

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

报告要点

6月16日-18日，第二届中国-中亚五国峰会在哈萨克斯坦阿斯塔纳市举办，峰会期间中国同中亚五国达成多项合作共识，其中，矿产是中国-中亚六大优先合作方向之一。中亚五国地处欧亚大陆的中间地带，矿产资源极为丰富，多种矿产资源储量居世界前列，但矿产资源开发利用程度较低，矿业投资潜力巨大。中国矿企一方面要加强对中亚五国优质矿产的投资力度，积极拓展合作方式及合作领域，另一方面也要结合自身优势，综合评价矿业项目，做好风险预警防范。

2025年6月宏观环境利多发酵，有色金属板块领涨。本月，中国央行货币政策委员会第二季度例会召开，称将灵活把握政策实施力度和节奏，加力实施增量政策；海外伊以冲突缓和，但仍有反复，特朗普继续喊话美联储降息，美元承压回落，投资者偏好提升推动基本金属走强。受资源稀缺性、政策管控以及下游新兴产业需求增长的影响，锂电、稀土、钼、钨等战略小金属价格上涨。未来需重点关注美联储降息节奏、美国关税政策和伊以冲突局势变化等。

全球多国围绕关键性矿产资源保护及开发密集出台政策，主要手段有资源管控升级、加大产业支持等。《中华人民共和国矿产资源法（修订草案）》于2025年7月1日起正式实施，将“保障国家矿产资源安全”作为立法目的之一；多方关注中国强化管控稀土出口，商务部称对符合规定的申请中方将予以批准；工信部等9部门联合发布《黄金产业高质量发展实施方案（2025-2027）》，明确未来三年黄金资源量增长5%-10%；美国商务部宣布对钢铝及衍生品被征收50%关税；加蓬计划从2029年起禁止锰矿出口；津巴布韦决定从2027年起禁止锂精矿出口，仅允许硫酸锂出口；厄瓜多尔七年来首度重启矿业特许权登记；刚果（金）钴出口禁令继续延长三个月。

全球矿业领域资本运作与项目动态频发，涵盖并购重组、产能调整、技术突破等，部分矿山和冶炼厂因事故、原料短缺减产/停产。澳大利亚Lynas稀土公司宣布其在马来西亚的先进材料工厂首次生产分离氧化铽；新矿集团火烧云年产60万吨铅锌冶炼工程成功投料生产；耐普矿机拟投建哥伦比亚Alacran铜金银矿项目并设立哥伦比亚子公司；西部矿业控股子公司西藏玉龙铜业股份有限公司获得三期工程项目核准；东方钽业募集资金总额不超过12亿元发展钽铌产业链；洛阳钼业完成厄瓜多尔凯歌豪斯金矿交割，正式布局黄金资源；紫金矿业拟12亿美元收购哈萨克斯坦Raygorodok金矿项目；中矿资源宣布由于全球铜精矿供应紧张其位于纳米比亚的Tsumeb铜冶炼厂已临时暂停铜冶炼业务；艾芬豪矿业刚果（金）的Kakula铜矿西部已经复产但2025年Kamoa-Kakula生产目标较1月份设定生产目标减少了28%。

风险提示： 1、中亚五国矿产政策有不确定性；2、全球贸易政策变化超预期，货物流通造成区域性逻辑变化；3、工业金属旺季需求不及预期。

有色金属

评级：看好

日期：2025.07.16

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

2025/7/15



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《新疆“找矿行动”聚焦南疆，国内锑资源接续有望提速》(2025/7/10)
- 《战略性矿产系列报告—钾：粮食保障，资源为王》(2025/7/10)
- 《钨价创出历史新高，短期回调不改长期向好》(2025/7/2)
- 《海外锑资源热点新项目进度几何？》(2025/7/1)

内容目录

一、掘金亚欧大陆腹地，中亚金属矿产资源全景解析	5
1、中亚五国矿产资源禀赋及开发情况	5
2、中亚五国矿业环境及政策	11
3、对中国矿企的建议及风险提示	13
二、市场行情：铜铝高位震荡，战略小金属价值重估	15
二级市场：六月有色金属板块领涨，锂电化学品涨幅最大	15
1.工业金属：铜铝供需偏紧格局不改，整体易涨难跌	15
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	24
三、政策变化：新《矿产资源法》正式实施，各国密集出台矿产资源保护政策	30
《中华人民共和国矿产资源法（修订草案）》于 7 月 1 日起正式实施	30
商务部回应中重稀土出口管制：将持续加强合规申请审批工作	30
工信部等 9 部门联合发布《黄金产业高质量发展实施方案（2025-2027）》	30
美国对钢铝及衍生品关税加征率由原先的 25%提高到 50%	30
津巴布韦 2027 年起将禁止出口锂精矿	30
厄瓜多尔七年来首度启动采矿特许权登记	30
刚果（金）延长钴出口禁令三个月	31
四、重点行业及公司变化	32
巴里克矿业战略大转向，斥资百亿押注铜矿业务	32
中矿资源纳米比亚 Tsumeb 铜冶炼厂停产	32
首个再生商品品种铸造铝合金在上海期货交易所正式挂牌交易	32
西部黄金斥资 16.55 亿元收购控股股东新疆有色旗下金矿	32
中国有色矿业拟 1176 万美元收购哈萨克斯坦铜矿 10.5%股份	32
艾芬豪矿业下调 Kamoakakula 铜矿产量目标	32
澳大利亚 Lynas 稀土公司宣布生产出了重稀土氧化铽	33
西部矿业玉龙铜矿三期项目获核准批复	33
东方钽业拟定增募资不超过 12 亿用于钽铌产业链升级	33
耐普矿机拟投建哥伦比亚 Alacran 铜金银矿项目	33
洛阳钼业完成厄瓜多尔凯歌豪斯金矿交割，正式布局黄金资源	33
紫金矿业拟 12 亿美元收购哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿项目	33
火烧云年产 60 万吨铅锌冶炼工程投料生产	33
风险提示	35

图表目录

图表 1：中亚及邻区成矿单位划分和大型矿床分布图	5
图表 2：哈原工 12 家合资公司一览	6
图表 3：哈萨克斯坦同矿床分布图	7
图表 4：外资在哈所持铜矿项目分布图	7
图表 5：哈萨克斯坦主要金矿概况	7
图表 6：哈萨克斯坦已发现的稀有金属和稀土金属分布	8
图表 7：乌兹别克斯坦主要矿产品储量情况	9

图表 8: 乌兹别克斯坦目前主要投资项目概览	9
图表 9: 中国矿企在塔吉克斯坦矿产资源布局概览	11
图表 10: 土库曼斯坦固体矿产分布情况	11
图表 11: 中亚五国主要矿业权的种类及规定	12
图表 12: 中亚五国税率情况	12
图表 13: 中亚五国加强勘探相关战略规划一览	13
图表 14: 六月有色金属板块领涨	15
图表 15: 二级板块中锂电化学品涨幅最大	15
图表 16: 铜价格与基差 (万元/吨, 元/吨)	18
图表 17: 现货:中国铜冶炼厂:粗炼费 TC (美元/吨)	18
图表 18: 铜精矿冶炼盈亏 (元/吨)	18
图表 19: LME 及 Comex 铜库存 (万吨)	18
图表 20: SMM 中国电解铜社会库存 (万吨)	18
图表 21: 中国电解铜表观消费量 (万吨)	18
图表 22: 电解铜制杆周度开工率 (%)	18
图表 23: 中国电网基本建设投资完成额 (亿元)	18
图表 24: 铝土矿 CIF 价格 (美元/吨)	19
图表 25: 中国进口铝土矿 (万吨)	19
图表 26: 中国铝土矿产量处于历史低位 (万吨)	19
图表 27: 中国氧化铝产量 (万吨)	19
图表 28: 中国电解铝成本结构 (元/吨)	19
图表 29: 中国电解铝毛利跟踪 (元/吨)	19
图表 30: 中国电解铝产能接近天花板, 高开工率 (万吨)	19
图表 31: 全球铝期货库存 (万吨)	19
图表 32: 伦铝与沪铝价格 (美元/吨, 元/吨)	20
图表 33: 铅精矿 TC 处于低位 (元/吨, 美元/干吨)	20
图表 34: 中国铅精矿产量 (万金属吨)	20
图表 35: 中国铅精矿进口 (万吨)	20
图表 36: 铅产业链利润跟踪 (元/吨)	20
图表 37: 铅冶炼开工率 (%)	20
图表 38: 中国精炼铅产量同比下降 (万吨)	20
图表 39: 全球铅期货库存去库 (万吨, 万吨)	20
图表 40: 伦锌与沪锌价格 (美元/吨, 元/吨)	21
图表 41: ZN50 国产平均加工费 (元/吨)	21
图表 42: 锌产业链利润跟踪 (元/吨)	21
图表 43: 中国锌精矿产量 (万吨)	21
图表 44: 中国进口锌精矿 (万吨)	21
图表 45: 中国锌锭产量 (万吨)	21
图表 46: 中国精锌进出口 (万吨)	21
图表 47: 全球锌期货库存 (万吨, 万吨)	21
图表 48: LME 锡 cash-3M 升贴水 (美元/吨)	22
图表 49: 费城半导体指数及 LME 锡价拟合 (美元/吨)	22
图表 50: 锡精矿加工费再走低 (元/吨)	22
图表 51: 锡锭冶炼利润 (元/吨)	22
图表 52: LME 锡库存再次去库 (吨)	22
图表 53: 中国锡锭社会库暂稳 (吨)	22
图表 54: 从缅甸进口锡精矿仍处低位 (实物吨)	22
图表 55: 中国锡锭产量 (吨)	22

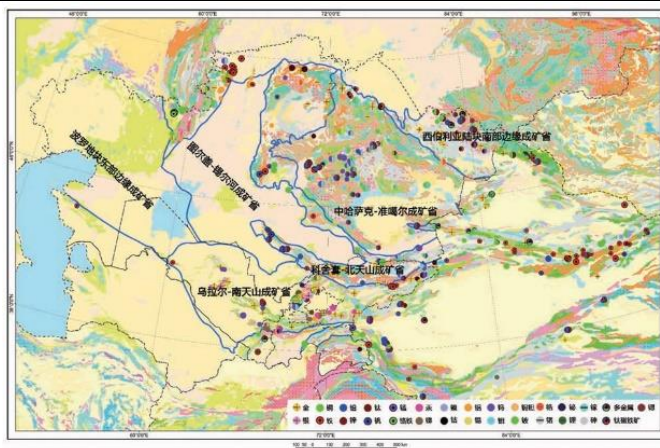
图表 56: NPI 较电镍贴水收窄 (万元/吨)	23
图表 57: 硫酸镍较纯镍贴水稳定 (万元/吨)	23
图表 58: 全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位 (万吨)	23
图表 59: 中国电镍产量历史同期高位 (吨)	23
图表 60: 中国&印尼镍铁产量 (万镍吨)	23
图表 61: 印尼 NPI 利润收缩 (美元/吨)	23
图表 62: 进口原料生产硫酸镍利润持续低位 (%)	23
图表 63: 中国前驱体镍需求未有明显起色 (吨)	23
图表 64: 小金属关键指标月度变化	26
图表 65: 内外价差持续扩大 (元/吨, 美元/吨)	27
图表 66: 2024 年中国锑矿进口锑矿同比+46% (吨)	27
图表 67: 2024 年山东地区从俄罗斯进口金矿+16% (吨)	27
图表 68: 中国锑锭产量 (吨)	27
图表 69: 2024 年中国氧化锑出口累计-15% (吨)	27
图表 70: 2024 年 8 月后中国锑锭无出口 (吨)	27
图表 71: 中国焦锑酸钠产量连续回落 (吨)	27
图表 72: 光伏玻璃库存开始回落 (万吨, 天)	27
图表 73: 钨价仍处于历史相对高位 (万元/吨)	28
图表 74: 仲钨酸铵行业利润及成本 (元/吨, 元/吨)	28
图表 75: 中国 APT 产量 (吨)	28
图表 76: 中国钨品出口量 (吨)	28
图表 77: 40%-45%钼精矿价格 (元/吨度)	28
图表 78: 中国钼精矿产量 (吨)	28
图表 79: 国内主流钢厂钼铁钢招量继续增加 (吨)	28
图表 80: 造船完工量(载重):全球:累计值 (万吨)	28
图表 81: 钛精矿 TiO2 > 47%价格阶段性回落 (元/吨)	29
图表 82: 中国钛矿净进口: 累计 (元/吨)	29
图表 83: 中国钛精矿产量 (万吨)	29
图表 84: 中国海绵钛产量 (万吨)	29
图表 85: 稀土矿价格 (万元/吨, 万元/吨)	29
图表 86: 金属氧化物价格 (万元/吨, 万元/吨)	29
图表 87: 镨钕利润测算 (万元/吨, 万元/吨)	29
图表 88: 氧化镨钕月度平衡 (吨)	29

一、掘金亚欧大陆腹地，中亚金属矿产资源全景解析

6 月 16 日-18 日，第二届中国-中亚五国峰会在哈萨克斯坦阿斯塔纳市举办。峰会期间，中国同中亚五国达成多项合作共识，其中，矿产是中国-中亚六大优先合作方向之一，《阿斯塔纳宣言》提出“各方愿深化绿色矿产、新能源、新基建等领域投资和产业合作，保障区域产业链稳定畅通”，引发市场广泛关注。

独特地理优势叠加丰富矿产资源使得中亚地区成为国内外矿企新的投资热土，矿业投资潜力巨大。中亚五国指哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦和土库曼斯坦，西至里海、东到中国新疆、南抵阿富汗、北及俄罗斯的广大区域，总面积约 400.8 万平方公里，总人口 8261 万人。中亚五国地处欧亚大陆的中间地带，横跨“一带一路”陆路主轴，是中欧班列、“中间走廊”与跨里海运输通道的必经之地，拥有得天独厚的地理优势。由于涉及古亚洲、过渡域和特提斯三大构造域，地质成矿条件好，矿产资源极为丰富，多种矿产资源储量居世界前列。

图表 1：中亚及邻区成矿单位划分和大型矿床分布图



资料来源：《中亚及邻区战略性关键矿产的分布规律与主要科学问题》李文渊等，五矿证券研究所

1、中亚五国矿产资源禀赋及开发情况

整体来说，中亚地区固体矿产资源丰富，具有优势的矿产资源包括铬、铀、金和煤炭等，储量分别高达全球 48.0%、13.1%、7.3% 和 4.2%。分国别看，哈萨克斯坦拥有石油、天然气、铀、煤、铬、铜、金、银、铅锌、镍、钨、钼、铁、锰、铝土矿、磷等多种优势矿产；乌兹别克斯坦拥有黄金、铜、铀、钾盐等优势矿产；吉尔吉斯斯坦拥有黄金、锑、钨、铜、锡、钼、汞等优势矿产；塔吉克斯坦拥有黄金、银、铅、锌、锑等优势矿产；土库曼斯坦拥有天然气、钾盐等优势矿产，石油、碘、溴、硝、锶、硫酸钠等也较为丰富。

哈萨克斯坦：铀资源占有绝对优势，铜、金、稀有金属等资源禀赋突出

哈萨克斯坦坐拥中亚腹地核心位置，是中亚地区国土面积最大、经济最发达的国家。采矿业是哈萨克斯坦国民经济的支柱产业，根据中国商务部数据，2023 年哈萨克斯坦采矿业占 GDP 约 13%，占工业总产值 48%。哈萨克斯坦矿产资源非常丰富，矿产种类较为齐全，共发现近百种矿种，其中 70 种具有勘查储量，超 60 种正在开采，主要矿产类型包括石油、天然气、铀、煤、铬、铜、金、银、铅锌、镍、钨、钼、铁、锰、铝土矿、磷等，多种矿产储量和产量处于世界前列。根据 USGS，2022 年哈萨克斯坦生产了全世界 43% 的铀、14% 的铬铁、5.6% 的海绵钛、3.8% 的黄金和 2.7% 的铜精矿。

