能利用率尚可，主要面临的是低端过剩和高端不足问题，覆盖范围包括制造业下游领域，比如光伏、新能源汽车等。具体到有色行业，目前市场预期的产能较为过剩行业包括氧化铝、铜冶炼、碳酸锂等行业。

图表 5：经历过 2015 年供给侧改革之后，目前电解铝开工率高达 96%



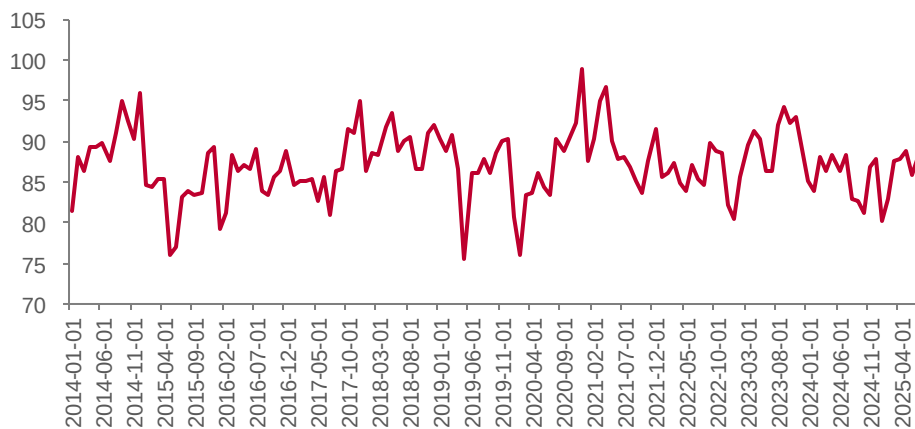
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 6：氧化铝盈利及开工率情况



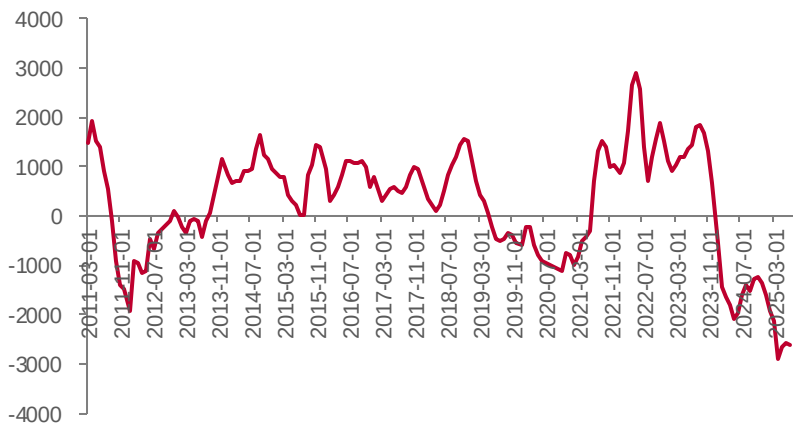
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 7：2014-2025 年期间的铜冶炼产能利用率



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 8：2011-2025 年期间的铜冶炼现货盈亏（元/吨）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

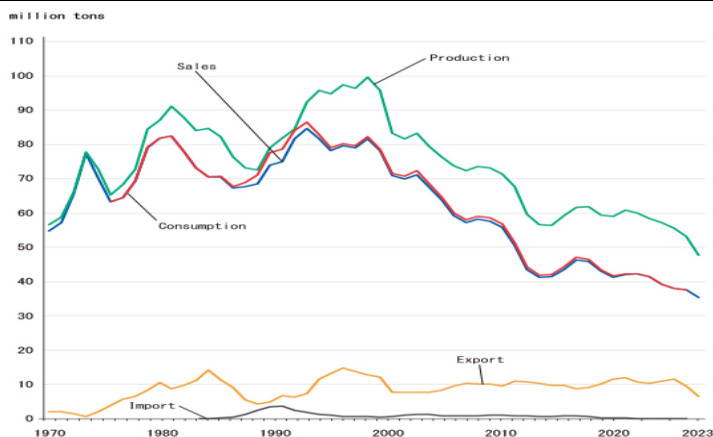
我们认为，本轮反内卷更多涉及全产业链，且反内卷对象中民营企业占比较高，出清时间或较长，因此对于有色金属的实际需求影响不大。从中长期来看，在国际政治和国内宏观经济承压的大背景下，类比供给侧 1.0，本轮政策除了供给侧的改革之外，或还将配合需求端的发力，叠加后续具体政策措施的出台，维持整体有色指数看好的观点。

三、日本反内卷历史复盘

日本的水泥行业也曾于 1980s 开始进行了反内卷。日本水泥行业经历了 3 个阶段：

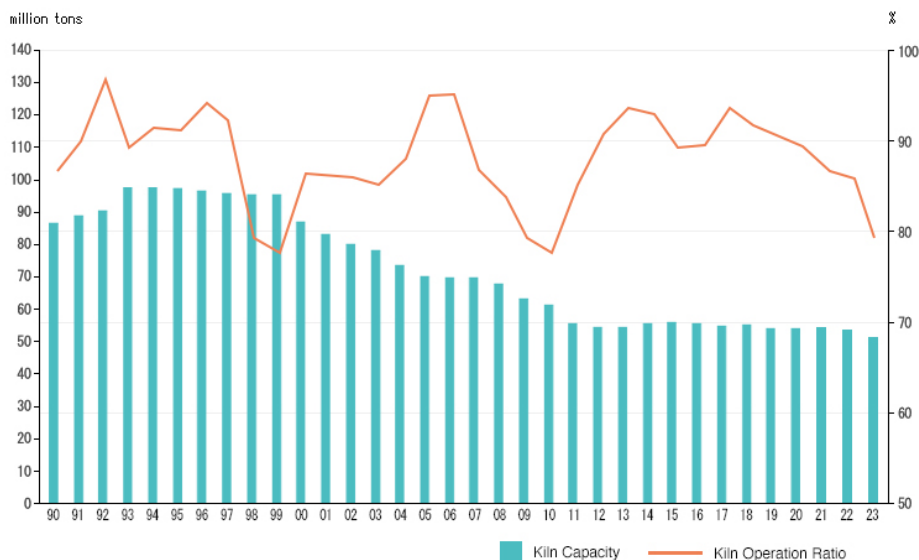
- 1) 企业所有制变革：19 世界末，日本水泥业起步于浅野水泥、秩父水泥、日清水泥等私营资本；1941 年在战争时期成立“水泥统制协会”，水泥企业被政府统治；战后水泥企业依赖日本开发银行的长期贷款，政策金融开始介入；1960s 之后，MITI 将水泥列为重点产业，推动能效技术升级，逐步发展为公私混合所有制。
- 2) 1980s–1990s MITI 主导产能协调政策：1985-1986 年 MITI 第一次协调，将 23 家水泥企业被重组为五个集团，各企业被规定产能削减配额，计划合计削减产能 3000 万吨（其中 2500 万吨为闲置产能，500 万吨为运转产能）。后来，1985 年广场协议之后，日元升级，水泥行业产能仍然过剩。1987 年又出台《促进产业结构顺利转型临时措施法》，1988–1991 进行第二次协调，进一步削减 1070 万吨产能。然而此时正值“平成泡沫经济”繁荣期，因需求激增，水泥企业反而出现产能不足现象。为此，多家企业向通产省申请解除法规规定的义务，并于 1991 年 5 月获得批准。
- 3) 1990s 行业兼并重组出现：1991 年产量达到峰值，随后随着经济泡沫破裂，水泥需求下行；叠加日本进入低利率、银行推动企业重组的时期，企业开始寻求并购重组。例如住友水泥与大阪水泥合并为住友大阪水泥；1998 年，秩父水泥与三菱材料合并成立“秩父三菱水泥”，小野田水泥与日本水泥合并成太平洋水泥等。自此，工厂数量从 1970 年的 54 家降低至 1995 年的 40 家，产能利用率从 1970 年的 69.1% 提升至 1995 年的 88.9%。

图表 9：日本水泥产销及消费量（百万吨）



资料来源：日本水泥协会，五矿证券研究所

图表 10：日本水泥产能及产能利用率



资料来源：日本水泥协会，五矿证券研究所

除水泥行业之外，MITI 还在汽车和电子领域也有相关反内卷措施，具体包括“给予税收优惠和低息贷款，鼓励企业合并、淘汰低端产能、提升产业集中度”、“由行业协会统一协调出口数量”、“成立超级 LSI 技术研究协会”等避免企业间内卷引发贸易冲突。综合来看，日本的反内卷先依托于行业协会或政策的发力，从内卷式竞争到协同研发，甚至协调出口，再到后续行业之间的合并和收购现象频发，大企业的市占率得到有效提升。

四、反内卷行情总结

“反内卷”行情叠加流动性宽松，7-8 月份有色指数表现均较好。纵向对比 2015 年的供给侧改革，有望在配合需求端政策发力的情况下，持续看好有色板块行情。我们预计，本轮反内卷在时效周期维度预计比供给侧改革会更为持久，未来可能会迎来行业内的并购或加紧企业间的协作共赢，行业集中度有望进一步提升，实现高质量发展。

五、市场行情：铜铝高位震荡，战略小金属价值重估

1.工业金属：铜铝供需偏紧格局不改，整体易涨难跌

铜：232 关税落地，铜价承压

7 月铜价受到 232 调查、反内卷等宏观或交易情绪扰动。7 月沪铜跌幅 1.9%，主因美铜关税在 7 月末落地，并未对阴极铜加征关税，超市场预期。美铜关税落地当日，美铜暴跌，美铜虹吸效应放缓，跨市套利窗口关闭，预计后续交易转至降息预期及对基本面的交易上来。

基本上，7 月进入消费淡季，铜材开工率延续下跌态势，7 月铜材行业开工率为 61.58%，环比下降 1.5pcts，同比-2.66pcts。供给端，TC 现货价格有所回暖，但仍处于深度负值水平。7 月 TC 现货均价为-42.09 美元/干吨，环比+0.54 美元/干吨。海外冶炼厂仍存减产预期，例如嘉能可宣布旗下 Mount Isa 铜冶炼厂无法维持运营，等到政府的财政援助；JX 金属株式会社及三菱材料也考虑实施减产措施等。

综合来看，虽然处于消费淡季，但铜价并未深跌，叠加后续美国降息交易、美国经济软着陆、中国反内卷行情的持续，预计将给予铜价较强支撑。

铝：反内卷拉动氧化铝价格，电解铝维持高利润

氧化铝价格受到反内卷行情的拉动，月涨幅达 4.9%；沪铝则震荡运行，月跌幅为 0.8%。

铝土矿预期维持震荡，氧化铝生产成本在 2900-3000 元/吨。2025H1 中国累计进口铝土矿超 1 亿吨，同比+34%，铝土矿过剩格局不改，但预计后续将受到几内亚雨季的影响，库存有望出现拐点，铝土矿预期维持震荡。氧化铝价格上涨带动氧化铝产能回升，现货供应维持相对宽松状态，给予氧化铝价格顶部压力。