哈萨克斯坦仅有 10%-15%的已探明矿产资源处于开发阶段，采矿业发展潜力巨大。哈萨克斯坦全国共备案有各类矿床（点）8,000 余个，包括金属矿床 900 余个。哈萨克斯坦地质公司是哈萨克斯坦唯一一家从事探勘活动的国有企业，主要勘探品种为铜、金、铀等。大型矿企包括陶肯-萨姆鲁克矿业公司、哈萨克斯坦铜业公司、哈萨克斯坦锌业公司、欧亚资源集团、哈萨克斯坦钢铁集团、哈萨克斯坦原子能工业公司等。

1) 铀：哈萨克斯坦铀矿查明资源量为 84.2 万吨，全球占比 14%，仅次于澳大利亚；2009 年产量跃居世界第一后连年产量全球最高。根据世界核协会，2019 年哈萨克斯坦铀产量 22,808tU，全球占比 42.51%，在全球铀资源中占有绝对优势。哈萨克斯坦国内已探明铀矿超 55 个，其中有 19 个铀矿床正在开发，在产铀矿山基本为砂岩型，水文地质条件好，开采成本低。由于境内没有核电站，哈萨克斯坦所生产铀全部用于出口，以中间产品“黄饼”的形式出口至中国、俄罗斯、加拿大和法国等。

根据哈萨克斯坦《地下资源法》规定，哈萨克斯坦铀矿开发权仅通过直接谈判的方式授予哈萨克斯坦国家原子能工业公司，哈原工可寻求外部合作伙伴共同开发。目前，哈萨克斯坦铀矿采矿权分别属于 16 家公司，其中，哈原工及其全资子公司拥有 4 个采矿权，2023 年铀总产量约 11,169 吨，占全球总产量的 20%，是全球第一大铀生产商；其余采矿权均为哈原工与俄罗斯、加拿大、法国、日本及中国等成立合资公司联合开采。其中，俄罗斯一号铀业公司是哈萨克斯坦最大的铀矿开发合作伙伴，其次为加拿大、法国、日本。中国在哈萨克斯坦所占铀矿权益储产份额仍较低，目前包括：1) 2006 年，中核集团与哈原工成立 SEMIZBAY-U 合资公司（哈原工 51%、中核集团 49%）共同开发 Irkol 矿床；2) 2011 年，中广核与哈原工成立 ME ORTALYK 合资公司（哈原工 51%、中广核 49%）共同开发 Mynkuduk 中部和 Zhalpak 矿床，两个合资公司 2023 年合计铀矿储量为 36,800 吨，产量为 2,590 吨。

图表 2：哈原工 12 家合资公司一览

合资公司名称	股权结构	项目名称	采矿权期限	产量 (2023)
JV INKAI	哈原工 60%、加拿大矿业能源公司 40%	Inkai 矿床 1 号区块	2045	3201 吨
JV KATCO	哈原工 49%、法国奥拉诺集团 51%	Moinkum 矿床 1-2 号区块	2039	2564 吨
KARATAU	哈原工 50%、俄罗斯一号铀业公司 50%	Budenovskoye 矿床 2 号区块	2040	2560 吨
JV SOUTHERN MINING & CHEMICAL COMPANY	哈原工 30%、俄罗斯一号铀业公司 70%	Akdala 矿床、Inkai 矿床 3 号区块	2026/2029	2225 吨
ME ORTALYK	哈原工 51%、中广核 49%	Mynkuduk 中部和 Zhalpak 矿床	2033	1650 吨
JV KHORASAN	哈原工 50%、俄罗斯一号铀业公司 30%、日本亚洲能源公司 20%	Khorasan 北部矿床 Khorasan-1 区块	2058	1580 吨
JV AKBASTAU	哈原工 50%、俄罗斯一号铀业公司 50%	Budenovskoye 矿床 1-3 号区块	2037/2038	1545 吨
BAIKEN-U	哈原工 52.5%、日本亚洲能源公司 47.5%	Khorasan 北部矿床 Khorasan-2 区块	2055	1315 吨
SEMIZBAY-U	哈原工 51%、中核集团 49%	Irkol 矿床	2030	940 吨
APPAK	哈原工 65%、日本住友商事 65%、日本关西电力 10%	Mynkuduk 西部矿床	2035	803 吨
JV ZARECHNOYE JSC	哈原工 49.98%、俄罗斯一号铀业公司 49.98%、Karaballinsky Mining Plant JSC 0.04%	Zarechnoye 矿床	2025	741 吨
JV Budenovskoye	哈原工 51%、Stepnogorsk Mining and Chemical Plant 49%	Budenovskoye 矿床 6-7 号区块	2045	-

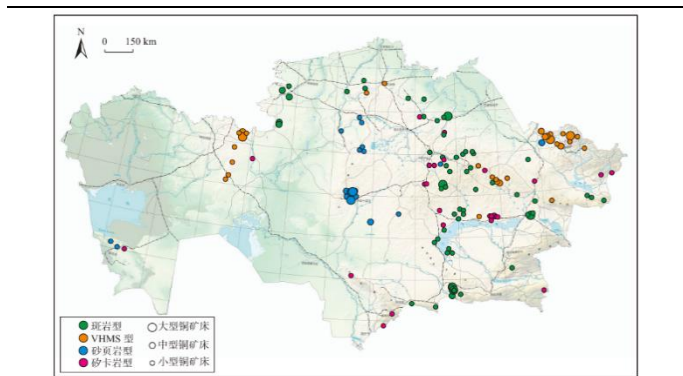
资料来源：哈原工年报，五矿证券研究所

2) 铜：2024 年哈萨克斯坦铜储量约 2,000 万吨，居全球第 11 位；铜精矿产量 74 万吨，居全球第 9 位。哈萨克斯坦全国有近 130 处铜矿床，其中大型 10 余处、中型约 30 处、小型 90 余处，主要成矿类型为包括斑岩型、砂页岩型、矽卡岩型等。2023 年，大约 66% 的铜产量用于出口，其中 85% 以上出口至中国、土耳其和阿联酋等国。

哈萨克斯坦已颁发铜矿业权许可证 140 余项，哈萨克斯坦最大的铜矿开发商 Kazakhmys 和哈萨克斯坦矿业公司 KAZ Minerals 两家公司持有正在开发铜矿资源总量的 90%、产量的 85%，在国内占有绝对主导地位。Kazakhmys 旗下有 Zhezkazgan、Nurkazgan 等 13 座矿山，哈萨克斯坦矿业公司旗下有 Aktogay、Bozshakol 等 8 座矿山。其他参与合作开发的国家包括俄罗斯、英国、德国、美国、中国等。如俄罗斯铜业集团持有哈西南边界 5 个矿床采

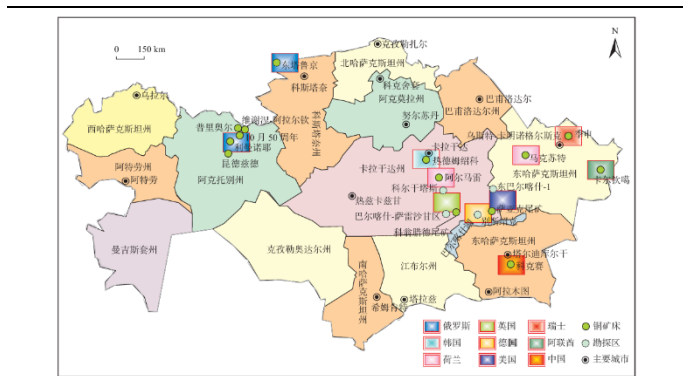
矿权；英国力拓公司与哈萨克斯坦国家地质勘探公司合作勘探巴尔喀什湖地区等。中国参与哈萨克斯坦铜矿开发合作程度总体来说处于中位：2025 年 6 月，中国有色矿业宣布拟 1176 万美元收购哈萨克斯坦矿企 SM Minerals 10.5% 股份，后续将进一步磋商收购合计 65% 的 SM Minerals 股权。SM Minerals 拥有哈萨克斯坦本卡拉北采矿权（铜金属储量约 150 万吨）及本卡拉南探矿权等资产，具备大规模采矿条件。

图表 3：哈萨克斯坦铜矿床分布图



资料来源：《哈萨克斯坦铜资源禀赋、开发形式及投资潜力分析》张丹丹等，五矿证券研究所

图表 4：外资在哈所持铜矿项目分布图



资料来源：《哈萨克斯坦铜资源禀赋、开发形式及投资潜力分析》张丹丹等，五矿证券研究所

3) 黄金：资源量约 9,000 吨，2024 年储量超 2,300 吨，居世界第 10 位；产量 130 吨，居世界第 6 位。目前国家储备平衡表备案的金矿床共有 360 余个，包括岩金矿 280 余个和沙金矿 60 余个。单一金矿约占总储量 68%，其余为共生矿。

未来三年，哈萨克斯坦计划在黄金开采领域启动 13 个投资项目，到 2030 年黄金年产量达 140-150 吨。目前，100 余个金矿床正在进行开发，35 个正在开采。截至 2024 年，哈萨克斯坦开采企业超 70 家，前五大金矿分别由瑞士嘉能可控股的哈萨克斯坦锌业、俄罗斯 Solidcore 资源、哈萨克斯坦矿业公司和哈萨克斯坦 Altynalmas 公司所有。2025 年 6 月，紫金矿业宣布拟 12 亿美元收购哈萨克斯坦 RG 金矿 100% 股权，该矿山为在产露天矿山，矿石资源量 2.41 亿吨，平均品位 1.01 克/吨，金金属量 242.1 吨，年均产金约 5.5 吨。

图表 5：哈萨克斯坦主要金矿概况

项目名称	所属公司	采矿权期限	产量 (2023)
Altyntau Kokshetau	哈萨克斯坦 Kazzinc（嘉能可控股）	2031	437,640 盎司
Kyzyl Project	俄罗斯 Solidcore resources	2050	345,000 盎司
Varvara	俄罗斯 Solidcore resources	2039	204,000 盎司
Bozshakol	哈萨克斯坦 KAZ Minerals	2060	117,440 盎司
Pustynnoe	哈萨克斯坦 Altynalmas	2024	103,170 盎司

资料来源：AIFC, Mining technology，五矿证券研究所

图表 6: 哈萨克斯坦已发现的稀有金属和稀土金属分布

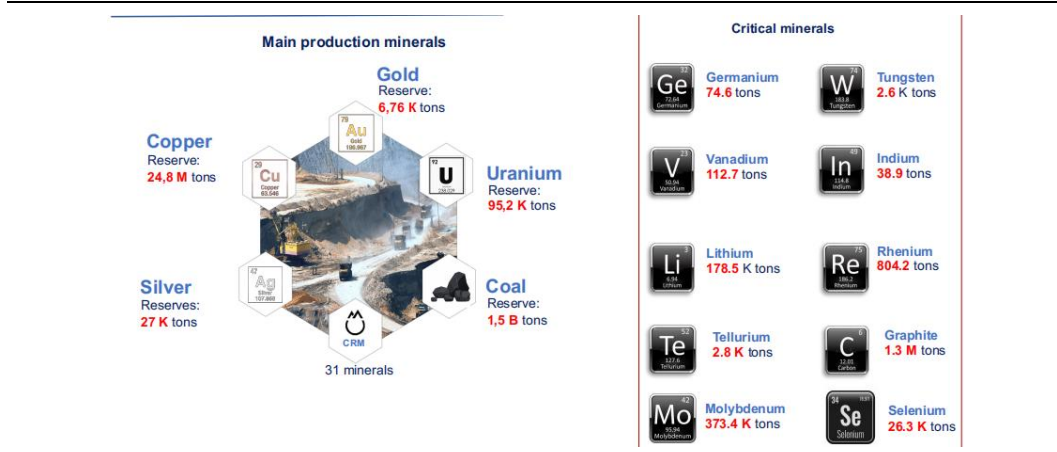


资料来源：哈萨克斯坦国际通讯社，五矿证券研究所

乌兹别克斯坦位于中亚腹地的“双内陆国”，其五个邻国均无出海口。在中亚五国中经济实力仅次于哈萨克斯坦，其国民支柱型产业是黄金、棉花、石油和天然气，2023 年采掘业占乌 GDP 约 12.1%。乌兹别克斯坦矿产资源较为丰富，现探明近百种矿种，主要优势矿产有天然气、石油、黄金、铀、铜、白银、钾盐、铅锌及磷矿等，是全球原油、天然气、钼、氮和铀的领先生产商。根据乌兹别克斯坦矿业与地质部，到 2030 年，计划将黄金产量提高至 175 吨，铀 1 万吨，白银 600 吨，铜 50 万吨。

乌兹别克斯坦金属矿产资源勘查开发程度普遍较低，各类矿床登记在册数量有 2,000 多个，仅对其中 40%进行了详细研究，目前主要以开发露天的金、铜矿为主。2021 年 4 月，该国颁布了《关于进一步加强地质行业吸引投资、加快矿业企业转型和扩大矿产资源基地》的决定，计划合并 7 家地矿企业，成立“乌兹别克斯坦地质勘探股份公司”，进一步提高勘查能力。大型矿企包括金矿生产商 Navoi 矿业冶金综合公司、铜矿生产商 Almalyk 矿业冶金综合公司和铀矿生产商 Navoiuranium 国家公司。中乌两国矿产资源领域合作主要集中在油气领域。

图表 7：乌兹别克斯坦主要矿产品储量情况



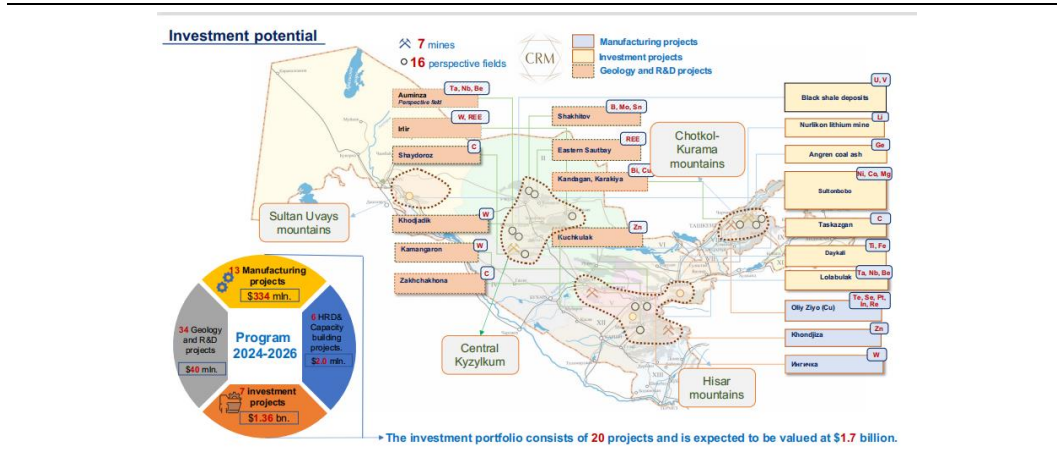
资料来源：乌兹别克斯坦矿业与地质部，五矿证券研究所

1) 铜：乌兹别克斯坦探明铜储量达 2,500 万吨，主要为斑岩型铜矿，拥有世界级铜矿山 **Almalyk**。2023 年，Almalyk 铜矿所属公司 Almalyk 矿业冶金综合公司生产 14.85 万吨铜、17.5 吨黄金和 163 吨白银，并计划到 2028 年提高年产量至铜 40 万吨、黄金 50 吨和白银 270 吨。除此之外，乌兹别克斯坦高度重视本国“铜产业集群”发展，Almalyk 矿业冶金综合公司目标将铜的深加工量提高到 80%，将产品从阴极铜延伸到下游高附加值铜产品，包括电缆和电线产品、管道、配件、铜粉、电动汽车备件和充电器、可再生能源元件等。

2) 黄金：乌兹别克斯坦已知约有 600 个金矿，探明金矿储量达 5,991 吨，居世界第 10 位，开采量居世界第 11 位，拥有世界级金矿山 **Muruntau**。该金矿探明储量 2,000 吨，平均品位 3.5g/t。2023 年 Muruntau 金矿所属公司 Navoi 矿业冶金综合公司生产 92 吨黄金、20.4 吨白银。

3) 其他战略小金属：乌兹别克斯坦还积极发展钨、钼、镁、锂和钛等战略稀有金属开发，打造“原料-加工-科技-成品”生产链。2025 年 3 月，乌兹别克斯坦宣布计划未来三年内投资 26 亿美元启动 76 个稀有矿产项目，涵盖 28 种稀有品种，包括正在积极推动的 Nurlikon 锂矿项目、Taskazgan 石墨矿项目等。

图表 8：乌兹别克斯坦目前主要投资项目概览



资料来源：乌兹别克斯坦矿业与地质部，五矿证券研究所

吉尔吉斯斯坦：金矿开发程度较高，其他矿种未充分开发

吉尔吉斯斯坦位于中亚东北部，是中亚第四小国。采矿业是该国支柱产业，占工业生产总额的 58%。吉尔吉斯斯坦地质成矿条件好，金属矿产种类齐全，已发现铁、锰、铜、金等 32 种矿产，其中，已探明储量的优势矿产有金、铋、汞、锡、钨、铜和铁等。

吉尔吉斯斯坦金矿开发程度较高，其他矿种多数尚未得到充分利用。根据吉尔吉斯斯坦国家工业、能源与地下资源利用委员会数据，吉尔吉斯斯坦已发放各类矿权 2,381 个，其中金属矿产矿权 539 个。吉尔吉斯斯坦金属矿产开采中，金矿占 94%。吉尔吉斯斯坦矿企近百家，其中一半为外资企业，以中国、俄罗斯、哈萨克斯坦、加拿大为主。主要矿企包括吉尔吉斯斯坦国有矿业公司 Kumtor Gold、中吉合资公司 Alтынken（吉尔吉斯斯坦 40%，紫金矿业 60%）等。

黄金：吉尔吉斯斯坦已发现原生金矿床、矿（化）点近 2,000 处，砂金矿床 50 余处。根据 2016 年统计，黄金探明储量 565.8 吨，估算资源量为 3,000-4,000 吨。2023 年，吉尔吉斯斯坦黄金产量为 3.2 万千克，黄金开采产值占吉尔吉斯斯坦全国矿产开采业产值的 90%，占工业生产总值的 1/2，为吉尔吉斯斯坦支柱产业。中国矿企布局吉尔吉斯斯坦金矿较早：1) 2011 年，紫金矿业从吉尔吉斯斯坦黄金公司获得 TaldyBulak 左岸金矿 60% 股权，该金矿矿石资源量 420.4 吨，预计储量为 64.4 吨，伴生银储量 45.2 吨，2024 年实现矿产金 3.7 吨；2) 中国黄金在吉尔吉斯斯坦有两个金矿项目，目前布丘克金矿项目试生产启动，凯奇恰拉特库鲁铜金矿已全面达产。

塔吉克斯坦：黄金、白银、铋资源优势明显，中企布局较多

塔吉克斯坦是中亚地区国土面积最小的国家，境内约 93% 为山地，被称为“高山之国”。2019 年采矿业占工业产值的 17.6%、国内生产总值的 6%。塔吉克斯坦目前已探明且开发的金属矿床和非金属矿床有 600 多个，主要矿产有煤、铀、金、银、铅、锌、汞、钨、锡、石盐等。

由于缺乏资金和技术支持，塔矿产资源总体开发程度不高，只有 27% 的矿产资源得到利用。塔吉克斯坦勘查投入主要集中在金矿，大部分经费来源于矿企，塔吉克斯坦政府也有国家勘查预算，但规模较小。塔吉克斯坦目前主要开发的矿种为金、银、铅锌、铋以及伴生铜，除黄金全部被塔吉克斯坦央行收购以外，其他矿产品几乎全部出口，主要出口国为哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、俄罗斯和中国。其中，铋矿石主要出口至中国，铜全部出口至哈萨克斯坦。中国在塔吉克斯坦实施矿产资源开发的企业数量和投资额不断增加。紫金矿业、中国有色集团、特变电工和华钰矿业等先后在塔投资金、铋矿资源。

1) 黄金：塔吉克斯坦岩金和砂金储量较大，根据塔吉克斯坦科学院与塔吉克斯坦地质总局提供的资料，全国探明黄金总储量为 573 吨。中国矿企广泛参与开发塔吉克斯坦金矿项目：1) 2007 年，紫金矿业收购塔吉克斯坦 ZGC 公司 75% 股权，主导吉劳和塔罗两座金矿开发，金资源量 94.9 吨，2024 年产金 5 吨，是塔吉克斯坦最大的黄金生产企业和唯一生产高纯铜的企业；2) 2009 年，中国有色矿业集团收购帕鲁特金矿 100% 股权，金资源量 150 吨，达产后年产金 3 吨；3) 2012 年，特变电工股份以资源换项目方式获得东杜奥巴金矿、东杜奥巴侧翼及上库马尔金矿开发经营权，金资源量 78 吨。

2) 铋：塔吉克斯坦铋矿资源丰富。根据 USGS，2023 年塔吉克斯坦产铋 2.1 万吨，为仅次于中国的世界第二大铋精矿生产国和出口国。随着中国对铋出口实施限制，塔吉克斯坦已成为全球市场的主要供应国。吉日克鲁特汞铋矿是独联体国家最大的矿床之一，由美国和塔吉克斯坦成立的合资企业开发。2017 年，华钰矿业与塔吉克斯坦最大的国有企业塔吉克铝业成立合资公司，共同开发塔吉克斯坦康桥奇汞铋金矿，铋金属量达 26.46 万吨。

图表 9：中国矿企在塔吉克斯坦矿产资源布局概览

公司名称	投资矿山	所占股权	资源量	产量
紫金矿业	吉劳/塔罗金矿	70%	黄金94.9吨	2024年5吨
中国有色集团	帕鲁特金矿	100%	黄金150吨	约3吨
特变电工	东杜奥巴/上库马尔克金矿	100%	黄金78吨	约3吨
华钰矿业	康桥奇锑金矿	50%	锑26.5万吨、黄金5吨	约2万吨
西藏珠峰	派-布拉克/阿尔登-托普坎/扎勒尼索勒-希莫利三个铅锌多金属矿区	100%	铅锌、铜、银资源储量8460万吨	2021年铅精矿8万吨，锌精矿14万吨

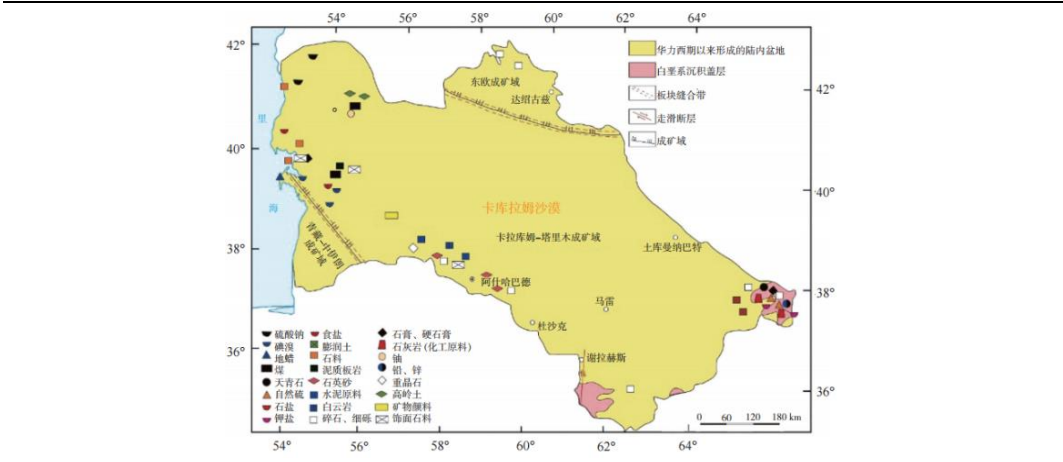
资料来源：公司官网，中国有色网，五矿证券研究所

土库曼斯坦：油气、钾盐资源丰富

土库曼斯坦位于中亚西南部的内陆国家，地形较为平坦，以平原和沙漠为主，境内约 80%的国土面积倍卡拉库姆沙漠所覆盖。独特的地质背景造就了土库曼斯坦丰富的矿产资源，主要优势矿产包括天然气、石油、钾盐、芒硝、碘、有色金属及稀有金属等，特别是天然气资源。土库曼斯坦天然气探明储量约 19.5 万亿立方米，占世界总储量的 10.1%，远景储量逾 50 万亿立方米，居世界第四位。中国与土库曼斯坦是彼此在天然气领域的最主要合作伙伴，正形成生产、管道运输、贸易、金融、工程服务“五位一体”综合性格局。

钾盐：土库曼斯坦的优势矿产资源，储量全球领先。根据中国地质调查局 2022 年发布的《全球矿产资源储量评估报告》，土库曼斯坦钾盐储量为 83,353 万吨，占全球钾盐储量的 5.59%，居世界第六位。目前已探明 Karlyuk、Karabil、Tyubegatan、Kugitang、Gaurdak5 个大型、超大型矿床。

图表 10：土库曼斯坦固体矿产分布情况



资料来源：《土库曼斯坦矿产资源现状及投资环境分析》李乐倩等，五矿证券研究所

2、中亚五国矿业环境及政策

整体来说，近年来中亚各国相继出台吸引外资投资政策，矿业领域开放程度不断提高；但同时资源保护主义抬头、强化本土化供应链建设趋势明显。分国别看，哈萨克斯坦总体投资环

境优越，但铀矿开发权仅通过直接谈判的方式授予哈原工，哈原工可寻求外部合作伙伴共同开发，开采期限不超过 25 年；吉尔吉斯斯坦积极鼓励外国投资者参与矿产资源开发，但国家级区块必须 100%由国有控股公司开发，国家在非国家级项目开发中也必须占有比例，大中型金矿吉政府需占股 30%，占产品利润 30%；乌兹别克斯坦矿业领域开放水平不断提高，2017 年以后大规模、公开吸引外资投资，但关键矿产如铀矿外资占比不得超过 50%；塔吉克斯坦矿产资源政策明确且限制少，但由于地势较高，基础设施建设陈旧落后，道路网络不发达、电力短缺问题突出；土库曼斯坦则高度重视吸引外资投资其油气领域。

图表 11：中亚五国主要矿业权的种类及规定

中亚五国主要矿业权的种类及规定					
国家	管理部门	主要矿业权种类	最初批准有效期	延长次数和年限	备注
哈萨克斯坦	工业和基础设施发展部（管理除铀化合物及铀以外固体矿产资源开发、颁发地下资源使用许可证） 能源部（管理铀化合物和铀矿开发，颁发使用许可证） 生态、地质和自然资源部（负责国家生态环境政策制定及实施，负责实施国家地质调查研究工作和监督国家矿产资源生产）	地下资源地质调查许可证	3年	/	哈萨克斯坦铀矿开发权仅通过直接谈判的方式授予哈原工，哈原工可寻求外部合作伙伴共同开发，开采期限不超过25年
		固体矿产勘探许可证	6年	可延期1次，不超过5年	
		固体矿产采矿许可证	不超过25年	延长期限不得超过原许可期限，但延期次数无限制	
乌兹别克斯坦	矿业与地质部	地质研究许可证	5年	可延期	能源及重点矿产品（如铀）开发等领域外资所占股份一般不超过50%
		采矿许可证	10年，根据可行性研究报告可延长	可延期	
吉尔吉斯斯坦	自然资源、生态和技术监督部	地质研究许可证	2年	可延期至10年	国家级区块必须由100%国有控股公司开发，国家在非国家级项目开发中必须占有比例；大中型金矿吉政府需占股30%，占产品利润30%
		矿产资源开发许可证	20年	可延期至矿产资源采尽	
塔吉克斯坦	国家地质总局（负责地质研究许可证的发放） 工业和新技术部（负责采矿许可证的发放） 工业和采矿监督局（发放土地使用许可证及办理矿山用地手续）	地质研究许可证	至少5年	可延期	/
		采矿许可证	至少3年	可延期	/
土库曼斯坦	石油天然气部	勘探许可证	6年	可延期2次，每次不超过2年	/
		开采许可证	30年	可延期5年	/

资料来源：《中亚五国矿业权管理与投资环境》宋国明，《对外投资合作国别（地区）指南》中国商务部，中国地质调查局 西安地质调查中心，金诚同达律师事务所，金杜律师事务所，五矿证券研究所

税收政策上，吉尔吉斯斯坦税收最低，开采、销售金矿免税（加工矿物而生产和销售的商品利润除外）。哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦税收制度相对成熟，多数矿产开采税税率在 4%-10%之间，哈萨克斯坦另外征收超额利润税。塔吉克斯坦矿产开采税率较高，对企业投资成本的增加有一定影响。

图表 12：中亚五国税率情况

中亚五国税率			
国家	企业所得税	增值税	矿产开采税
哈萨克斯坦	20%	12%	1) 矿产资源开采税（精铜8.55%、黄金7.5%、铀资源税8%）；2) 超额利润税
乌兹别克斯坦	15%	12%	黄金等贵金属、铜铅锌等工业金属资源税7%，铀、稀有和稀土金属资源税8%
吉尔吉斯斯坦	10%，开采、销售金矿等税率为0	12%	地矿税根据区块储量和面积、资源种类确定
塔吉克斯坦	18%	15%	18%
土库曼斯坦	本土企业8%，外国企业15-20%	15%	天然气矿产使用税22%，原油矿产使用税10%

资料来源：《对外投资合作国别（地区）指南》中国商务部，乌兹别克斯坦矿业与地质部，金诚同达律师事务所，五矿证券研究所

从趋势看，中亚各国 1) 资源民族主义抬头，限制资源开发与贸易流通：哈萨克斯坦现行《矿床资源及矿产资源利用法》继续支持“哈萨克斯坦含量”，在物资、工程建设、服务、人员雇佣等方面要求本地化比例；吉尔吉斯斯坦 2020 年新政府执政后发布了一系列矿业新规，包

括不允许外资开发吉尔吉斯斯坦“国家级”矿产资源；矿山开发时，至少 90%的雇员必须是吉尔吉斯斯坦公民；把向国外出口金矿石和金精矿的采矿及加工企业的税率提高至 7%等；2) 致力于从资源大国向附加值更高的环节跃升，强化本土供应链建设：以哈萨克斯坦铀资源为例，哈萨克斯坦着重构建全产业链发展，将业务从铀矿开采、天然铀生产扩大到铀转化、浓缩和燃料元件制造、直至核电站建设和运营。在燃料元件供应方面，哈原工目标到 2030 年供应世界三分之一的燃料元件；又比如乌兹别克斯坦重点推动建立铜产业集群，2021 年乌兹别克斯坦发布《关于发展采矿和冶金工业及相关工业的补充措施》，提出打造高附加值铜产业集群，创建从原料到成品的多层次价值链。

3、对中国矿企的建议及风险提示

长期以来，随着与中亚国家共建“一带一路”走深走实，我国在中亚资源开采中占据领先地位。但近年来，随着美国等西方国家中亚战略的推进，包括美国、法国、德国和英国在内的西方主要经济体表达了与中亚国家合作勘探资源的浓厚兴趣，尤其是稀土、稀有金属，包括铀、锂、钽、铌、钨、钼、钨、钨和镓等，试图摆脱对中国关键金属的高度依赖。