电解铝供给刚性，盈利高位维持。供给端，电解铝 7 月产量同比+1%，环比+3%，目前电解铝产能维持高位运行，逼近产能天花板。需求端，7 月铝加工行业延续淡季弱势运行，低库存优势不再，但中长期随着新能源汽车产销高增及汽车以旧换新政策强力支撑铝板带、箔等新兴领域需求。在氧化铝绝对价格较低、电力价格走低的带动下，电解铝 7 月含税完全成本环比-2%。

综合来看，国内宏观利多情绪浓厚，反内卷政策影响有望持续；基本面方面，供应端电解铝产能利用率较高，随着旺季的来临，预计铝价深跌不易。

铅：供需双弱，关注需求端变化

7 月沪铅先扬后抑，下跌 2%。月初受旺季消费预期推动，铅价走强；月中中东国家对我国铅蓄电池出口加征关税消息落地，预期电池出口下降，铅价承压；月底随着反内卷行情，叠加成本支撑，铅价止跌。供给端，原生铅方面，铅精矿供需紧平衡格局持续，进口铅锌矿 TC 降至-60 美元/吨，原料供应限制精铅开工。7 月国内电解铅产量 32 万吨，环比-2%。二次废料及银精矿补充背景下，预计电解铅生产仍以稳为主；再生铅方面，废电池价格和再生铅冶炼成本小幅上升，再生铅冶炼利润收窄，预计冶炼厂将维持低负荷生产，且新增项目延期落地的可能性较大。需求端，铅蓄电池将在三季度迎来传统消费旺季，需求改善预期为铅价提供支撑，但终端消费受以旧换新政策及新国标落地的双重利好驱动或提前释放，需关注实际消费兑现程度。

锌：消费支撑不足，锌反弹乏力

7 月锌价呈区间震荡。供应端，国内外加工费持续反弹，国内锌精矿供应趋于宽松。进口 TC 报 76.25 美元/干吨，侧面印证矿端供应充足，国内炼厂利润进一步提升，生产积极性较高。受益于冶炼厂利润修复、前期停产产能复产以及新增产能投放，7 月精炼锌供应显著恢复且

势头强劲，2025 年 7 月 SMM 中国精炼锌产量环比增加 3%，同比增加 23%左右。需求端，下游处于消费淡季，镀锌整体行情呈现“弱复苏”，大厂基本维持常规生产，锌锭库存开始累积。整体来看，海内外锌矿宽松不断兑现，而终端消费表现分化，“抢出口”效应减弱叠加传统消费淡季来临，预计锌价维持偏弱震荡。矿端过剩继续传到至冶炼端，而淡季需求难有明显起色，供增需减下，国内供需矛盾有望加剧，锌弱勢格局难改。

锡：供需双弱，锡价维持震荡

7 月锡价高位震荡。供应端，锡矿仍然面临偏紧格局，中国 7 月锡矿进口 1 万实物吨，环比 -14%；2025 年 7 月精锡产量为 1.6 万吨，环比回升 15%。国外，缅甸佤邦地区矿产开采证已审批完毕，缅甸复产节奏有望加快。需求端，进入消费淡季，7 月锡锭社会库存小幅增加。随着后续缅甸复产之后，预计后续锡价震荡偏弱。

镍：基本面偏弱格局未见改善，镍价低位震荡

基本面看，印尼及菲律宾气候扰动减弱，印尼镍矿供应偏紧格局得到缓解，矿价有所松动。纯镍方面，基本面矛盾并不突出，过剩依然延续但是 7 月全球精炼镍小幅去库，镍价继续沿电积镍成本线附近运行。硫酸镍方面，受镍价走弱以及部分镍铁转产高冰镍影响，中间品偏紧的格局有所缓解，叠加需求端继续偏弱，硫酸镍继续承压。不锈钢方面，不锈钢需求疲软、钢厂多以刚需采购为主，7 月印尼部分镍铁转产冰镍，镍铁过剩压力有所缓和，镍铁价格持稳。整体来看，不锈钢基本面偏弱的格局未见改善，但成本支撑有所显现，预计后市价格偏弱震荡。

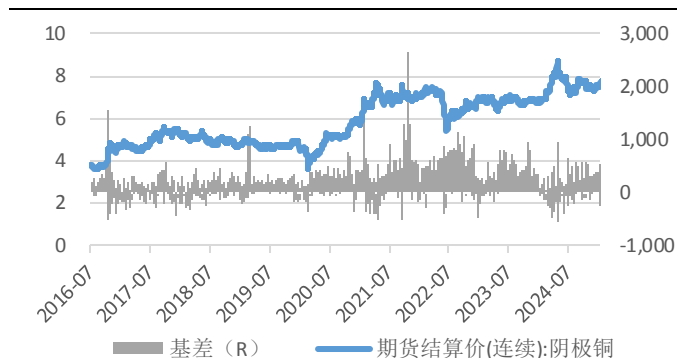
图表 11：工业金属关键指标月度变化

金属品种		名称	单位	数值	月涨幅	年涨幅/累计同比
铜	价格	沪铜期货结算价	万元/吨	7.84	-1.9%	6.3%
		现货TC	美元/吨	-42.73	1.9%	-737.8%
		长单TC	美元/吨	21.25	-8.6%	-73.4%
	利润	铜精矿现货冶炼盈亏	元/吨	-2618.09	-2.2%	-94.7%
		铜精矿长单冶炼盈亏	元/吨	292.97	28.3%	-85.3%
	供需	中国电解铜产量	万吨	117.4	3.5%	-83.1%
		中国电解铜表消（M-1）	万吨	135.64	-0.1%	6.9%
	库存	LME铜库存	万吨	13.82	52.5%	-49.1%
		COMEX铜库存	万吨	25.79	22.1%	176.8%
铝	价格	SHFE铜库存期货	万吨	1.96	-24.1%	9.4%
		铝土矿-澳矿CIF	美元/吨	69.5	-0.7%	-15.2%
		氧化铝	元/吨	3240	4.9%	-42.5%
	利润	沪铝	万元/吨	2.06	-0.8%	3.9%
		预焙阳极价格	元/吨	4970	-2.9%	23.6%
		电解铝完全成本	万元/吨	1.67	-1.8%	-22.1%
	供需	电解铝即时毛利	元/吨	4,119	10.2%	350.7%
		氧化铝产能利用率		98.4%	-	-
		电解铝产能利用率		84.0%	-	-
铅	价格	电解铝产量	万吨	378.009	3.4%	3.0%
		LME铝库存	万吨	46.10	33.3%	-27.9%
		SHFE铝库存	万吨	11.58	22.8%	-42.4%
	利润	沪铅价格	万元/吨	1.68	-2.0%	0.3%
		Pb50国产TC	元/金属吨	500	-9.1%	-23.1%
		铅冶炼利润	元/吨	46.8	-15.5%	165.0%
	供需	规模再生铅利润	元/吨	-1124	-8.0%	-83.7%
		中国精铅产量	万吨	58.17	4.8%	2.9%
		原生铅开工率		63.9%	-	-
锌	价格	再生铅开工率		44.4%	-	-
		LME铅库存	万吨	27.65	1.7%	13.4%
		SHFE铅库存	万吨	6.33	21.8%	22.1%
	利润	沪锌价格	万元/吨	2.24	0.0%	-11.3%
		ZN50国产平均加工费	元/金属吨	3800	0.0%	105.4%
		矿企利润测算	元/金属吨	7016	-2.8%	-39.1%
	供需	冶炼厂利润测算	元/吨	254	-16.4%	124.0%
		中国精锌产量	万金属吨	34.68	7.5%	-2.9%
		中国精锌产量	万吨	60.28	3.0%	4.7%
锡	价格	LME锌库存	万吨	10.48	-10.8%	-55.4%
		SHFE锌库存	万吨	5.94	36.2%	96.5%
		沪锡	万元/吨	26.81	0.0%	9.7%
	利润	锡精矿加工费40%云南	元/吨	12000	0.0%	-11.1%
		锡精矿加工费60%广西	元/吨	8000	0.0%	-15.8%
		锡锭冶炼利润	元/吨	-2000	0.0%	-300.0%
	供需	锡精矿进口（M-1）	万实物吨	1.19	0.0%	-32.2%
		中国精锡产量	万吨	1.59	15.4%	-2.8%
		LME锡库存	万吨	0.19	-10.6%	-59.5%
镍	价格	SHFE锡期货库存	万吨	0.74	10.1%	40.7%
		沪镍收盘价	万元/吨	12.01	-0.6%	-3.3%
		NPI较沪镍升贴水	万元/镍吨	-2.86	-15.0%	3.7%
	库存	硫酸镍较沪镍升贴水	万元/镍吨	0.37	-39.2%	179.9%
		LME镍库存	万吨	20.9082	4.4%	28.7%
		中国社会库存	万吨	4.03	6.4%	-2.2%
	利润	全球显性库存	万吨	25.41	3.0%	21.8%
		中国NPI冶炼利润	元/镍	57.62	803.5%	601.0%
		中国MHP生产硫酸镍冶炼利润	元/吨	1210	38.2%	31.7%
	供给	中国电镍产量	万吨	3.22	1.3%	26.4%
		中国硫酸镍产量	万镍吨	2.91	17.3%	-17.4%
		中国+印尼NPI产量	万镍吨	15.89	-1.5%	13.2%
	需求	中国300系不锈钢产量	万吨	174	0.0%	10.0%
		中国三元前驱体产量	万吨	7.23	5.7%	-0.8%

资料来源：Wind, SMM, Mysteel, 五矿证券研究所

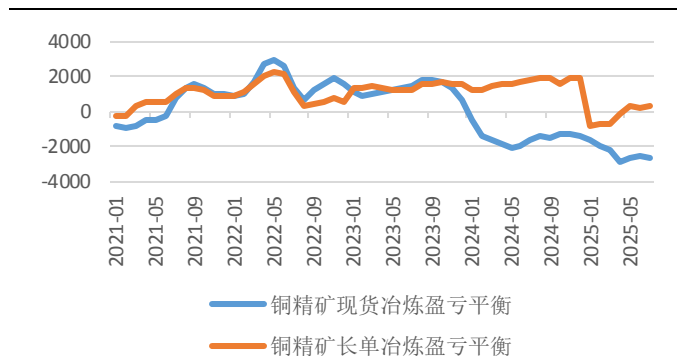
铜：232 关税落地，铜价承压

图表 12：铜价格与基差（万元/吨，元/吨）



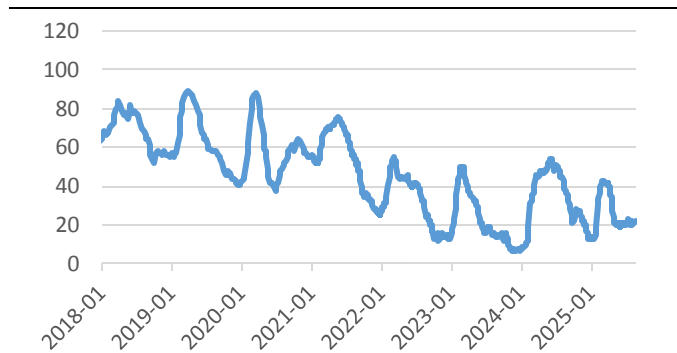
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 14：铜精矿冶炼盈亏（元/吨）