在此背景下，中国矿企机遇与挑战并存。一方面要加强对中亚五国优质矿产的投资力度，积极拓展合作方式及合作领域，另一方面也要结合自身优势，综合评价矿业项目，做好风险预警防范。1) 品种选择兼顾开发程度高与开发潜力大的品种。中亚地区当前固体矿产资源开发程度较高的矿种主要为铀、金和铜等，未来将大力提高对包括锂、钨、钼、铌和稀土等在内的战略小金属品种开发力度，中国矿企应顺应中亚五国政策趋势，发挥在产业链优势环节的技术和工艺优势，做好品种投资的统筹布局；2) 把握勘探领域合作机遇。中亚五国目前相当一部分基础勘查资料、地质报告形成于苏联时期，近年来纷纷加强勘探投入力度。在当前中亚各国吸引地质勘探领域投资的政策机遇期，中国矿企应着重关注有潜力区域的探矿权或与哈萨克斯坦公司开展联合勘探；3) 灵活选择投资模式，积极寻求与本土企业建立合资公司。受限于外资股权限制政策，中国矿企投资合作方式不必拘泥于定价权、控股权等，可参考日本、韩国模式，早期以参股形式介入，后期根据情况动态调整，提高股份比例。这种利益共同体的方式能较好地处理与当地和原有股东的关系，扩大投资范围。

图表 13：中亚五国加强勘探相关战略规划一览

国家	加强勘探相关战略规划	规划内容
哈萨克斯坦	《2020-2025年国家地质勘探计划》	国家预算5.3亿美元，计划吸引21亿美元投资用于地质勘查领域，私人投资与国家投入比例为4:1
乌兹别克斯坦	《乌兹别克斯坦2020-2024年地质行业发展规划》	国家预算3.316亿美元，用于金、银、铀、铜、铅锌、钨、稀有和稀土金属元素资源增储
吉尔吉斯斯坦	《2015-2035年采矿行业发展规划》	保障采矿行业多元化、平稳、快速发展
塔吉克斯坦	《2016-2026年国家稀有金属储量调查及评价规划》	国家预算300万美元对苏联时期发现的一批稀有金属矿点开展勘查工作，提交储量评价报告并推动后续开发

资料来源：《哈萨克斯坦铜资源禀赋、开发形式及投资潜力分析》张丹丹等，《乌兹别克斯坦矿产资源现状与投资环境分析》何子鑫等，《吉尔吉斯斯坦矿产资源潜力及矿业投资建议》王斌等，《塔吉克斯坦矿产资源现状与投资环境分析》何子鑫等，五矿证券研究所

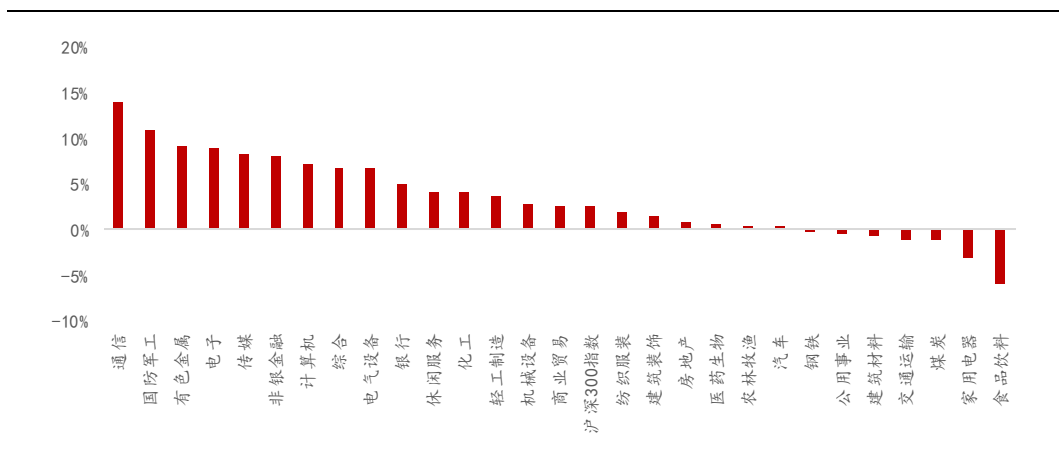
同时，中国矿企布局中亚国家矿产应注意以下风险。1) 政策不稳定风险。中亚国家普遍政策法规不稳定且仍有不利于外资企业规定，对企业生产经营活动产生不利影响，形成事实上的

投资壁垒；**2) 矿权管理不规范风险。**矿权管理往往涉及多部门、多领域交叉重叠管理，造成诸多不规范行为。以塔吉克斯坦为例，地质总局负责探矿权发放、工业和新技术部负责采矿权发放、地方管理机构负责发放土地使用许可证及办理矿山用地手续、国家工业安全生产监督局负责矿山安全生产监督。虽按规定矿业权通过直接谈判或招标形式发放，但实际操作过程中行政审批速度慢、手续繁琐复杂、腐败、不规范、不透明执法情况时有发生；**3) 矿产品销售风险。**各国为实现资源价值最大化、巩固产业基础，或进一步出台限制出口措施。如哈萨克斯坦政府自 2016 年起实施的《贵金属及宝石法》规定国内黄金矿企必须优先向国内三家精炼厂出售黄金，若这些精炼厂不予收购，黄金才可出口，哈萨克斯坦央行还拥有黄金收购优先权。

二、市场行情：铜铝高位震荡，战略小金属价值重估

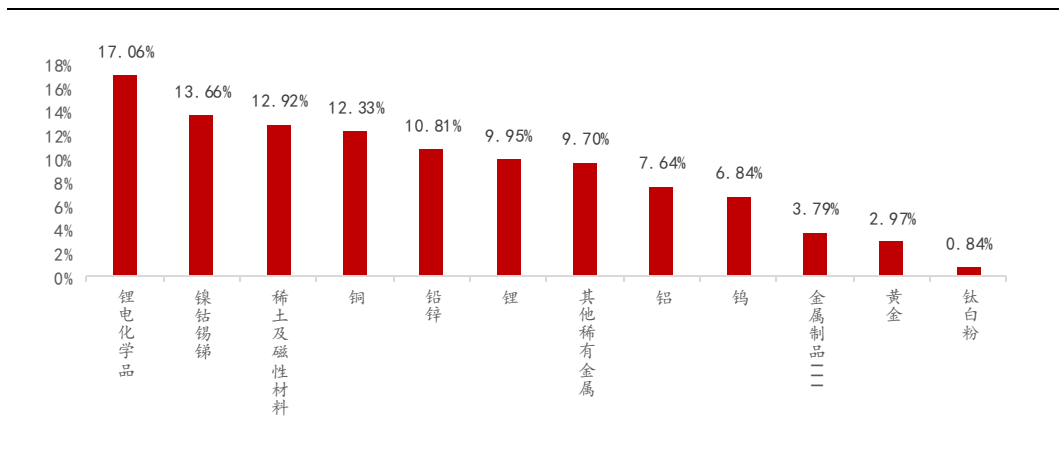
二级市场：六月有色金属板块领涨，锂电化学品涨幅最大

图表 14：六月有色金属板块领涨



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 15：二级板块中锂电化学品涨幅最大



资料来源：Wind，五矿证券研究所

1.工业金属：铜铝供需偏紧格局不改，整体易涨难跌

铜：高位盘整后拉升，232 关税落地前铜价易涨难跌

美铜关税风声再起，叠加 LME 库存低位，沪铜高位盘整后拉升，6 月沪铜涨幅 2.4%，整体偏强运行。宏观面上，特朗普将钢铁和铝进口关税提升一倍至 50%，提升对铜进口关税征收预期；未来降息力度的预期升温，美联储高层表态释放鸽派信号，若通胀温和最快 7 月可能启动降息，美元指数大幅回落为铜价提供显著支撑。

基本上，供给端，Antofagasta 与中国冶炼厂 2025 年中谈判结果 TC/RC 敲定为 0.0 美元/干吨及 0.0 美分/磅，现货 TC 报价依然承压于负值区间运行，凸显矿石供应紧张。国外嘉能可澳大利亚 Mount Isa 冶炼厂、中矿资源纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂因精矿紧缺暂停生产，国内中小冶炼厂下半年仍存减产预期。需求端，6 月下游进入传统消费淡季。空调排产量、光伏装机量阶段性下滑，但新能源车购置税减免政策再延一年或带来三季度末需求反弹，国内新能源车产销稳健及电网投资高增长支撑铜消费。

结构上，美铜关税预期扰动，美国虹吸效应导致非美市场现货紧张。COMEX 铜库存已经累至 21 余万吨，较年初增长 126.7%，而 LME 库存较年初下降 66%至历史低位，极易发生挤

仓行为。预计矿端短缺与低库存为铜价提供支撑，232 关税落地前铜价易涨难跌，偏强震荡。

铝：氧化铝价格承压，电解铝利润扩大

氧化铝价格承压，收跌 6.9%，沪铝偏强运行，收涨 2.4%。铝土矿预期持稳或下跌为主，氧化铝生产成本预计稳中小降。国产铝土矿产量持稳运行，伴随几内亚雨季逐步开始，进口铝土矿价格出现小幅回落，但铝土矿整体维持宽松格局。氧化铝前期检修减产产能陆续恢复，运行产能维持高位，现货供应维持相对宽松状态，给予氧化铝价格顶部压力。在氧化铝价格、电力价格走低的带动下，电解铝成本有所回落，电解铝利润空间持续扩大。整体来说，国内电解铝企业的开工率保持在较高水平，但国内电解铝产能天花板已形成，供给存在刚性，增长空间相对有限；需求端，铝下游淡季氛围较浓，新增订单较为乏力，铝价较高一定程度抑制了开工率的提升，但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。低库存有效冲击消费弱预期，铝价偏强运行。

铅：供应端收紧，铅价震荡上行

6 月沪铅先抑后扬，收涨 3.2%。供给端，原生铅方面，铅精矿供需平衡格局持续，进口铅锌矿 TC 降至 -45 美元/吨，原料供应限制精铅开工，铅锭供应压力缓和。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

6 月锌价呈区间震荡。供应端，NEXA 年产 34.4 万吨的冶炼厂罢工，海外供应有所扰动；国内锌矿供应逐渐恢复，国内外锌矿加工费都有所抬升。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，6 月精炼锌供应显著恢复且势头强劲，预计 7 月高供应水平有望延续，有效抵消了锌锭进口窗口关闭带来的影响。需求端，下游处于消费淡季，镀锌整体行情疲软，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。

锡：矿端紧缺延续，需求边际改善

6 月锡价高位震荡，收涨 7.7%。供应端，锡矿短缺局面不断加剧，国内云南、江西等主产区矿山开工率维持低位，受环保检查机部分矿山品位下降影响，国产供应偏紧。国外，缅甸佤邦禁矿令执行趋严（暂无明确复产时间），叠加印尼锡矿出口配额审批放缓，1-5 月锡矿累积进口 5 万实物吨，同比下降 36.4%。受原料短缺、成本压力等影响，6 月精炼锡的产量环比下降 6.9%。需求端，电子需求逐步回暖复苏，光伏成主要拉动项。电子领域，消费电子进入传统旺季备货期，焊锡需求边际回暖；光伏领域，国内组件产量维持高位，海外光伏装机量超预期，带动光伏焊带用锡需求增长。预计后续锡价震荡偏强。

镍：基本面偏弱格局未见改善，镍价低位震荡

基本面看，印尼镍矿供应依然偏紧，菲律宾镍矿发货效率不及预期，导致镍不锈钢产业链的矿端支撑依然较强。纯镍方面，基本面矛盾并不突出，过剩依然延续但是累库速度有所放缓，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、钢厂压价，镍铁价格连续走跌，6 月下旬成交价跌破印尼成本。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。

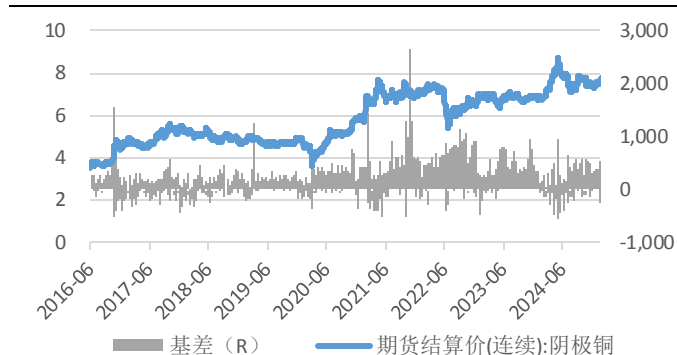
图表 16：工业金属关键指标月度变化

金属品种		名称	单位	数值	月涨幅	年涨幅/累计同比	累计同比
铜	价格	沪铜期货结算价	万元/吨	8.00	2.4%	8.4%	-
		现货TC	美元/吨	-43.56	-0.3%	-750.1%	-
		长单TC	美元/吨	0	-100.0%	-100.0%	-
	利润	铜精矿现货冶炼盈亏	元/吨	-2560.54	3.6%	-90.4%	-
		铜精矿长单冶炼盈亏	元/吨	228.31	-21.5%	-88.5%	-
	供需	中国电解铜产量	万吨	113.5	-0.3%	-80.8%	-80.8%
		中国电解铜表消（M-1）	万吨	135.77	4.6%	4.6%	4.6%
	库存	LME铜库存	万吨	9.06	-39.5%	-66.6%	-
		COMEX铜库存	万吨	21.12	16.9%	126.7%	-
		SHFE铜库存期货	万吨	2.59	-24.3%	44.1%	-
铝	价格	铝土矿-澳矿CIF	美元/吨	70	0.0%	-14.6%	-
		氧化铝	元/吨	3090	-6.9%	-45.1%	-
		沪铝	万元/吨	2.07	2.4%	4.7%	-
	利润	预焙阳极价格	元/吨	5120	0.0%	27.4%	-
		电解铝完全成本	万元/吨	1.71	2.9%	-20.5%	-
		电解铝即时毛利	元/吨	3,546	-3.4%	321.3%	-
	供需	氧化铝产能利用率		98.4%	-	-	-
		电解铝产能利用率		82.3%	-	-	-
		电解铝产量	万吨	365.561	-3.1%	3.1%	3.1%
铅	价格	LME铅库存	万吨	34.58	-7.2%	-45.9%	-
		SHFE铅库存	万吨	9.43	-24.2%	-53.1%	-
		沪铅价格	万元/吨	1.71	3.2%	2.3%	-
	利润	Pb50国产TC	元/金属吨	550	-8.3%	-15.4%	-
		铅冶炼利润	元/吨	70	276.8%	197.2%	-
		规模再生铅利润	元/吨	-304	76.9%	50.3%	-
	供需	中国精铅产量	万吨	55.5	0.1%	2.8%	2.8%
		原生铅开工率		66.2%	-	-	-
		再生铅开工率		34.6%	-	-	-
锌	价格	LME锌库存	万吨	27.19	-5.0%	11.6%	-
		SHFE锌库存	万吨	5.19	11.7%	0.2%	-
		沪锌价格	万元/吨	2.24	0.7%	-11.4%	-
	利润	ZN50国产平均加工费	元/金属吨	3800	5.6%	105.4%	-
		矿企利润测算	元/金属吨	7216	-5.8%	-37.4%	-
		冶炼厂利润测算	元/吨	304	83.1%	128.7%	-
	供需	中国锌精矿产量	万金属吨	32.25	-0.8%	-2.3%	-2.3%
		中国精锌产量	万吨	58.51	6.5%	1.8%	1.8%
		LME锌库存	万吨	11.75	-15.6%	-50.0%	-
锡	价格	SHFE锌库存	万吨	4.36	3.1%	44.3%	-
		沪锡	万元/吨	26.81	7.7%	9.7%	-
		锡精矿加工费40%云南	元/吨	12000	0.0%	-11.1%	-
	利润	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	1.34	0.0%	-36.4%	-36.4%
		中国精锡产量	万吨	1.38	-6.9%	-3.4%	-3.4%
	库存	LME锡库存	万吨	0.22	-18.8%	-54.7%	-
		SHFE锡期货库存	万吨	0.68	-14.3%	27.8%	-
镍	价格	沪镍收盘价	万元/吨	12.07	-0.1%	-2.8%	-
		NPI较沪镍升贴水	万元/镍吨	-2.92	-17.4%	1.6%	-
		硫酸镍较沪镍升贴水	万元/镍吨	0.43	-30.7%	191.1%	-
	库存	LME镍库存	万吨	20.3886	1.8%	25.5%	-
		中国社会库存	万吨	3.78	-8.9%	-8.1%	-
		全球显性库存	万吨	24.67	-0.1%	18.3%	-
	利润	中国NPI冶炼利润	元/镍	-8.19	-118.6%	-199.6%	-
		中国MHP生产硫酸镍冶炼利润	元/吨	876	-20.2%	-4.7%	-
	供给	中国电镍产量	万吨	3.18	-10.0%	29.2%	29.2%
		中国硫酸镍产量	万镍吨	2.48	-4.7%	-20.6%	-20.6%
		中国+印尼NPI产量	万镍吨	16.14	-3.5%	12.5%	12.5%
	需求	中国300系不锈钢产量	万吨	174	-7.0%	10.1%	10.1%
		中国三元前驱体产量	万吨	6.84	2.3%	-3.1%	-3.1%

资料来源：Wind, SMM, My steel, 五矿证券研究所

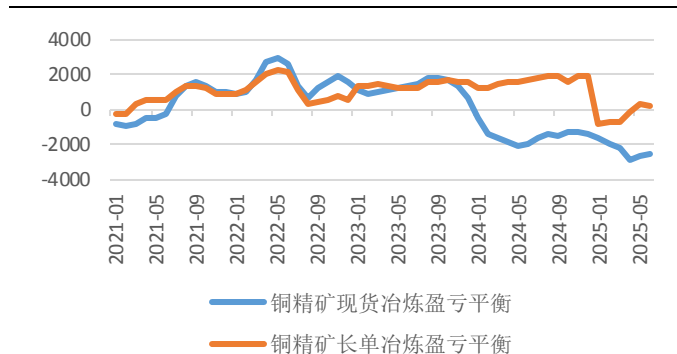
铜：高位盘整后拉升，232关税落地前铜价易涨难跌

图表 16：铜价格与基差（万元/吨，元/吨）



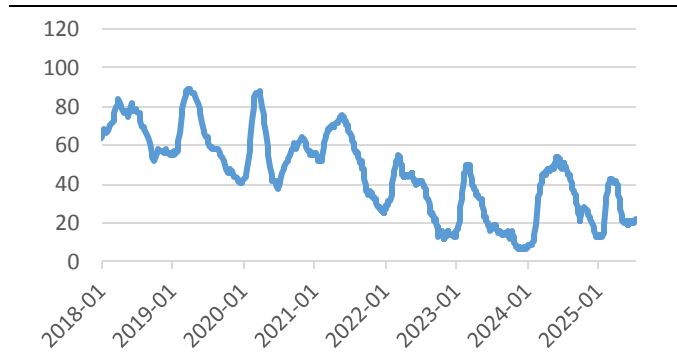
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 18：铜精矿冶炼盈亏（元/吨）



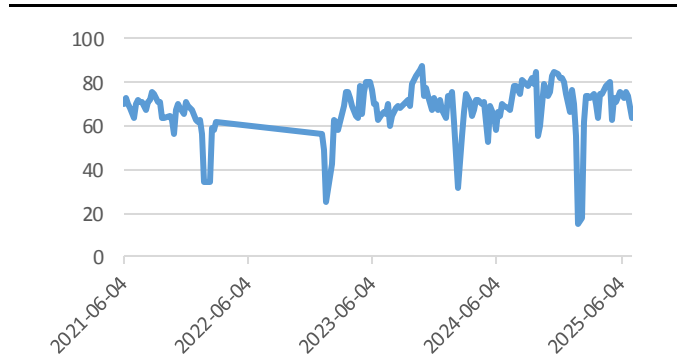
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 20：SMM 中国电解铜社会库存（万吨）



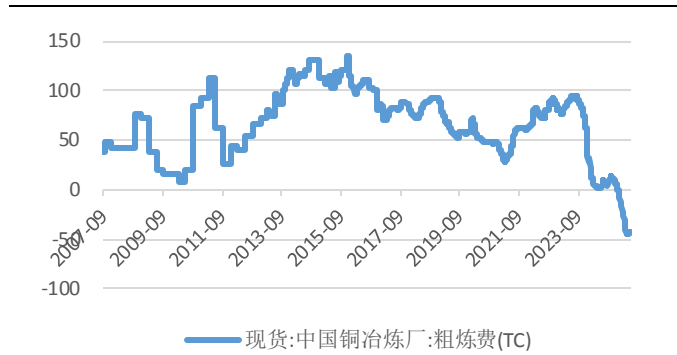
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 22：电解铜制杆周度开工率（%）



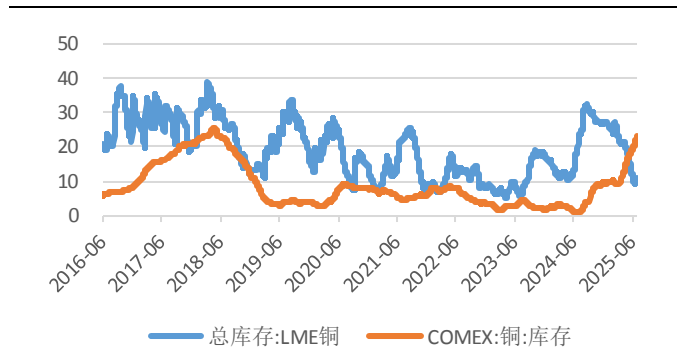
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 17：现货:中国铜冶炼厂:粗炼费 TC（美元/吨）



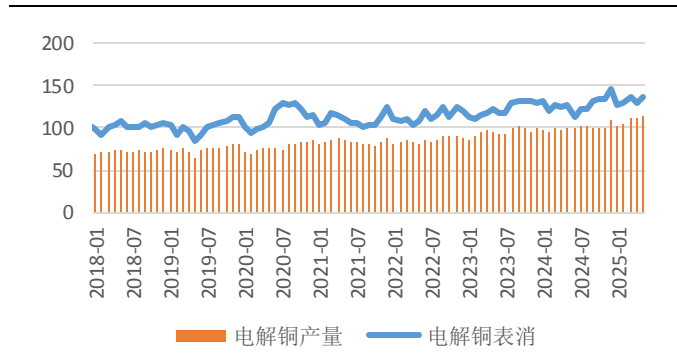
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 19：LME 及 Comex 铜库存（万吨）



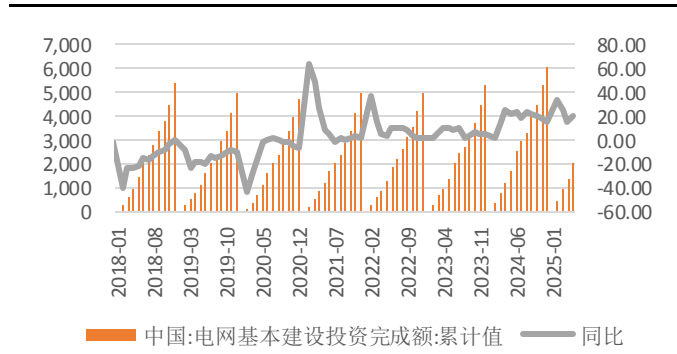
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 21：中国电解铜表观消费量（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

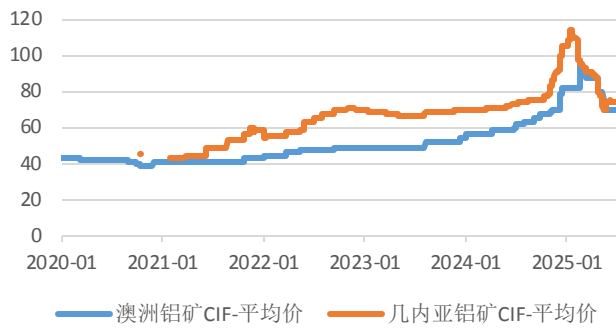
图表 23：中国电网基本建设投资完成额（亿元）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

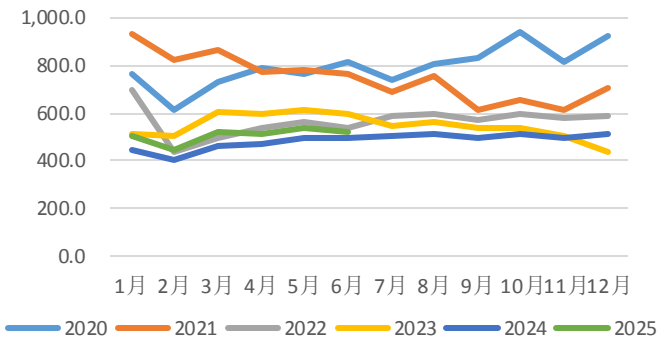
铝：氧化铝价格承压，电解铝利润扩大

图表 24：铝土矿 CIF 价格（美元/吨）



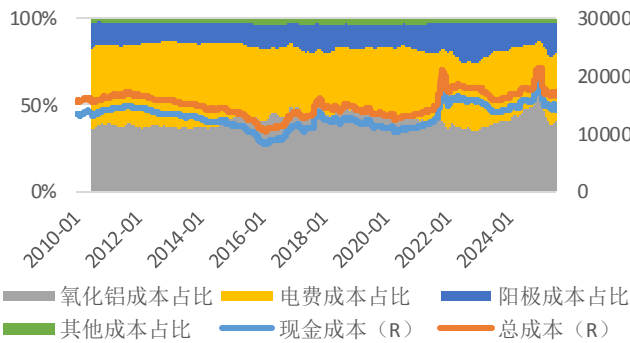
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 26：中国铝土矿产量处于历史低位（万吨）



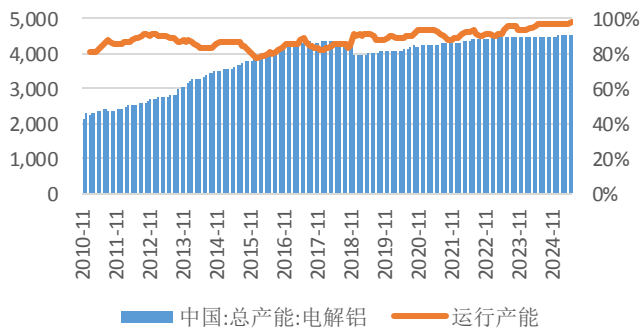
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 28：中国电解铝成本结构（元/吨）



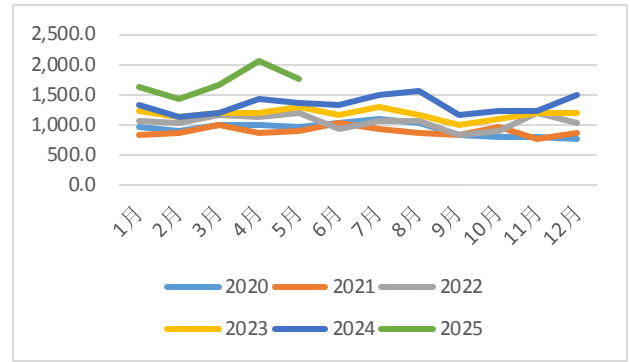
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 30：中国电解铝产能接近天花板，高开工率（万吨）



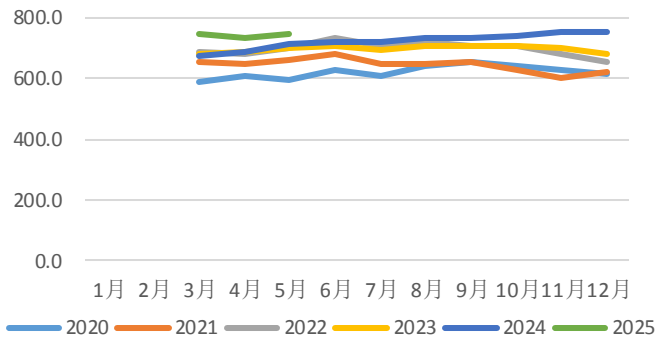
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 25：中国进口铝土矿（万吨）



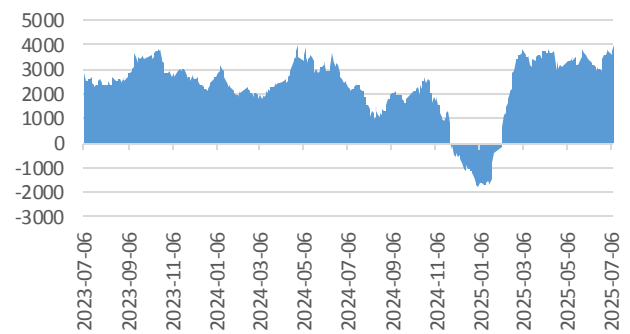
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 27：中国氧化铝产量（万吨）



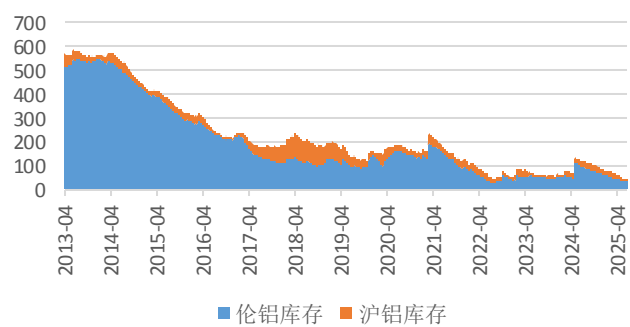
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 29：中国电解铝毛利跟踪（元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

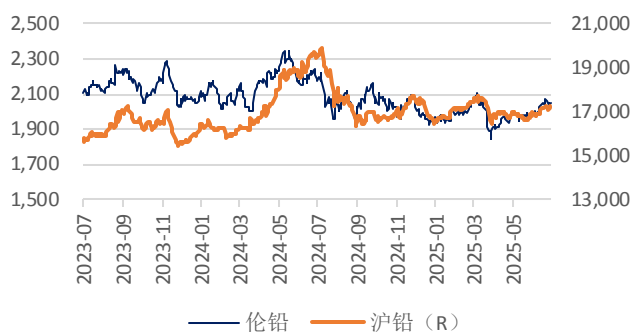
图表 31：全球铝期货库存（万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

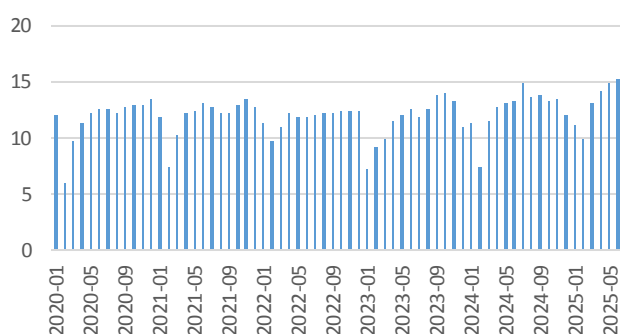
铅：供应端收紧，铅价震荡上行

图表 32：伦铅与沪铅价格（美元/吨，元/吨）



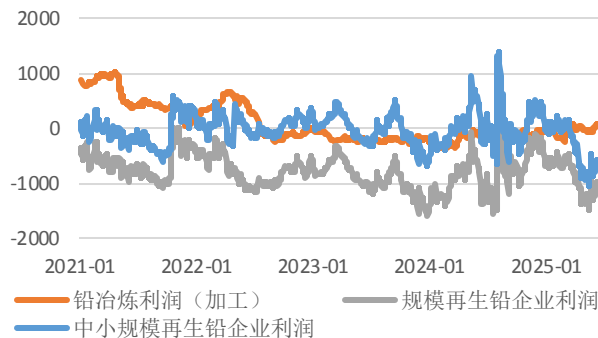
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 34：中国铅精矿产量（万金属吨）