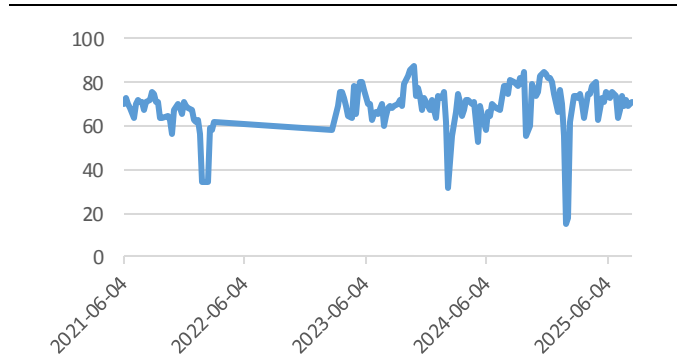
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 16：SMM 中国电解铜社会库存（万吨）



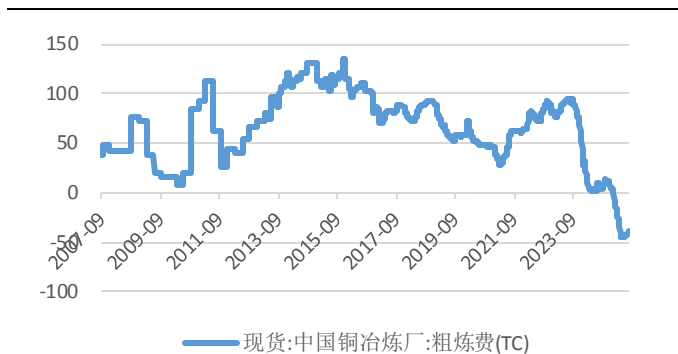
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 18：电解铜制杆周度开工率（%）



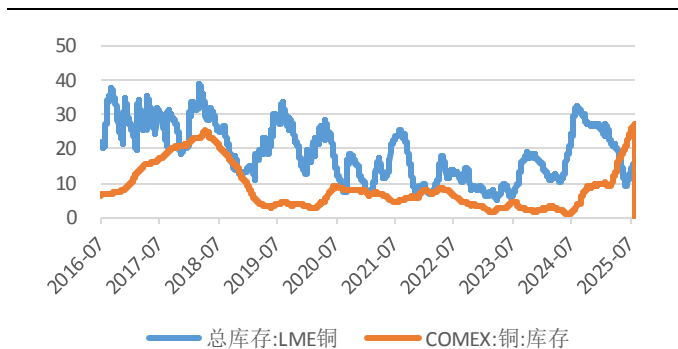
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 13：现货:中国铜冶炼厂:粗炼费 TC（美元/吨）



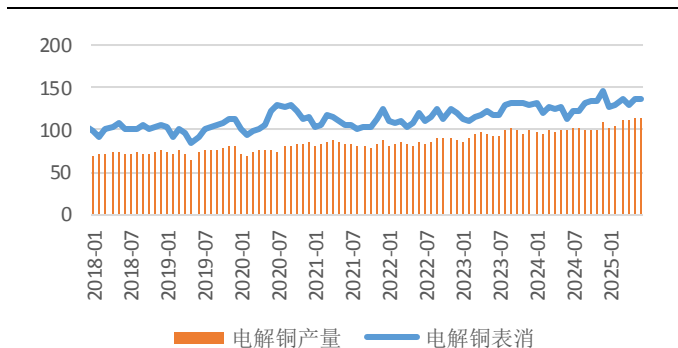
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 15：LME 及 Comex 铜库存（万吨）



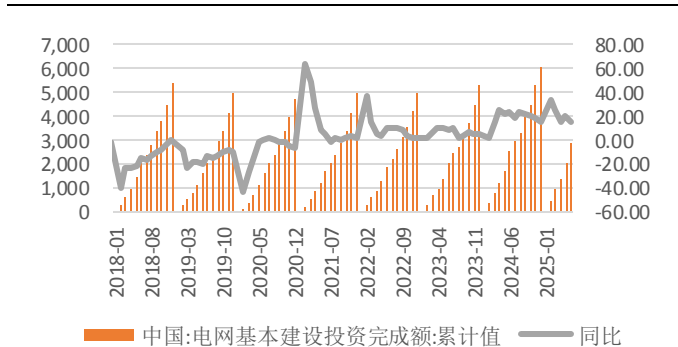
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 17：中国电解铜表观消费量（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

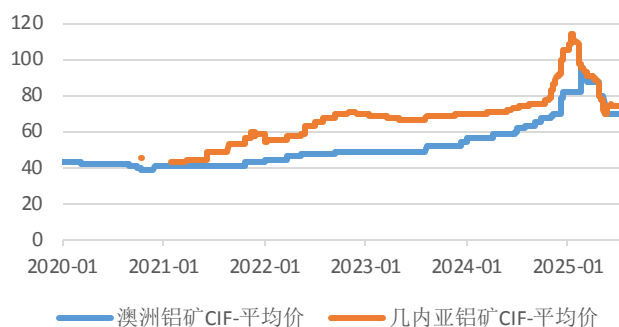
图表 19：中国电网基本建设投资完成额（亿元）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

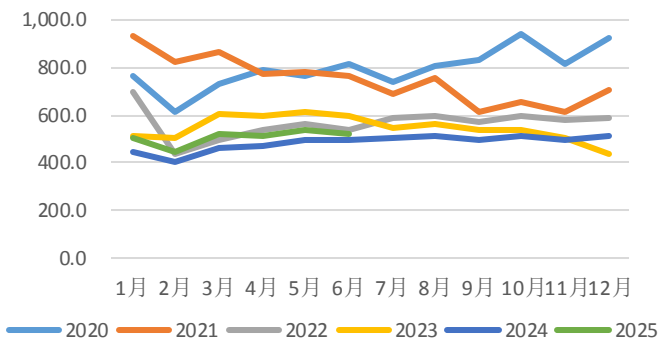
铝：反内卷拉动氧化铝价格，电解铝维持高利润

图表 20：铝土矿 CIF 价格（美元/吨）



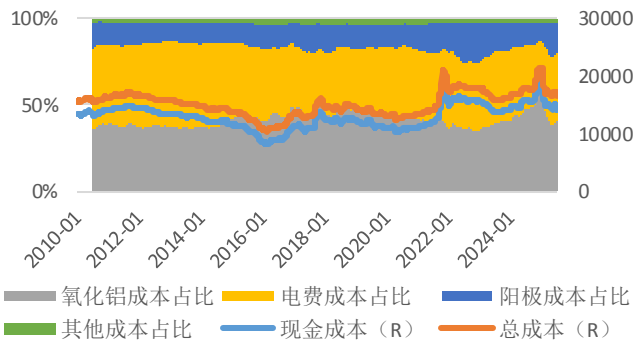
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 22：中国铝土矿产量处于历史低位（万吨）



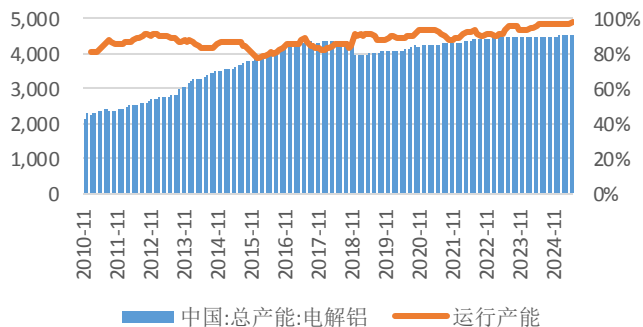
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 24：中国电解铝成本结构（元/吨）



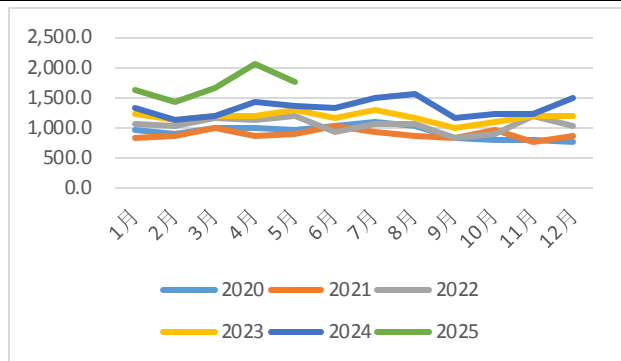
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 26：中国电解铝产能接近天花板，高开工率（万吨）



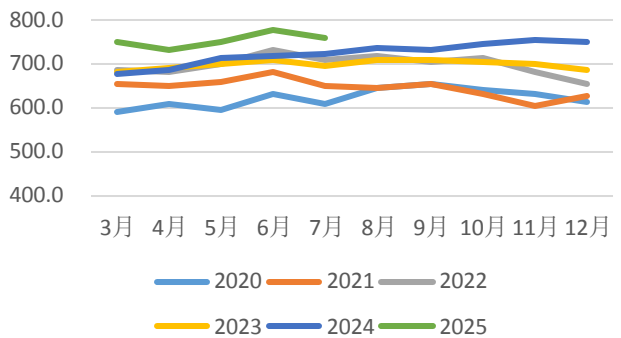
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 21：中国进口铝土矿（万吨）



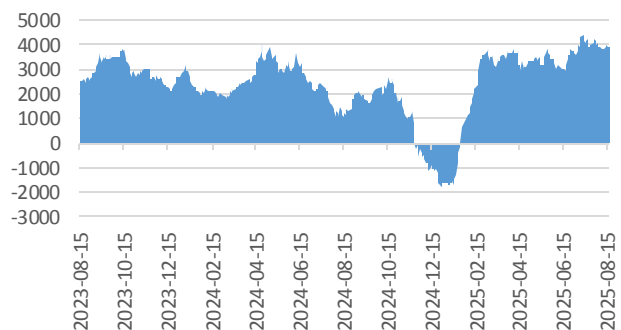
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 23：中国氧化铝产量（万吨）



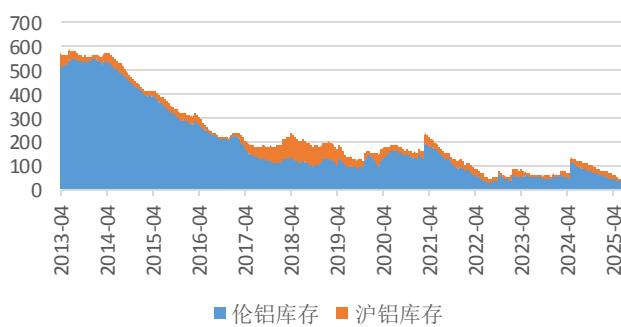
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 25：中国电解铝毛利跟踪（元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