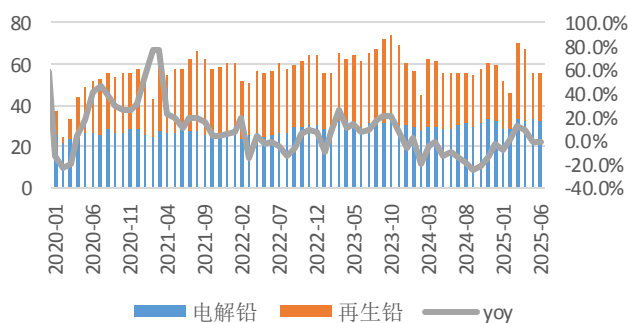
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 36：铅产业链利润跟踪（元/吨）



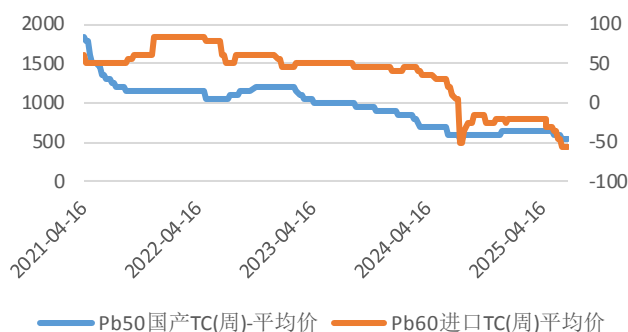
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 38：中国精炼铅产量同比下降（万吨）



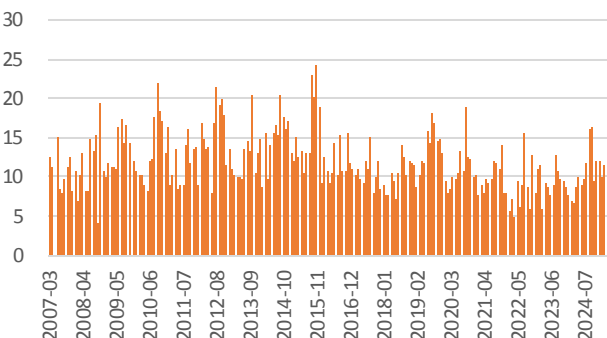
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 33：铅精矿 TC 处于低位（元/吨，美元/干吨）



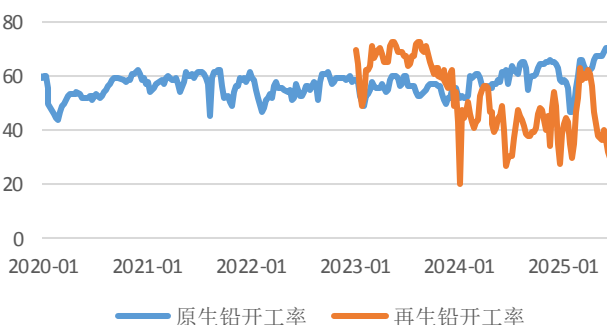
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 35：中国铅精矿进口（万吨）



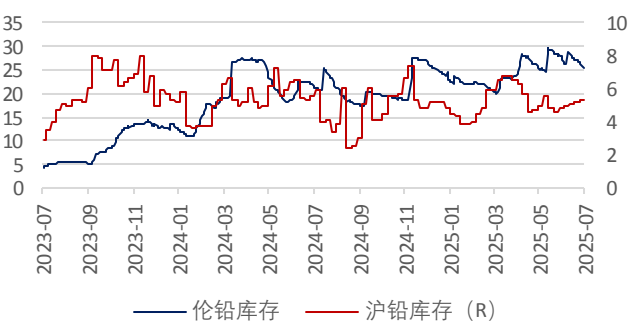
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 37：铅冶炼开工率（%）



资料来源：SMM，五矿证券研究所

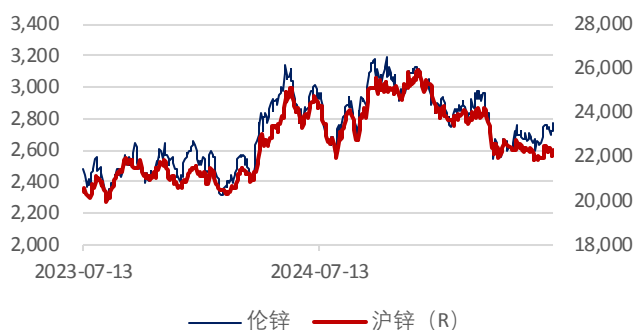
图表 39：全球铅期货库存去库（万吨，万吨）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

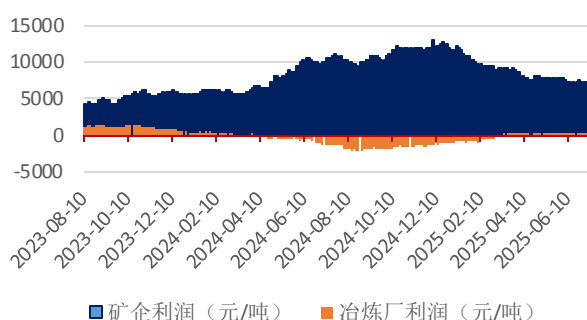
锌：消费支撑不足，锌反弹乏力

图表 40：伦锌与沪锌价格（美元/吨，元/吨）



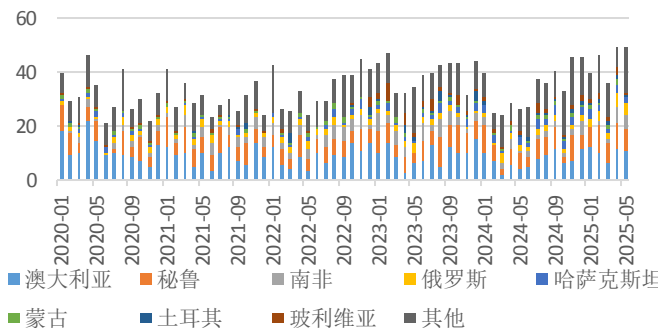
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 42：锌产业链利润跟踪（元/吨）



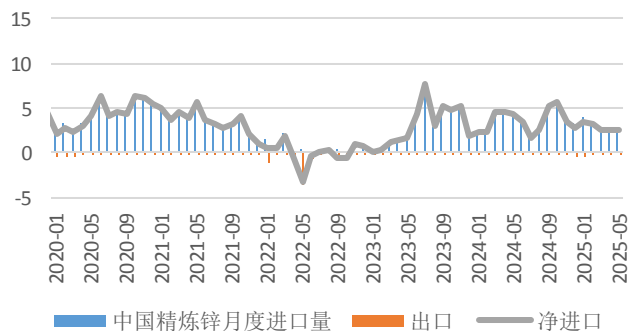
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 44：中国进口锌精矿（万吨）



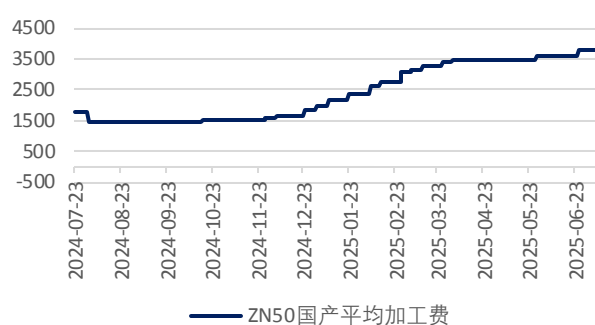
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 46：中国精锌进出口（万吨）



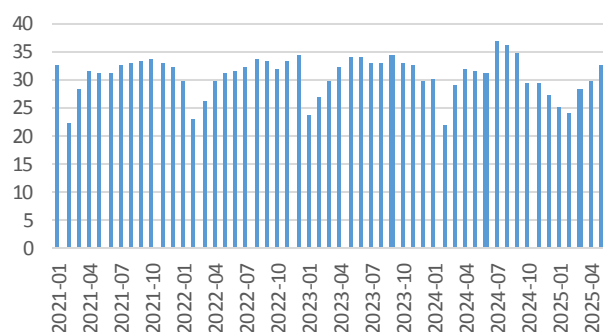
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 41：ZN50 国产平均加工费（元/吨）



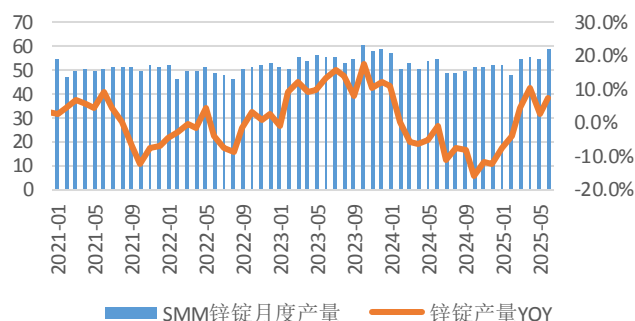
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 43：中国锌精矿产量（万吨）



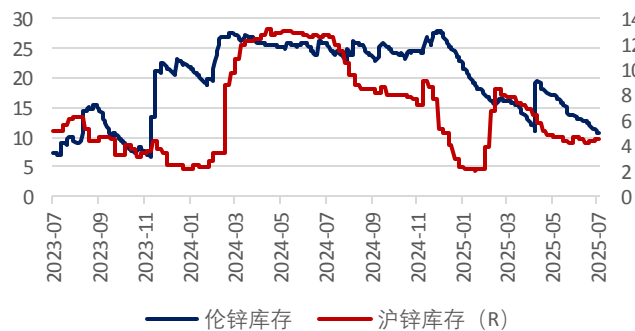
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 45：中国锌锭产量（万吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 47：全球锌期货库存（万吨，万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

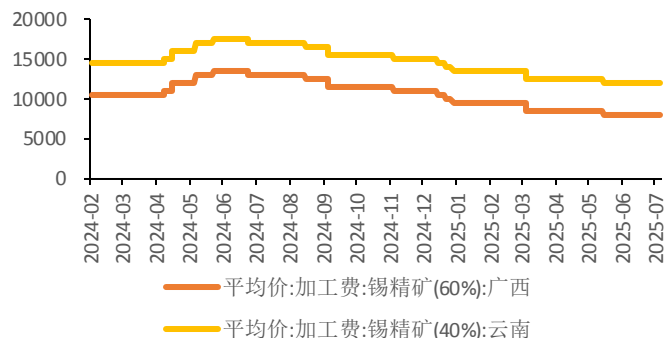
锡：矿端紧缺延续，需求边际改善

图表 48：LME 锡 cash-3M 升贴水（美元/吨）



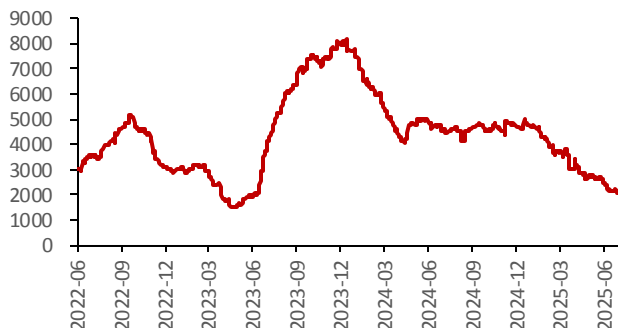
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 50：锡精矿加工费再走低（元/吨）



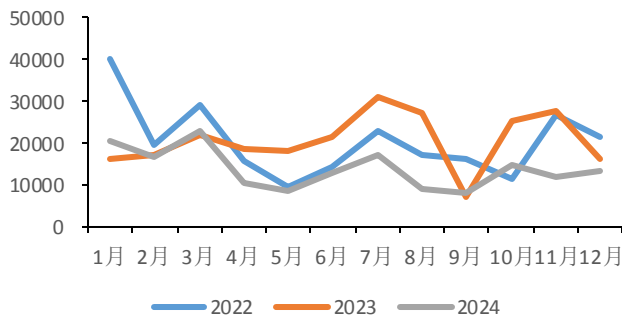
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 52：LME 锡库存再次去库（吨）



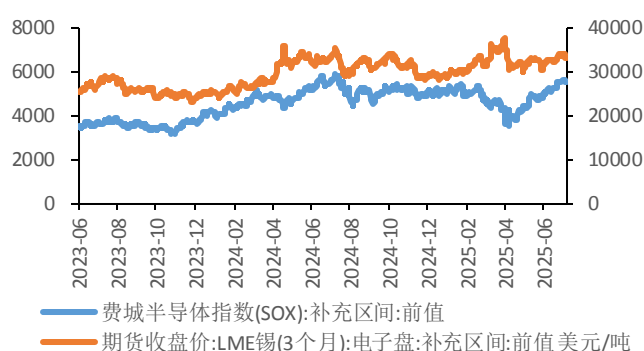
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 54：从缅甸进口锡精矿仍处低位（实物吨）



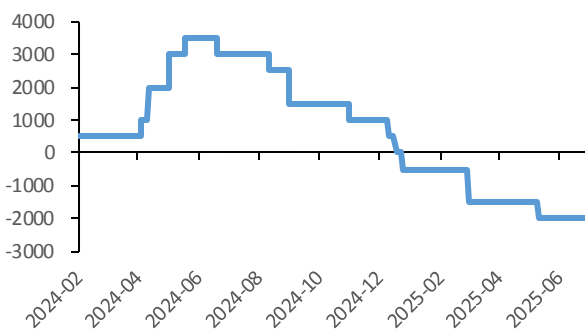
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 49：费城半导体指数及 LME 锡价拟合（美元/吨）



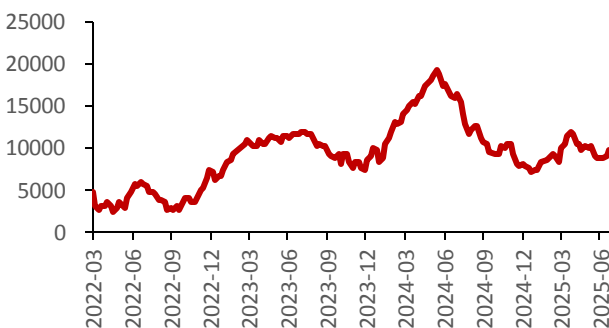
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 51：锡锭冶炼利润（元/吨）



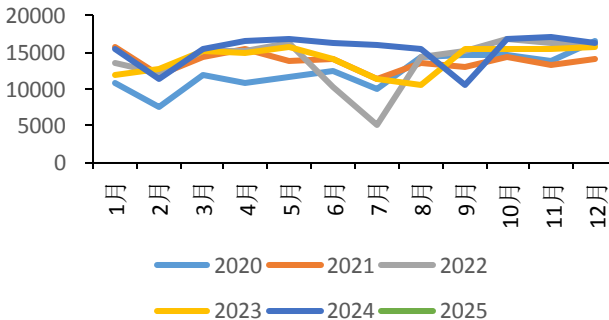
资料来源：iFind, 五矿证券研究所

图表 53：中国锡锭社会库暂稳（吨）



资料来源：iFind, 五矿证券研究所

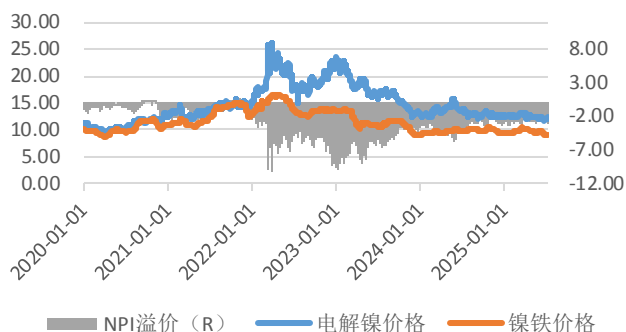
图表 55：中国锡锭产量（吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