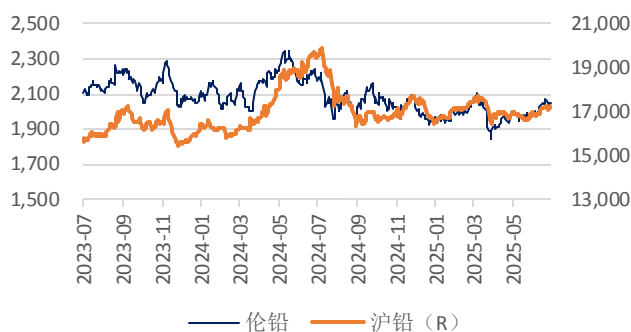
图表 27：全球铝期货库存（万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

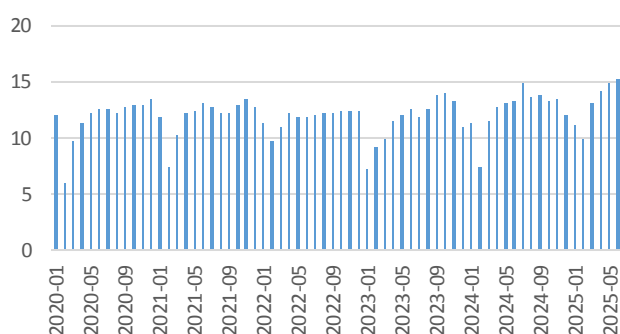
铅：供需双弱，关注需求端的变化

图表 28：伦铅与沪铅价格（美元/吨，元/吨）



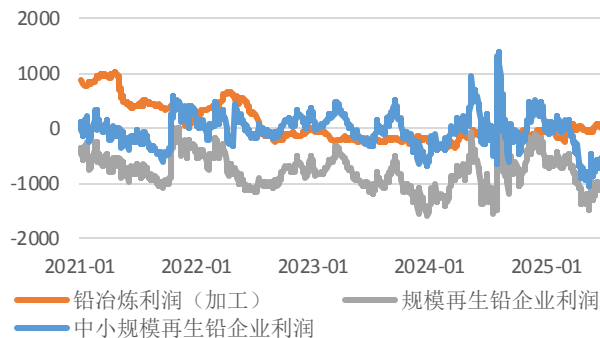
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 30：中国铅精矿产量（万金属吨）



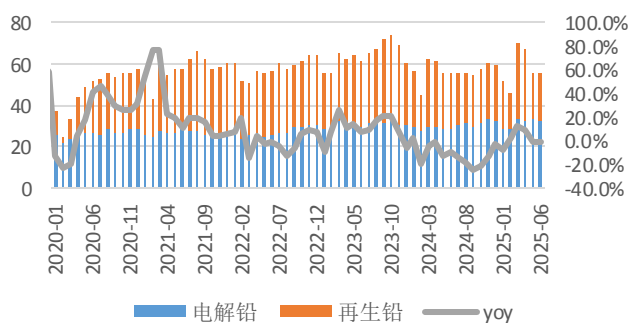
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 32：铅产业链利润跟踪（元/吨）



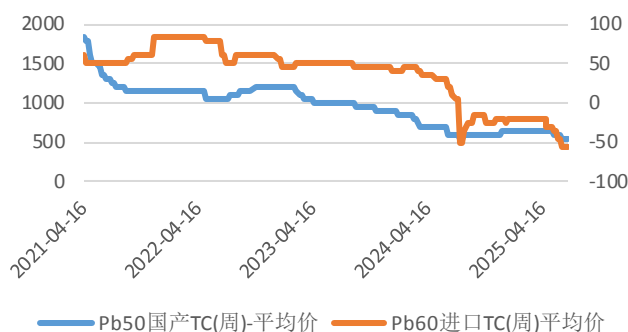
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 34：中国精炼铅产量同比下降（万吨）



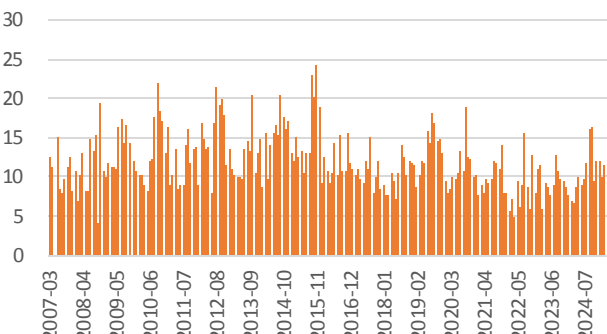
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 29：铅精矿 TC 处于低位（元/吨，美元/干吨）



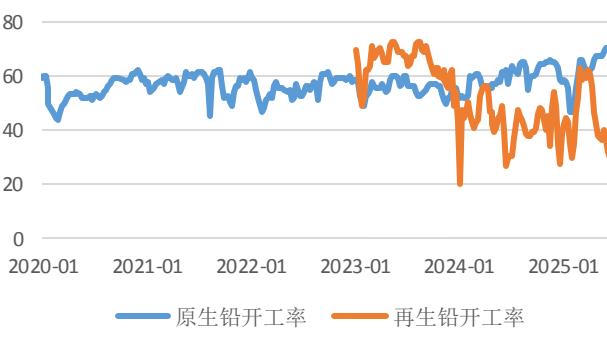
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 31：中国铅精矿进口（万吨）



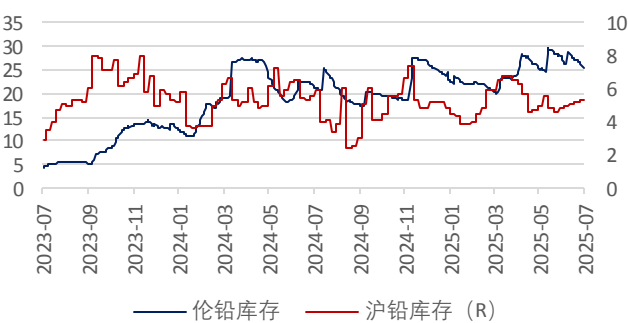
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 33：铅冶炼开工率（%）



资料来源：SMM,五矿证券研究所

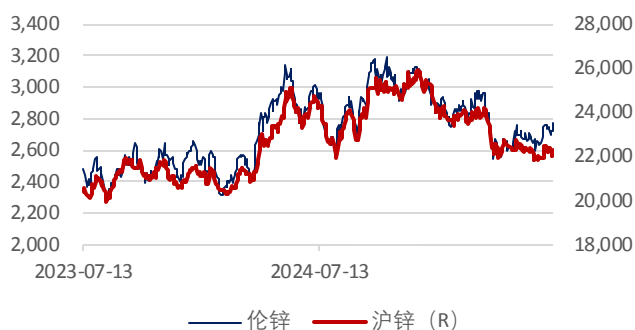
图表 35：全球铅期货库存去库（万吨，万吨）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

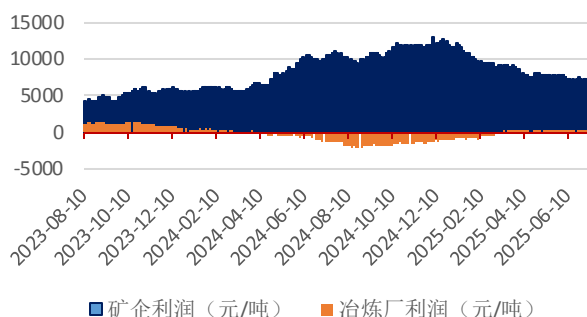
锌：消费支撑不足，锌反弹乏力

图表 36：伦锌与沪锌价格（美元/吨，元/吨）



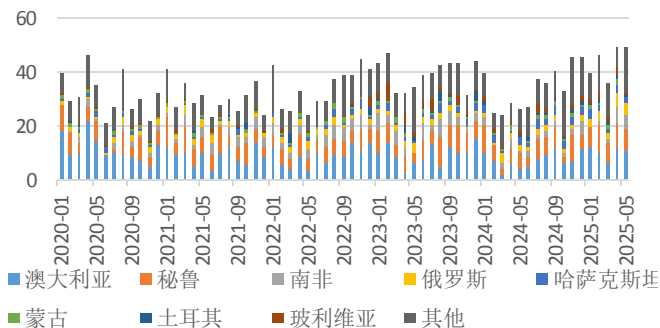
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 38：锌产业链利润跟踪（元/吨）



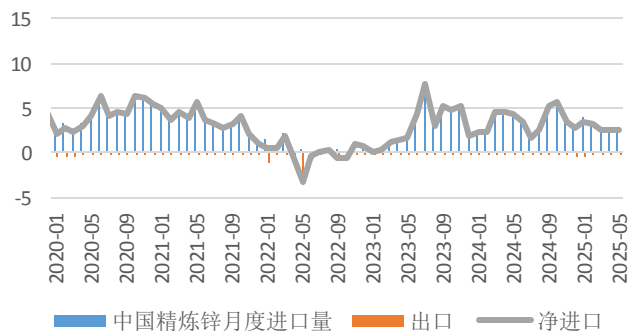
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 40：中国进口锌精矿（万吨）



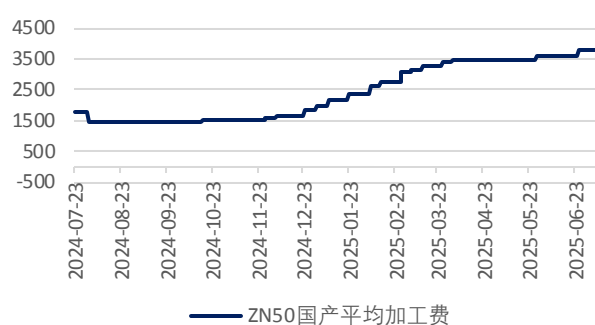
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 42：中国精锌进出口（万吨）



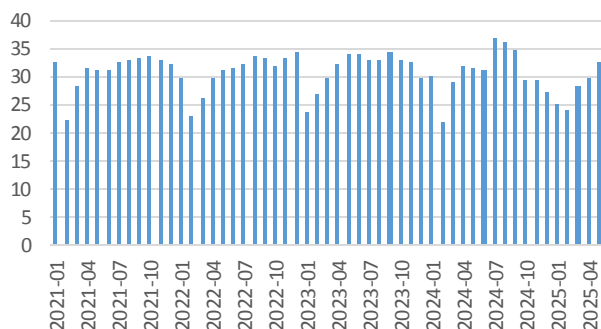
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 37：ZN50 国产平均加工费（元/吨）



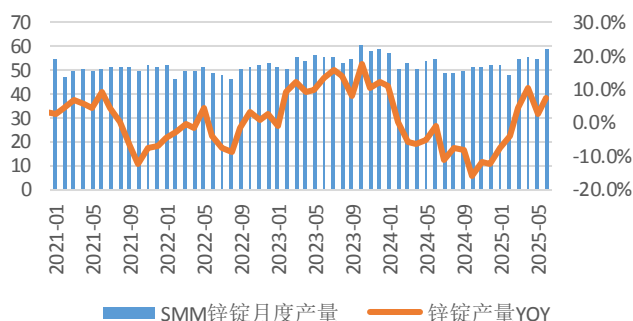
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 39：中国锌精矿产量（万吨）