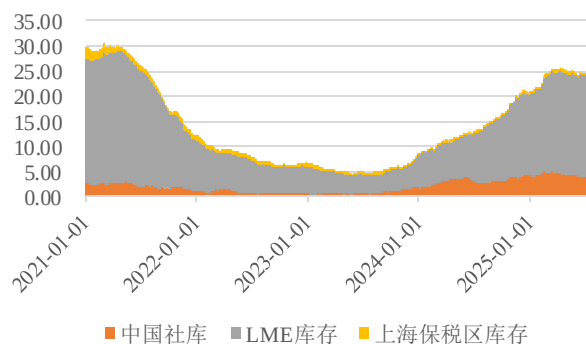
镍：基本面偏弱格局未见改善，镍价低位震荡

图表 56：NPI 较电镍贴水收窄（万元/吨）



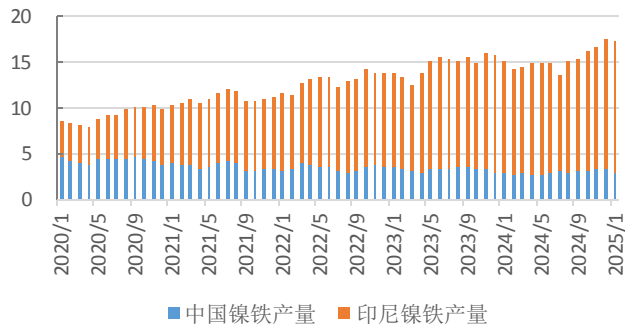
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 58：全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位（万吨）



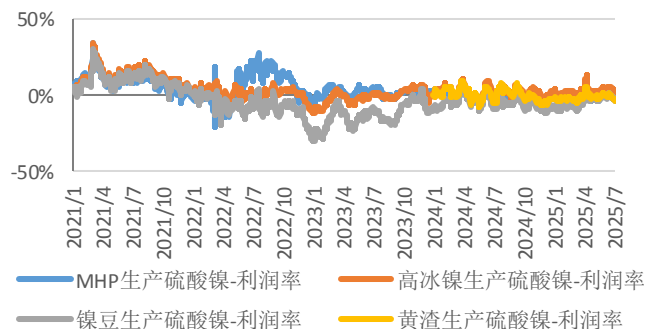
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 60：中国&印尼镍铁产量（万镍吨）



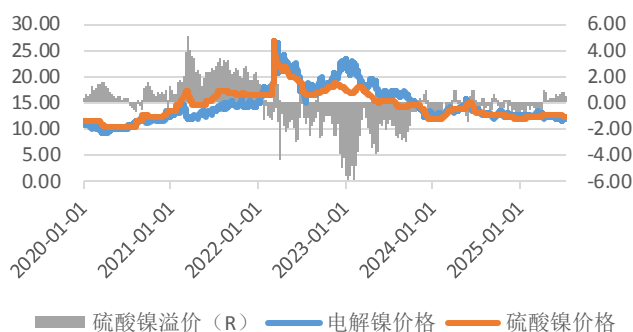
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 62：进口原料生产硫酸镍利润持续低位（%）



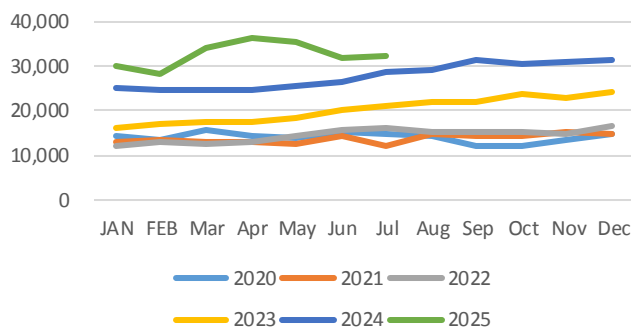
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 57：硫酸镍较纯镍贴水稳定（万元/吨）



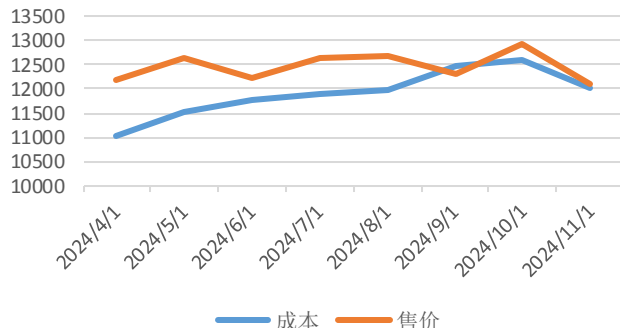
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 59：中国电镍产量历史同期高位（吨）



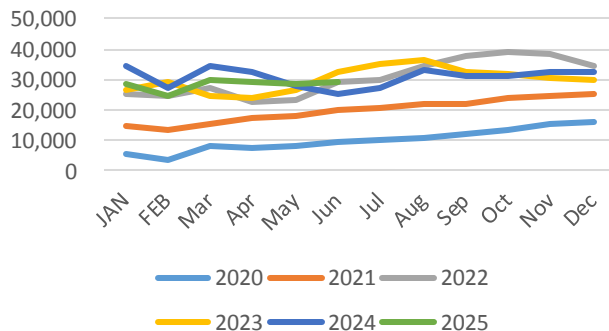
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 61：印尼 NPI 利润收缩（美元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 63：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

锑：国内外价差持续拉大，供需紧平衡支撑价格韧性

国内锑价持续下调，而海外锑价偏稳运行，国内外价差持续拉大。供给端，缅甸佤邦地区 6 月 3 日低战导致物流中断，6 月锑精矿进口量环比减少 15%，短暂缓解国内锑精矿库存压力。国内冶炼厂信心不足，挺价情绪有所减弱，普遍减产甚至停产。需求端，国家能源局 6 月 25 日发布《关于进一步推动光伏产业高质量发展的通知》，明确要求新建光伏项目使用超白压延玻璃，每平方米锑耗量提升 40%，光伏领域锑需求成为拉动锑消费的核心引擎。总体来看，目前国内锑市场仍处于供需调整阶段，锑价或将保持偏弱运行。

稀土：轻重稀土价格走势分化，商务部加速稀土出口审批

2025 年 6 月中国轻重稀土产品价格走势有所分化。轻稀土价格呈震荡上行趋势，中重稀土价格则震荡下行。6 月，氧化镨钕价格涨 1.4%，氧化铽价格降 2.4%，氧化镱价格降 3.7%。轻稀土市场上，6 月受市场现货供应量增速缓慢、生产成本支撑力较强与后市预期良好的支持，多数供应商报价屡次上调，但是由于下游需求表现偏软，产品价格亦出现多次回调，不过回调幅度较小。中重稀土市场上，下游买兴偏低，导致供应商稳价信心普遍不足，但是受轻稀土市场表现尚可和我国已依法批准一定数量稀土相关出口合规申请等因素的影响，产品价格下降空间有限。供给端，目前东南亚进入雨季导致原料进口减少给稀土价格带来原料端支撑；需求端，下游磁材企业目前处于行业淡季，新增订单量较少，市场采购以刚需采购为主，压制稀土价格。预计稀土价格延续窄幅震荡。

钛：钛白粉价格持续走低，海绵钛下游需求分化

6 月钛精矿价格整体呈稳中趋弱走势，6 月上旬价格阶段性企稳，但受钛白粉市场持续低迷影响，钛精矿订单仅为刚需采购，且钛白粉厂家采购原材料时压价情绪浓厚，6 月中下旬云南、河北、新疆等地区钛精矿价格均有小幅下跌；进口钛精矿报价亦有小幅下调。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，6 月市场约有 20 余家钛白粉企业减产停产，市场普遍预期价格尚未见底。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，民品市场需求一般，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

6 月钼原料价格走势为先涨后稳再降，而钼化工价格走势为先稳后降。6 月多数产品价格创下年内新高，其中钼精矿、钼铁最高价分别达 3,870 元/吨度、250,000 元/吨。本轮钼价上涨主要由于供需两端双重利好因素共同带动。钼原料市场上，月初，在市场现货供应趋紧和下游需求稳健的双重作用下，原料价格延续 5 月份的上涨态势；月中，由于下游对高价货源接受度降低与利好支撑逐渐减弱，产品价格进入高位震荡阶段；月末，钢招价格的持续走低，致使供应商理性让价。钼化工市场上，上旬与中旬，在原料市场坚挺运行和终端客户基本维持刚需采购下，持货商报价保持稳定；月末，受原料售价下降与后市预期不佳影响，产品价格开启下行趋势。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

6 月钨价创出历史新高，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。需求端看，当前下游需求阶段性疲软。根据中国机床工具工业协会数据，2025 年 5 月硬质合金刀具产量环比下降 3.2%，连续两月增速回落；汽车、3C 电子领域订单较上一季度收窄，部分中小企业补库意愿减弱；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。

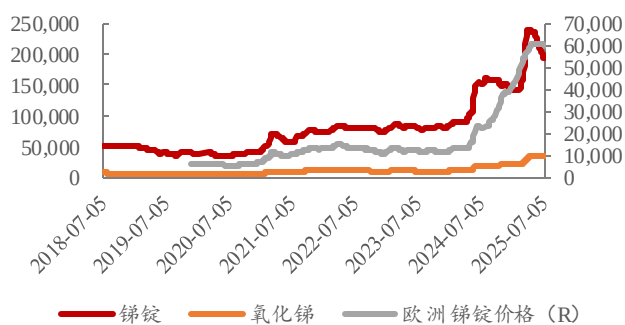
图表 64：小金属关键指标月度变化

金属品种		名称	单位	数值	月涨幅/环比	年涨幅/累计同比
锑	价格	国际现货价（M-1）	美元/吨	60,994	4.3%	60.5%
		中国锑精矿50%均价	万元/金属吨	17.00	-10.5%	40.5%
		锑锭99.65%国产平均价	万元/吨	19.50	-10.3%	36.4%
	供需	中国锑矿进口（M-1）	实物吨	2,322	-45.2%	-24.7%
		中国锑锭产量（M-1）	万吨	0.64	4.2%	-14.5%
		中国焦锑酸钠产量（M-1）	万吨	0.17	-21.2%	-35.2%
钨	价格	黑钨精矿65%国产	万元/吨	17.15	3.6%	20.4%
		APT	万元/吨	25.14	3.4%	19.4%
		钨粉	元/公斤	374	2.0%	19.1%
		碳化钨粉	元/公斤	369	2.5%	19.4%
	利润	仲钨酸铵平均利润	元/吨	-3,725	60.4%	-48.2%
	供需	仲钨酸铵产量（M-1）	吨	10,960	-8.3%	-11.2%
钼	价格	钼精矿40-50%	元/吨度	3,760	0.0%	5.0%
		钼铁：上海现货	万元/吨	24.11	-2.8%	2.7%
	供需	中国钼精矿产量（M-1）	万吨	2.85	-1.0%	11.2%
		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	1.27	0.0%	-7.5%
钛	价格	钛精矿>47%：四川	元/吨	2,000	-4.8%	-7.0%
		2#海绵钛	万元/吨	4.90	-1.0%	12.6%
		金红石型钛白粉：硫酸法	万元/吨	1.40	-0.7%	-4.8%
	供需	中国钛精矿产量	万吨	68.7	7.5%	7.7%
		中国钛矿净进口（M-1）	万实物吨	37.35	-7.9%	-3.3%
		中国海绵钛产量	万吨	2.34	4.7%	5.1%
稀土		中钕富铈矿	万元/吨	19.00	0.5%	11.8%
		氧化镨钕	万元/吨	45.50	1.4%	11.5%
		氧化铽	元/公斤	7,030	-2.4%	24.2%
		氧化镝	元/公斤	1,580	-3.7%	-4.8%
	利润	氧化镨钕盈利	万元/吨	6.38	5.6%	11.1%
		镨钕金属利润	万元/吨	0.24	-23.2%	-43.0%
	供需	氧化镨钕月度产量	万吨	0.78	2.6%	8.3%
		钕铁硼月度产量	万吨	2.10	5.0%	-
		钕铁硼产能利用率		75.0%	-	-
		氧化镨钕供需平衡（M-1）	吨	293	-35.6%	-

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

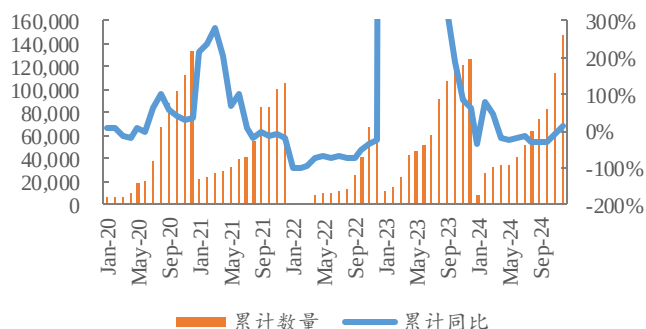
锑：国内外价差持续拉大，供需紧平衡支撑价格韧性

图表 65：内外价差持续扩大（元/吨，美元/吨）



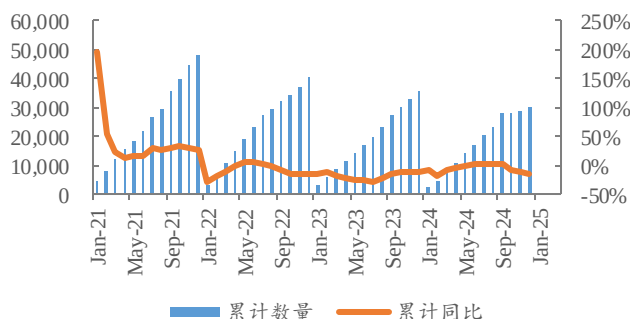
资料来源：Wind, Argus, 五矿证券研究所

图表 67：2024 年山东地区从俄罗斯进口金矿+16%（吨）



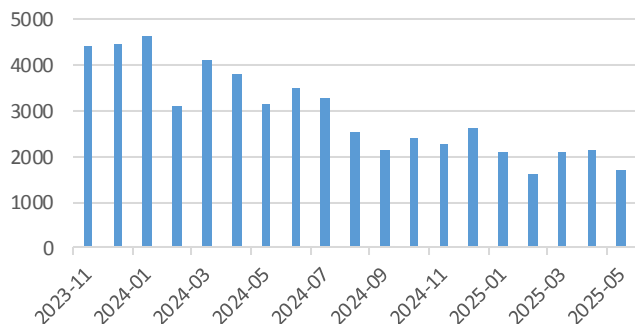
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 69：2024 年中国氧化锑出口累计-15%（吨）



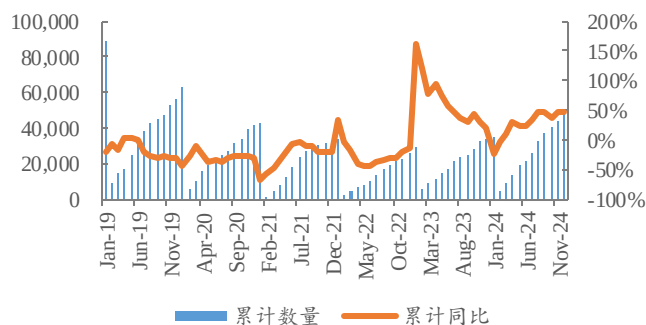
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 71：中国焦锑酸钠产量连续回落（吨）



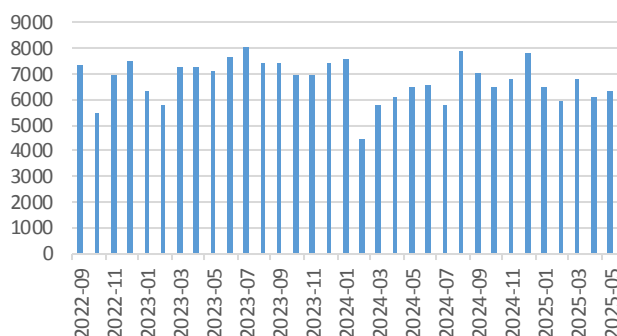
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 66：2024 年中国锑矿进口锑矿同比+46%（吨）