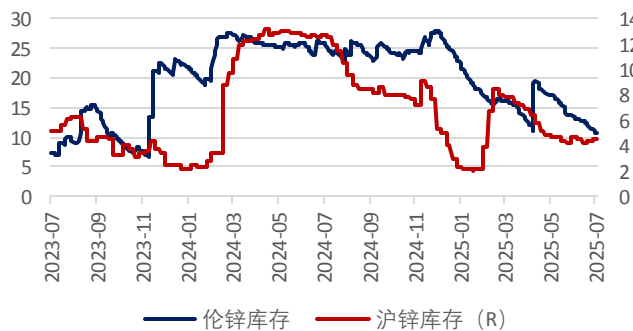
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 41：中国锌锭产量（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 43：全球锌期货库存（万吨，万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

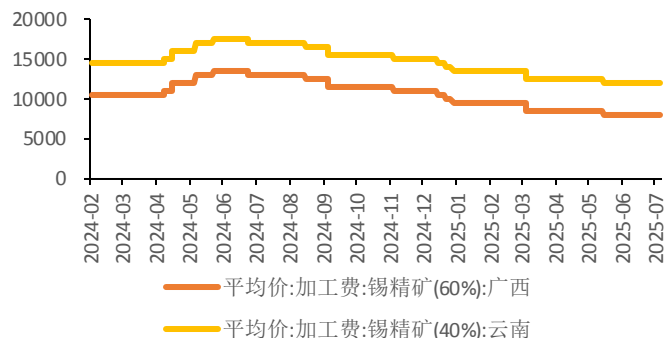
锡：矿端紧缺延续，需求边际改善

图表 44：LME 锡 cash-3M 升贴水（美元/吨）



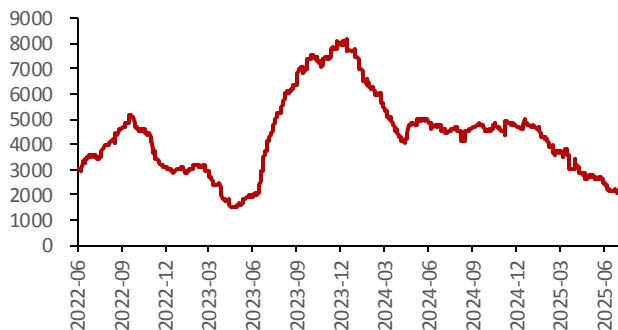
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 46：锡精矿加工费再走低（元/吨）



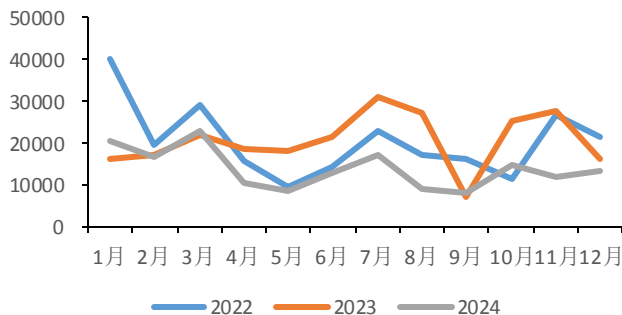
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 48：LME 锡库存再次去库（吨）



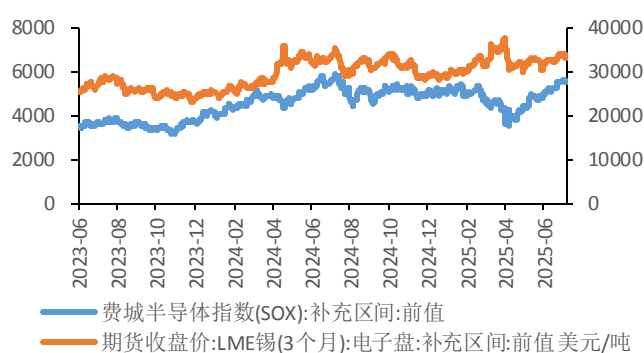
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 50：从缅甸进口锡精矿仍处低位（实物吨）



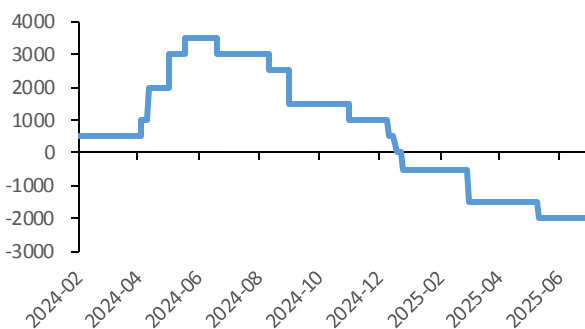
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 45：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 47：锡锭冶炼利润（元/吨）



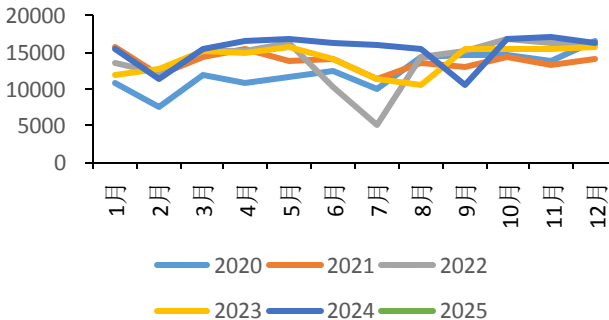
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 49：中国锡锭社会库暂稳（吨）



资料来源：iFind, 五矿证券研究所

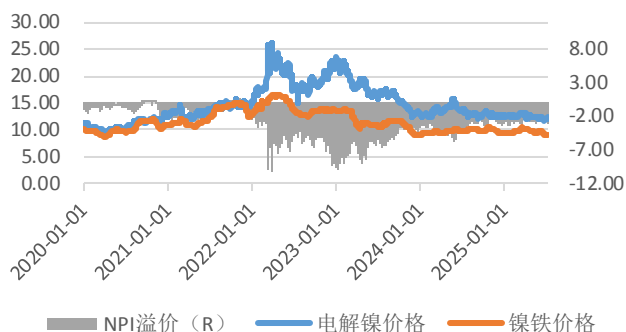
图表 51：中国锡锭产量（吨）



资料来源：SSMM, 五矿证券研究所

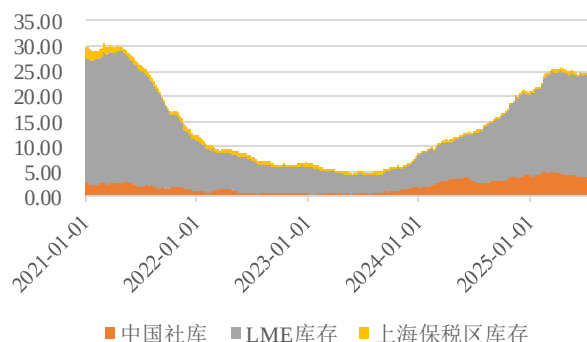
镍：基本面偏弱格局未见改善，镍价低位震荡

图表 52：NPI 较电镍贴水收窄（万元/吨）



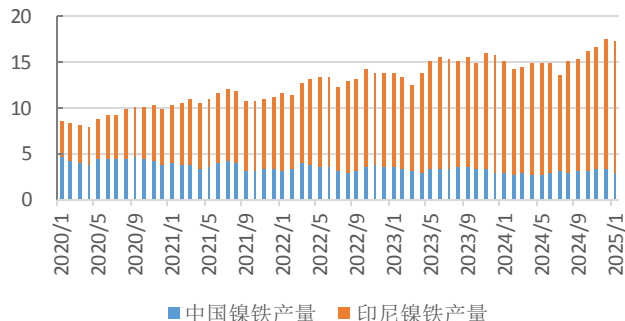
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 54：全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位（万吨）



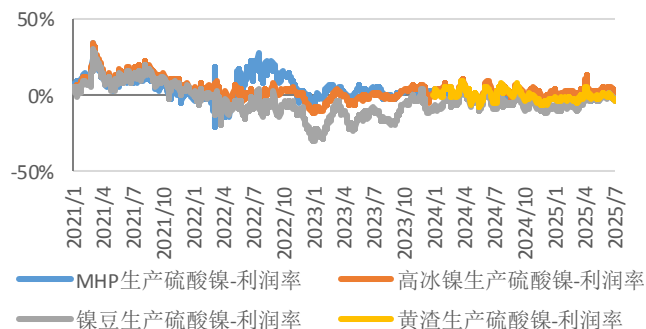
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 56：中国&印尼镍铁产量（万镍吨）



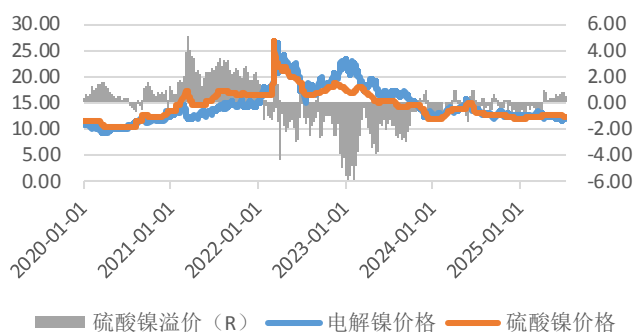
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 58：进口原料生产硫酸镍利润持续低位（%）



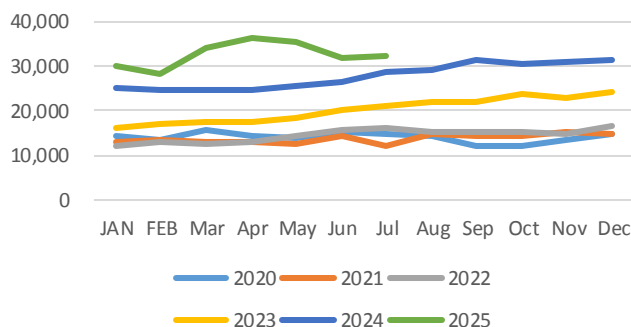
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 53：硫酸镍较纯镍贴水稳定（万元/吨）



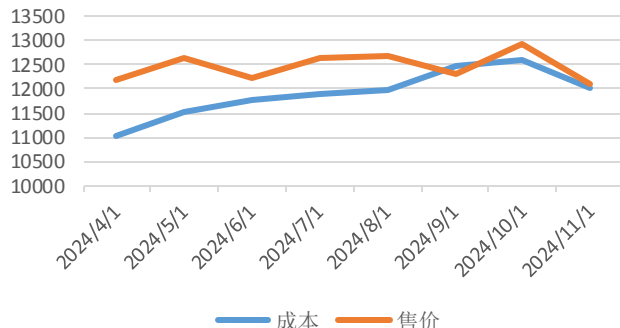
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 55：中国电镍产量历史同期高位（吨）



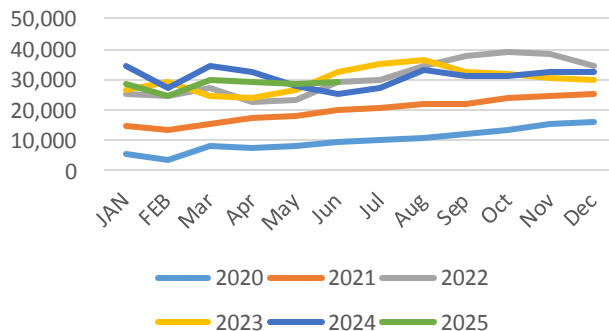
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 57：印尼 NPI 利润收缩（美元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 59：中国前驱体镍需求未有明显起色（吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

2.其他金属：钨价创历史新高，钼价创年内新高，战略金属价值重估

铟：国内外价差拉大，市场聚焦出口管制放松节奏

国内铟价偏稳运行，主要得益于国内部分冶炼厂主动减产、停产导致原料供应收紧。而海外铟价有所回调，国内外价差持续拉大。供给端，国内主要冶炼产区近期检修频繁，短流程企业因原料紧张被迫减产，月度产量环比下降。海外进口货源到港量也低于预期，港口显性库存降至低位，贸易商捂货意愿增强。需求端，虽然传统阻燃剂领域增长乏力，但光伏玻璃、锂电用焦铟酸钠、半导体用高纯氧化铟等新兴需求占比持续抬升。除此之外，市场聚焦出口管制放松，在内外价差放大的情况下，铟价易涨难跌。

稀土：商务部加速稀土出口审批，内外价差扩大

7 月 10 日，美国国防部为 MP Materials 的氧化镨钕产品提供的最低价为每公斤 110 美元，折人民币约 78 万元/吨，而当时国内氧化镨钕价格在 45 万元/吨左右波动，中美差价约为 33 万元/吨；国际高价差的传递增强了国内稀土市场对相关产品的价值预期，促使终端试探性补库、贸易商囤货等行为，加剧国内市场的供需紧张。7 月 20 日中国发布新版稀土配额管理方法，强化对重点企业出口许可的控制。6 月对美出口磁铁量激增 660%至 353 吨，显示中美稀土贸易摩擦缓和。稀土市场在国内外产品价差、原料端供给收缩预期以及应用端需求放量的多重作用下，整体呈现供需紧平衡状态，预计稀土价格震荡偏强。

钛：钛精矿过剩格局不改，海绵钛下游需求分化

7 月钛精矿价格整体呈稳中趋弱走势，由于供给大于需求，企业对未来采购较为谨慎。7 月钛精矿产量为 65 吨，环比-4.8%，同比+17.6%。受下游涂料需求疲软及出口严峻挑战影响，钛白粉市场持续供应过剩，钛白粉价格下降 7%左右。海绵钛下游市场需求分化，军工市场需求较好，企业在手订单，民品市场需求不断减弱，下游有所库存，对高价海绵钛谨慎刚需采购；海绵钛企业生产稳定，市场库存不多，对海绵钛价格支撑，市场将继续坚挺运行。

钼：钼价创年内新高，短期有望继续上涨

7 月多数产品价格再创下年内新高，中国钼制品价格走势为先涨后稳再涨。7 月钼精矿、钼铁、氧化钼、钼酸钠、七钼酸铵、钼粉、钼条价格涨幅均超过 10%。本轮钼价上涨主要由于供需两端双重利好因素共同带动。月初，受 6 月底原料售价下降过快、原料现货供应趋紧、钢招价格有所上升等因素的影响，钼精矿价格震荡上涨。月中，进行震荡调整期，钢招价格下降、下游用户畏高情绪加重，市场观望气氛增浓。月末，内蒙古某钼矿厂突发事故引发对钼供应担忧，主流钼矿山企业钼精矿售价明显上调。但在钼价暴涨下，下游用户畏高情绪明显增强，其中太钢集团、中信泰富特钢及青拓集团（青山）联合发表声明，宣布暂停钼铁采购。短期看，钼矿供给紧张下游需求旺盛，钼价有望继续上涨，中长期来看全球钼供给维持刚性，随着欧美加速制造业回流，国内制造业升级，全球军工需求旺盛，钼需求维持高景气，中长期持续看好。

钨：价格创历史新高，资源瓶颈与新兴需求共振

7 月钨价再创新高，中国供给侧政策是本轮钨价上行的主要原因。供给端看，全球供应水平偏紧形势不变，出口管制中短期阻滞出口，造成国际市场供应不足，拉动中国钨价跟随欧美市场上涨。国内钨精矿供应紧张加剧，新修订的《矿产资源法》实施以来，国内矿端执法力度加强，违法探采矿成本大幅提升，而今年钨精矿第一批指标同比减少 6.5%（约 4000 吨），部分矿山第一批指标将近用完，企业的开采及销售工作等待新一轮指标公布指引。除此之外，环保高压政策持续发力，尾矿库治理和废水排放标准升级，使得矿山开采、复产与冶炼加工成本大幅增加，矿端供给较为刚性。需求端看，当前下游需求复苏。中国 1-5 月金属切削机床产量增长 21.5%，硬质合金刀具产量环比 6 月增长 12%，扭转了连续两个月的下滑趋势。

光伏用钨丝领域对钨丝价格敏感度上升，采购策略转向“随用随采”。长期看，产业升级趋势催化钨材新需求，广泛分布于新能源、高端制造、电子信息技术及航空航天等前沿产业。政策红利叠加战略价值，预计钨价长期表现向好。

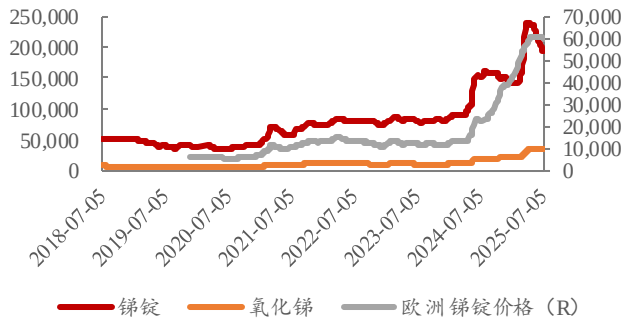
图表 60：小金属关键指标月度变化

金属品种		名称	单位	数值	月涨幅/环比	年涨幅/累计同比
铈	价格	国际现货价	美元/吨	60,000	2.6%	57.9%
		中国铈精矿 50% 均价	万元/金属吨	16.25	-4.4%	34.3%
		铈锭 99.65% 国产平均价	万元/吨	18.75	-3.8%	31.1%
	供需	中国铈矿进口 (M-1)	实物吨	1,824	-21.5%	-30.9%
		中国铈锭产量 (M-1)	万吨	0.49	-19.0%	-14.4%
		中国焦铈酸钠产量 (M-1)	万吨	0.20	-8.4%	-24.6%
钨	价格	黑钨精矿 65% 国产	万元/吨	19.40	13.1%	36.1%
		APT	万元/吨	28.59	13.7%	35.7%
		钨粉	元/公斤	441	17.9%	40.5%
		碳化钨粉	元/公斤	432	17.1%	39.9%
	利润	仲钨酸铵平均利润	元/吨	805	121.6%	132.0%
	供需	仲钨酸铵产量 (M-1)	吨	12,465	13.7%	1.0%
钼	价格	钼精矿 40-50%	元/吨度	4,260	13.3%	19.0%
		钼铁：上海现货	万元/吨	27.79	15.3%	18.4%
	供需	中国钼精矿产量 (M-1)	万吨	2.85	-1.0%	-8.0%
		中国钼铁产量 (M-1)	万吨	2.54	-2.2%	12.0%
		中国主流钢厂钢招量	万吨	1.35	6.3%	9.6%
钛	价格	钛精矿 > 47%：四川	元/吨	1,980	-1.0%	-7.9%
		2# 海绵钛	万元/吨	4.85	-1.0%	11.5%
		金红石型钛白粉：硫酸法	万元/吨	1.29	-7.5%	-11.9%
	供需	中国钛精矿产量	万吨	65.4	-4.8%	9.1%
		中国钛矿净进口 (M-1)	万实物吨	38.09	2.0%	-5.8%
		中国海绵钛产量	万吨	2.25	-3.8%	3.0%
稀土		中钕富钕矿	万元/吨	21.00	10.5%	23.5%
		氧化镨钕	万元/吨	53.80	18.2%	31.9%
		氧化铽	元/公斤	7,080	0.7%	25.1%
		氧化镝	元/公斤	1,610	1.9%	-3.0%
	利润	氧化镨钕盈利	万元/吨	7.66	20.0%	33.3%
		镨钕金属利润	万元/吨	-0.16	-164.8%	-136.9%
	供需	氧化镨钕月度产量	万吨	0.83	5.3%	8.5%
		钕铁硼月度产量	万吨	2.20	4.8%	-
		钕铁硼产能利用率		78.0%	-	-
		氧化镨钕供需平衡 (M-1)	吨	-1,019	-38.8%	-

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

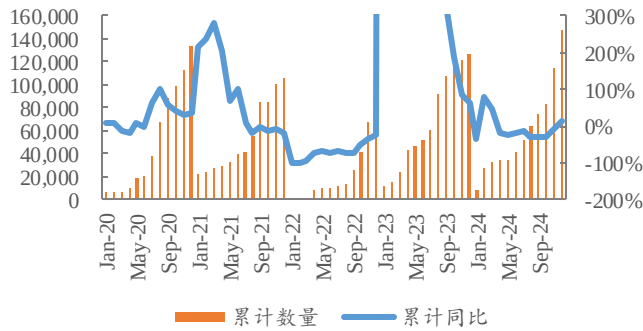
锑：国内外价差拉大，市场聚焦出口管制放松节奏

图表 61：内外价差持续扩大（元/吨，美元/吨）



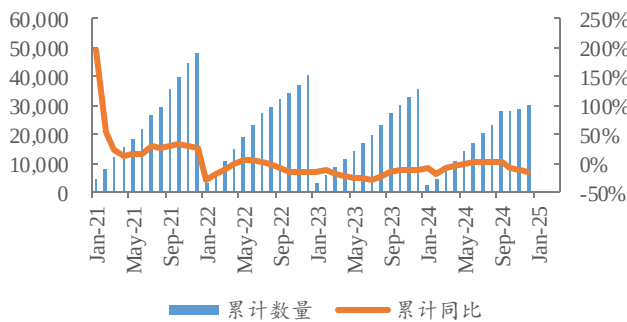
资料来源：Wind, Argus, 五矿证券研究所

图表 63：2024 年山东地区从俄罗斯进口金矿+16%（吨）



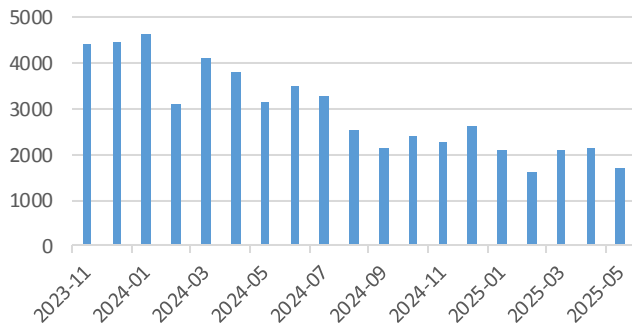
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 65：2024 年中国氧化锑出口累计-15%（吨）



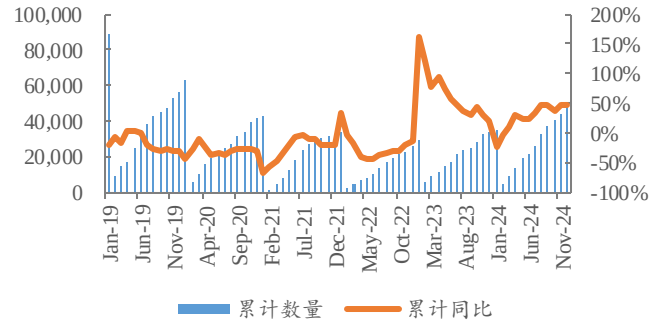
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 67：中国焦锑酸钠产量连续回落（吨）



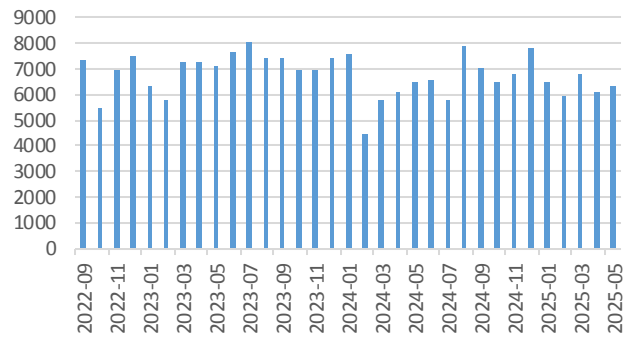
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 62：2024 年中国锑矿进口锑矿同比+46%（吨）



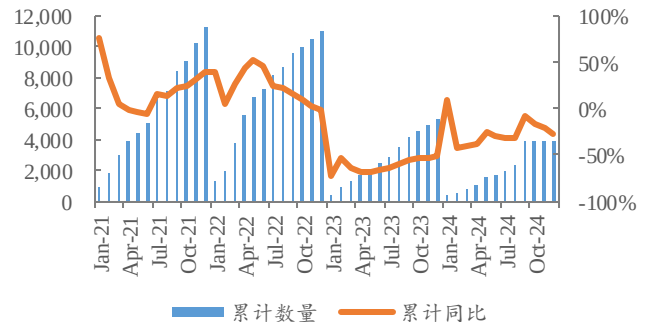
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 64：中国锑锭产量（吨）



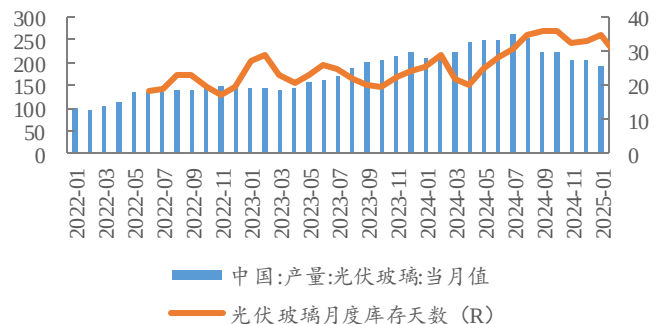
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 66：2024 年 8 月后中国锑锭无出口（吨）



资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

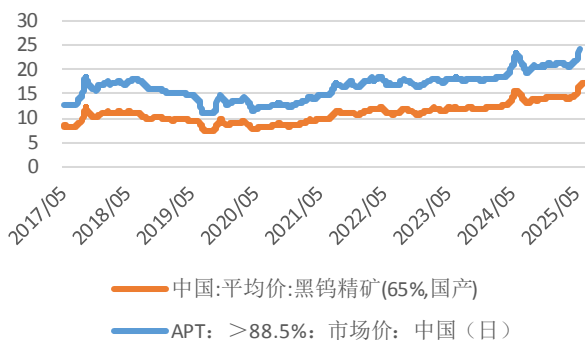
图表 68：光伏玻璃库存开始回落（万吨，天）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

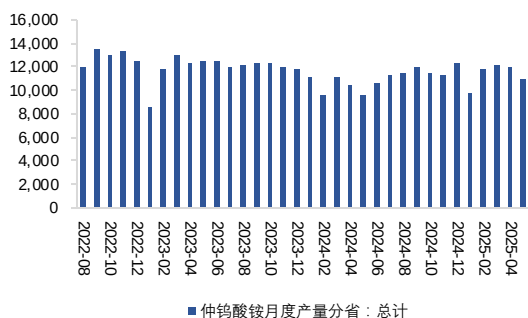
钨：价格创历史新高，资源瓶颈与新兴需求共振

图表 69：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

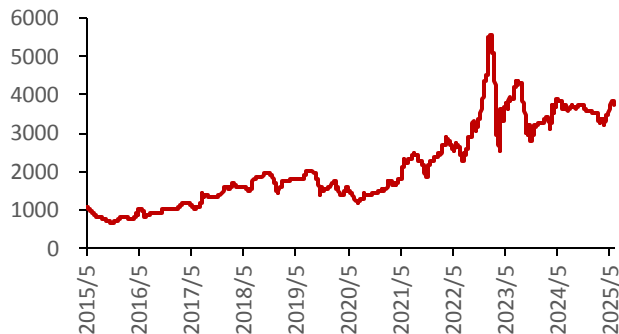
图表 71：中国 APT 产量（吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

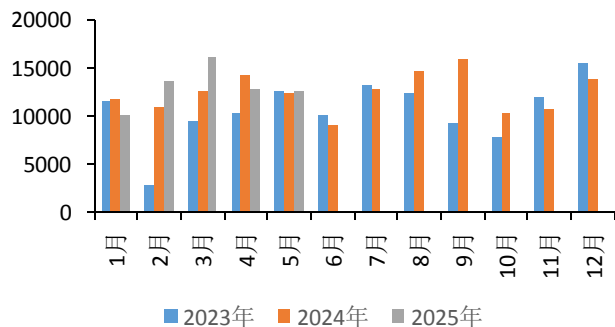
钼：钼价创年内新高，短期有望继续上涨

图表 73：40%-45%钼精矿价格（元/吨度）



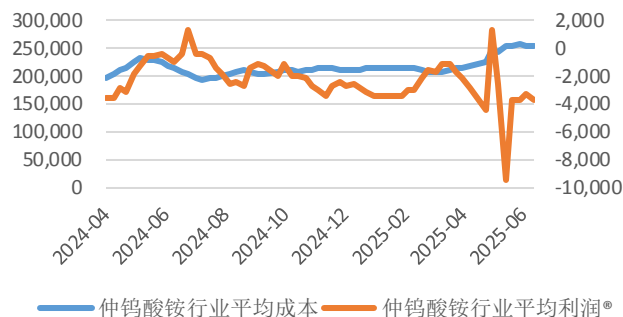
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 75：国内主流钢厂钼铁钢招量继续增加（吨）



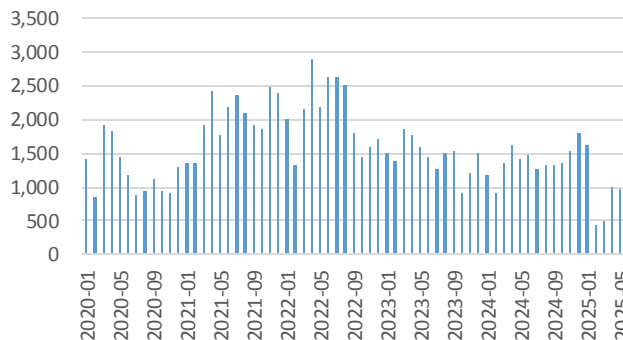
资料来源：亿览网, 五矿证券研究所

图表 70：仲钨酸铵行业利润及成本（元/吨，元/吨）



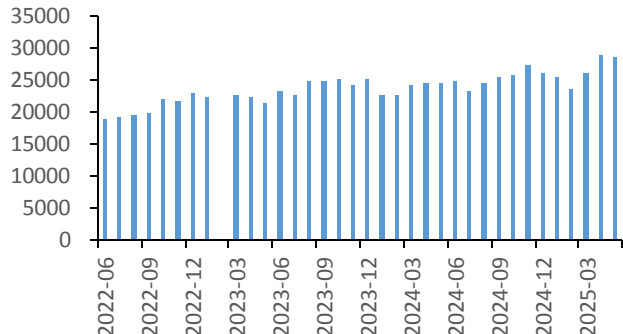
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 72：中国钨品出口量（吨）



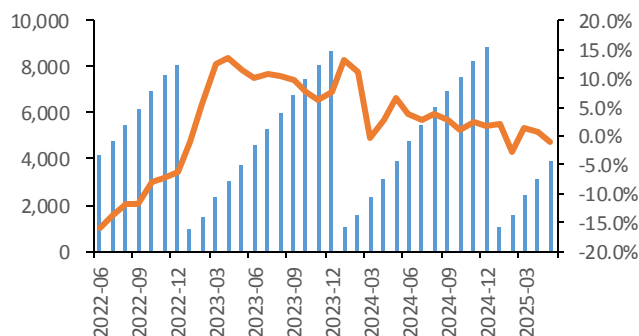
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 74：中国钼精矿产量（吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

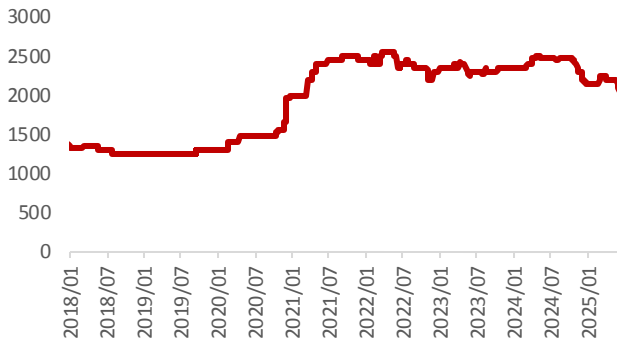
图表 76：造船完工量(载重):全球:累计值（万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

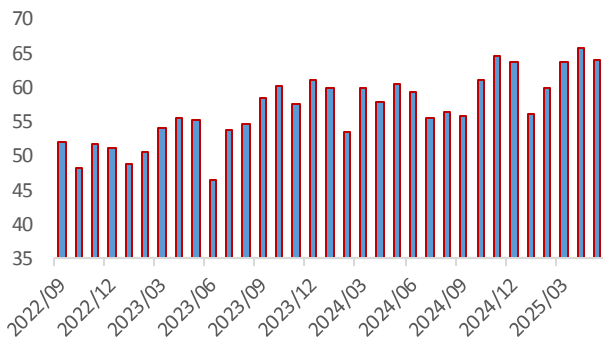
钛：钛精矿过剩格局不改，海绵钛下游需求分化

图表 77：钛精矿 $\text{TiO}_2 > 47\%$ 价格阶段性回落（元/吨）



资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

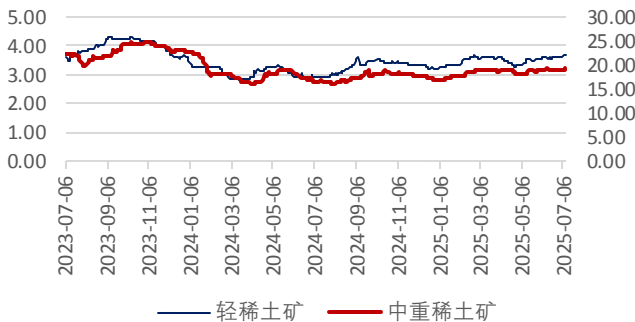
图表 79：中国钛精矿产量（万吨）



资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

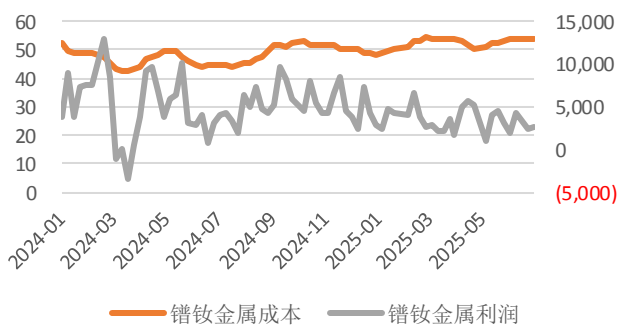
稀土：商务部加速稀土出口审批，内外价差扩大

图表 81：稀土矿价格（万元/吨，万元/吨）



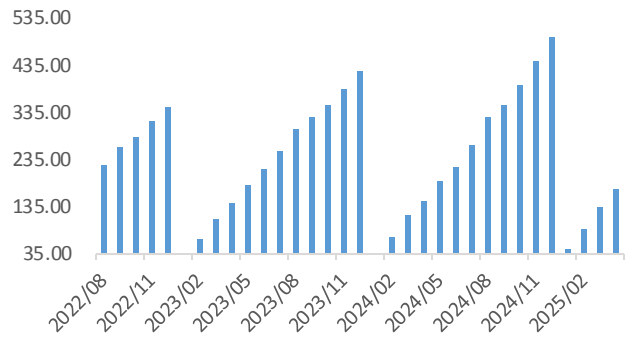
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 83：镨钕利润测算（万元/吨，万元/吨）



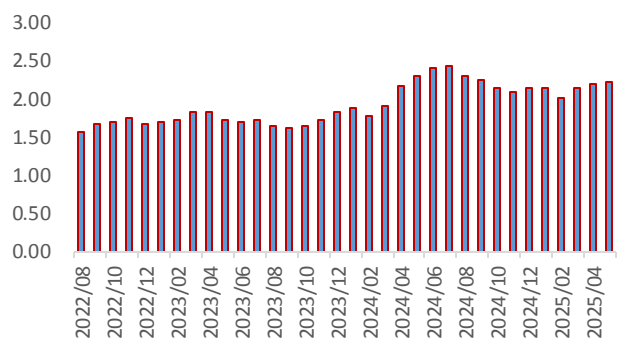
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 78：中国钛矿净进口：累计（元/吨）



资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

图表 80：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 82：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 84：氧化镨钕月度平衡（吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

六、政策变化：纵深推进全国统一大市场建设，破除“内卷式”竞争

国家发改委：纵深推进全国统一大市场建设，破除“内卷式”竞争

国家发展改革委、市场监管总局发布关于《中华人民共和国价格法修正草案(征求意见稿)》公开征求意见的公告。其中提到，进一步明确不正当价格行为认定标准。一是完善低价倾销的认定标准，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争。二是完善价格串通、哄抬价格、价格歧视等不正当价格行为认定标准。三是公用企事业单位、行业协会等不得利用影响力、行业优势地位等，强制或捆绑销售商品、提供服务并收取价款。四是强化对经营场所经营者价格行为的规范。

美国进口铜关税于 8 月 1 日生效

美国时间 7 月 30 日，美国总统特朗普签署公告，自 8 月 1 日起，对进口的铜半成品和铜含量高的衍生品统一征收 50% 的关税。征税范围涵盖铜管、铜线、铜棒、铜板带等铜半成品，以及管件、电缆、连接器、电气元件等铜含量高的衍生品。

七、重点行业及公司变化

北方稀土：包钢股份中标雅鲁藏布江稀土合金钢材项目

公司母公司包钢股份中标了国家历史第一大工程：雅鲁藏布江的 6.2 万多吨的稀土合金钢材的项目。

中国有色矿业：中色非洲矿业东南矿体暂时停产 初步预计停产约 90 天

中国有色矿业附属公司中色非洲矿业有限公司（中色非洲矿业）的东南矿体井筒内发生一起物体打击事件，造成分包商一名中方员工身亡。根据赞比亚矿山安全管理局及本公司及其附属公司（集团）安全管理相关规定，中色非洲矿业东南矿体自 2025 年 6 月 27 日起暂时停产，初步预计停产时间约为 90 天。在专家组完成现场检查评估后，中色非洲矿业将根据当地法规要求制定整改措施，确定最终停产时限。2025 年度东南矿体计划铜精矿含铜产量为 5.26 万吨。根据本公司初步测算，预计东南矿体停产将影响 2025 年度自有矿山铜产量约 1.45 万吨，约占本集团全年自有矿山铜计划产量的 9%。

中金黄金子公司内蒙古矿业已停产

7 月 23 日，东北大学 6 名学生在公司控股子公司中国黄金集团内蒙古矿业有限公司（简称“内蒙古矿业”）乌努格吐山铜钼矿选矿厂参观学习浮选工艺过程中，因格栅板脱落坠入浮选槽。经全力施救，6 人被救出后，医护人员确认已溺亡。另有 1 名老师受伤。内蒙古矿业是中金黄金的主力子公司之一（直接持股 90%），中金黄金矿山产铜约 8.2 万吨，内蒙古矿业是公司唯一在产钼的自有矿山。

多家国内铜企取得 LME 香港交割库全球首批铜标准仓单

2025 年 4 月 15 日，香港交易及结算所有限公司旗下伦敦金属交易所（LME）宣布，已核准首批位于中国香港特别行政区的仓储设施。

中国有色矿业集团有限公司出资企业中色国际贸易有限公司负责交易的该集团所属中色卢安夏 CLM 和中色大冶 DJ-B 两个品牌阴极铜取得伦敦金属交易所（以下简称“LME”）香港交割库注册标准仓单，成为 LME 在港设立交割库后的首批入库铜产品。其中，7 月 2 日运抵香港交割库的中色卢安夏 CLM 牌电铜成为全球首个进入 LME 香港仓库的铜品牌，标志着中国铜产品在国际市场的认可度与影响力再获突破。

除了中国有色矿业集团之外，铜陵有色、江西铜业等公司的电解铜也实现了 LME 香港仓库交割。

云南铜业：拟 23.24 亿收购凉山矿业 40%股份 交易完成后公司将取得该矿控股权

公司拟通过发行股份的方式购买云铜集团持有的凉山矿业 40%股份，并向中铝集团、中国铜业发行股份募集配套资金，交易价格 232,351.05 万元。上市公司在本次交易前已持有凉山矿业 20%股份，通过本次交易收购凉山矿业 40%股份后，凉山矿业将成为上市公司的控股子公司。凉山矿业拥有拉拉铜矿、红泥坡铜矿等优质铜资源，目前可年产铜精矿约 1.3 万吨、阳

极铜约 11.9 万吨、工业硫酸约 40 万吨。凉山矿业系中国铜业下属的核心铜资源生产冶炼基地之一，截至 2025 年 3 月底保有铜金属量 77.97 万吨，铜平均品位 1.16%，高于云南铜业目前 0.38% 的铜平均品位；并于 2024 年竞拍取得四川省会理市海林铜矿勘查探矿权，矿区面积 48.34 平方公里，进一步提高了凉山矿业的资源储备潜力。此外，凉山矿业所属矿山铜矿成本相对较低，成本具有较好竞争力；凉山矿业所属的西南地区硫酸销售价格也相对较好。本次公司拟收购控股股东云铜集团持有的凉山矿业 40% 股份，可以进一步解决同业竞争，相关承诺事项将得到切实履行。

金隆铜业公司主起草的行业标准《冶炼副产品铅铋合金锭》正式实施

由金隆铜业有限公司作为主起草单位制定的《冶炼副产品铅铋合金锭》有色金属行业标准，经工业和信息化部批准，于 2025 年 7 月 1 日起正式实施。铅铋合金锭是铜冶炼加工企业的重要副产品，目前，该公司铅铋合金锭年产量达近 400 吨，系国内铅铋合金锭主要生产企业之一。该标准的正式实施，将为铅铋合金锭的生产、检验及贸易活动提供重要技术依据，有效填补该领域标准化建设的空白。标准的推广实施将有力引导企业规范生产流程，提升产品质量水平，增强市场竞争力；促进资源高效回收利用，规范市场秩序，对推动有色金属行业高质量发展具有重要战略意义。

必和必拓分别与比亚迪及宁德时代签署电池技术合作协议

7 月 14 日，澳大利亚矿业公司必和必拓（BHP）分别与中国电动汽车制造商比亚迪旗下的全资子公司弗迪电池（FinDreams Battery）及中国电池制造商宁德时代（CATL）签署战略合作备忘录，以借助中国企业的技术优势，推动必和必拓矿山开采实现脱碳化转型。必和必拓与比亚迪的合作将重点关注重型采矿设备与机车动力电池解决方案的联合研发，以及配套快充基础设施的建设。同时，双方还将评估比亚迪商用电动车及轻型电动车在采矿作业中的应用潜力，以加速必和必拓传统柴油动力车辆的替代进程。必和必拓将与宁德时代共同探索矿山运营电气化的可行路径，共同开发矿山设备及矿用机车专用电池，并重点关注快速充电基础设施建设、储能系统优化以及电池回收利用方案等。通过与宁德时代的合作，必和必拓希望在铜矿运营中建立更可持续的价值链，以推动矿业循环经济的发展。上述合作与必和必拓制定的 2050 财年实现运营净零排放的长期目标高度契合。面对全球减碳压力，必和必拓正积极寻求创新解决方案，以应对其运营过程中产生的直接和间接碳排放（即 Scope 1 和 Scope 2 排放）。随着锂和镍等电池关键原材料需求持续增长，矿山开采过程中的碳排放问题日益凸显。矿山作业区域相对集中，这一特点使得电动车无需担忧续航里程问题，从而成为理想的绿色运输工具。弗迪电池与宁德时代也期望通过与必和必拓的合作，将他们的技术推广至全球市场。

铜陵有色：米拉多铜矿二期扩建项目按计划正常推进 7 月重负荷试车

米拉多铜矿二期扩建项目按计划正常推进，7 月份重负荷试车。公司披露，米拉多铜矿 70% 权益保有铜资源金属量 456 万吨，铜平均品位 0.49%。

风险提示

- 1、价格影响因素多样，历史经验不代表未来价格走势等；
- 2、工业金属旺季需求不及预期。

分析师声明

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

投资评级说明

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

一般声明

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

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

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

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

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

联系我们

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

Analyst Certification

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

Investment Rating Definitions

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

General Disclaimer

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

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

Special Disclaimer

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

Contact us

Shanghai

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

Shenzhen

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

Beijing

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