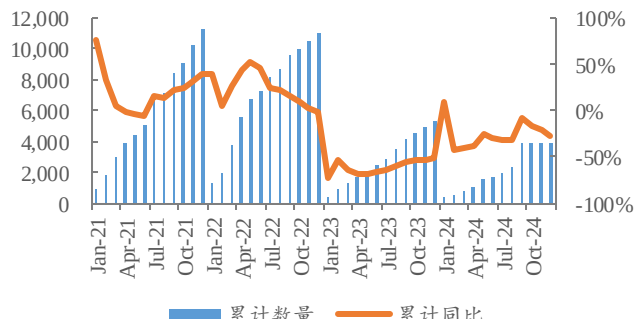
资料来源：海关数据平台, 五矿证券研究所

图表 68：中国锑锭产量（吨）



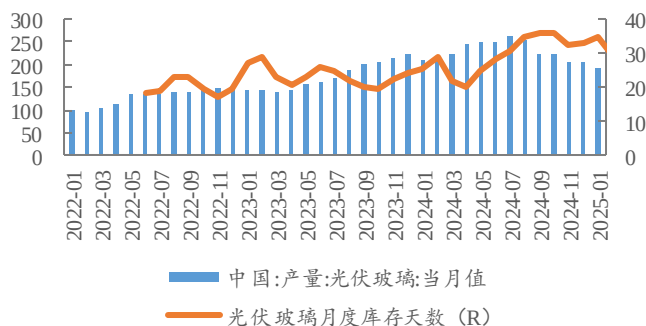
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 70：2024 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

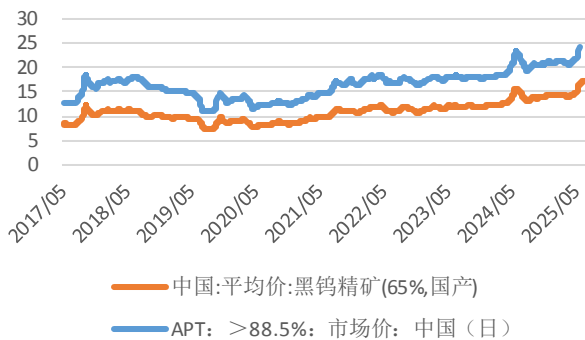
图表 72：光伏玻璃库存开始回落（万吨，天）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

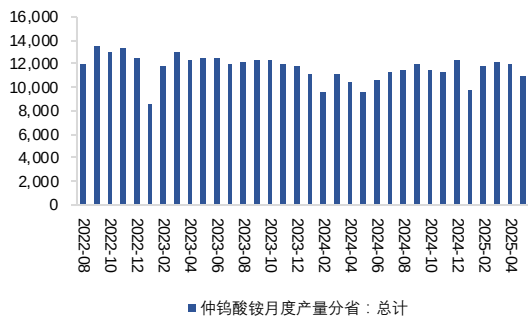
钨：价格创历史新高，资源瓶颈与新兴需求共振

图表 73：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

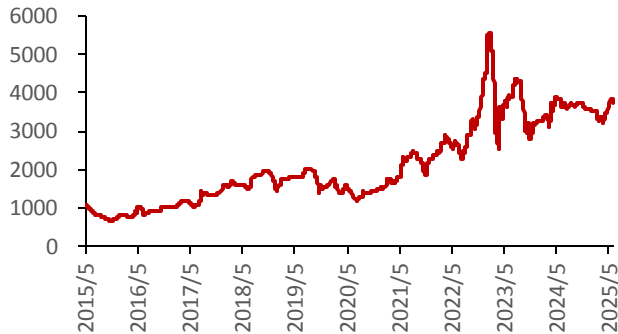
图表 75：中国 APT 产量（吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

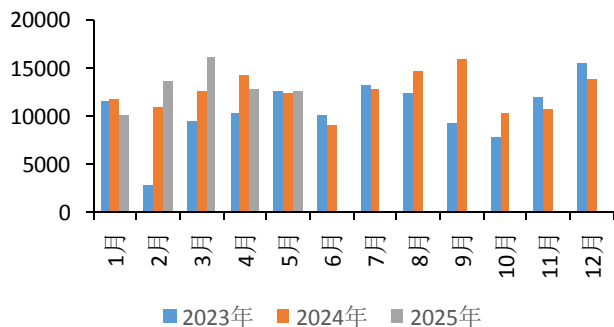
钼：钼价创年内新高，短期有望继续上涨

图表 77：40%-45%钼精矿价格（元/吨度）



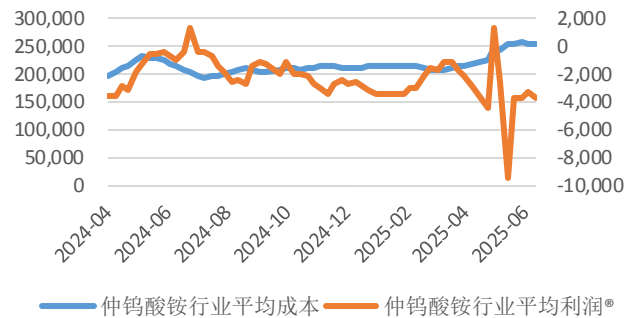
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 78：国内主流钢厂钼铁钢招量继续增加（吨）



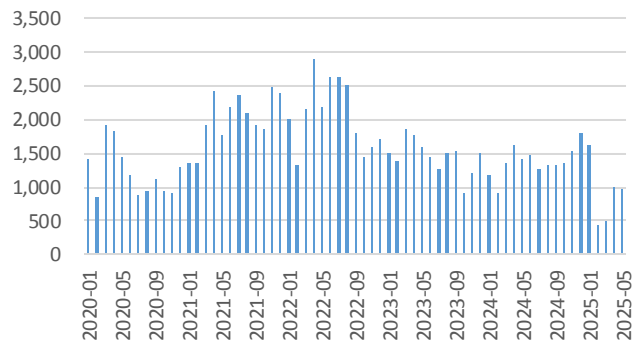
资料来源：亿览网, 五矿证券研究所

图表 74：仲钨酸铵行业利润及成本（元/吨，元/吨）



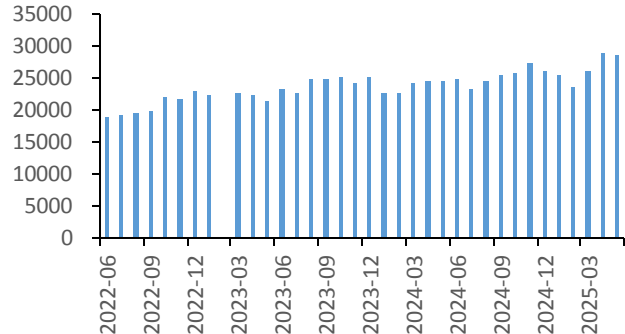
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 76：中国钨品出口量（吨）



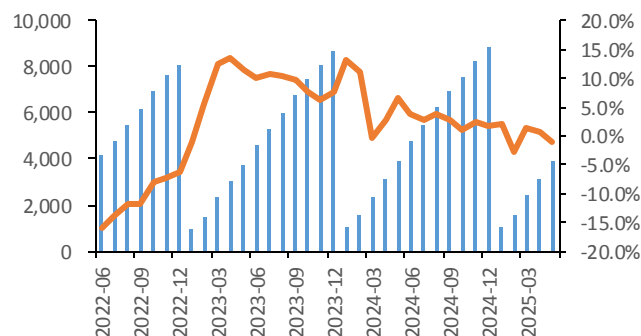
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 s



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

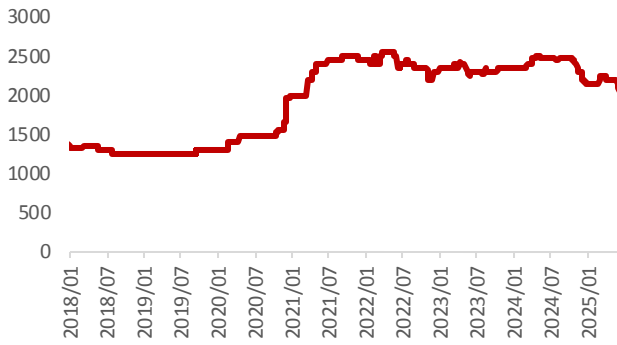
图表 79：造船完工量(载重):全球:累计值（万吨）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

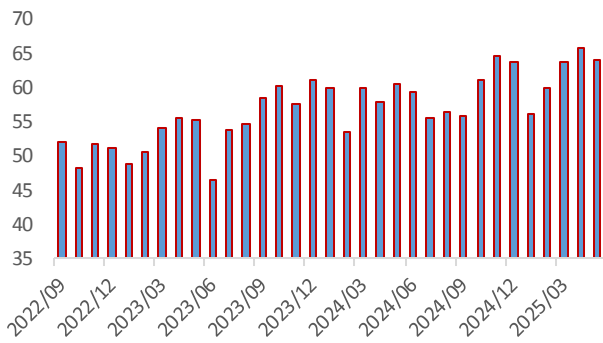
钛：钛白粉价格持续走低，海绵钛下游需求分化

图表 80：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

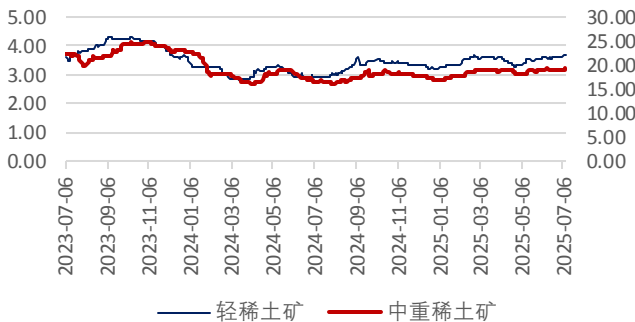
图表 82：中国钛精矿产量（万吨）



资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

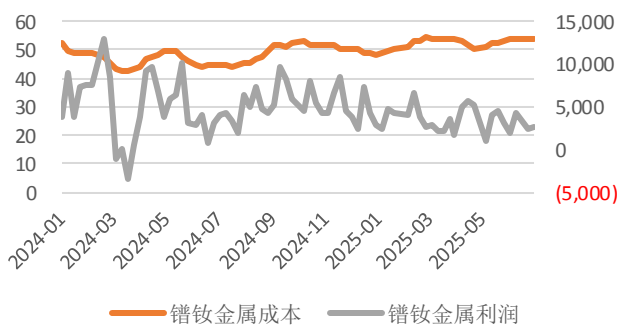
稀土：轻重稀土价格走势分化，商务部加速稀土出口审批

图表 84：稀土矿价格（万元/吨，万元/吨）



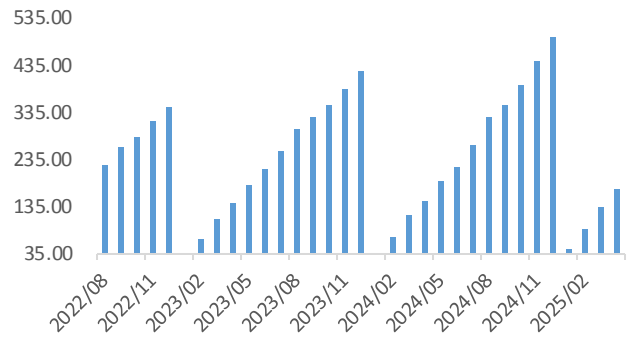
资料来源：Wind, SMM, 五矿证券研究所

图表 86：镨钕利润测算（万元/吨，万元/吨）



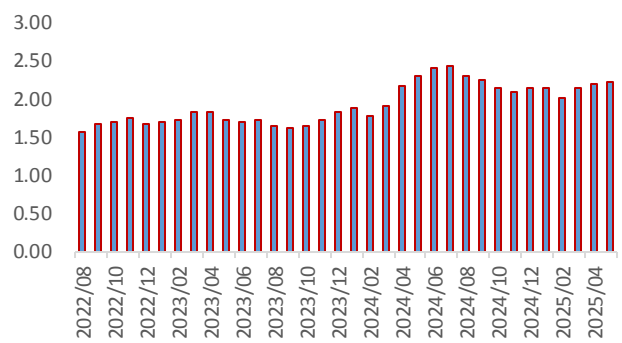
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

图表 81：中国钛矿净进口：累计（元/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

三、政策变化：新《矿产资源法》正式实施，各国密集出台矿产资源保护政策

《中华人民共和国矿产资源法（修订草案）》于 7 月 1 日起正式实施

《中华人民共和国矿产资源法（修订草案）》于 2025 年 7 月 1 日起正式实施，这是《矿产资源法》自 1986 年颁布实施以来的第一次大修。新矿产资源法修订顺利完成，在保障国家矿产资源安全、促进矿业绿色高质量发展方面赢得社会各界广泛共识。同时，新矿产资源法适应新时代、新要求，在指导思想和制度安排方面体现了统筹发展和安全的理念、统筹开发与保护的观念、市场配置资源的观念、物权保护和平等保护的观念、谁开采谁修复的观念。此外，新矿产资源法坚持问题导向，直面矿政管理实践中迫切需要解决的突出问题，在矿业用地、开采战略性矿产资源征收土地、探采“直通车”、油气探采合一、矿业权收回补偿等方面实现了新突破。

商务部回应中重稀土出口管制：将持续加强合规申请审批工作

多方关注中国强化管控稀土出口，商务部称对符合规定的申请，中方将予以批准。6 月 7 日商务部新闻发言人表示，中国作为负责任的大国，充分考虑各国在民用领域的合理需求与关切，依法依规对稀土相关物项出口许可申请进行审查，已依法批准一定数量的合规申请，并将持续加强合规申请的审批工作。中方愿就此进一步加强与相关国家的出口管制沟通对话，促进便利合规贸易。

工信部等 9 部门联合发布《黄金产业高质量发展实施方案（2025-2027）》

工信部等 9 部门联合发布《黄金产业高质量发展实施方案（2025-2027）》，明确了未来三年黄金产业高质量发展九个方面的核心工作，旨在解决我国黄金产业发展资源保障能力不足、关键核心技术和装备难以满足需求等突出问题。资源保障方面，黄金资源量增长 5%-10%，黄金、白银产量增长 5% 以上；技术创新方面，突破一批关键共性技术和装备，2000 米以下深度的矿山开采、无氰提金等采选冶技术装备实现应用，黄金白银高端新材料供给能力明显增强；产业升级方面，黄金矿石处理量 500 吨/日以上的矿山产量占全国 70% 以上，培育一批优质企业，标准体系不断健全，产业结构进一步优化。

美国对钢铝及衍生品关税加征率由原先的 25% 提高到 50%

美国商务部宣布对钢铝及衍生品被征收 50% 关税。6 月 3 日，特朗普宣布对除英国产品外的铝和钢铁及衍生品关税加征率由原先的 25% 提高至 50%，自 6 月 4 日生效。6 月 13 日，美国商务部宣布增加额外的钢铁衍生产品，包括冰箱冷冻柜、烘干机、洗衣机等，自 6 月 23 日生效。

津巴布韦 2027 年起将禁止出口锂精矿

津巴布韦决定从 2027 年起禁止锂精矿出口，仅允许硫酸锂出口，此举旨在促进矿企在津巴布韦建立加工和精炼设施，推动本地矿业加工发展。津巴布韦政府呼吁更多矿企到津巴布韦投资建设硫酸锂工厂，在禁止生效前签订相关协议。作为非洲最大的锂生产国之一，津巴布韦已于 2022 年禁止锂原矿出口，并一直在推动更多的矿企在津巴布韦国内进行加工。

厄瓜多尔七年来首度启动采矿特许权登记

厄瓜多尔矿业部宣布重启矿业特许权登记。因为担心特许权制度存在违规行为，厄瓜多尔于 2018 年关闭采矿特许权登记，此后没有授予新的特许权合同。这是七年以来首次启动新的矿业特许权登记，以吸引更多矿业投资进入该国，同时遏制非法采矿活动。厄瓜多尔主要生产铜、黄金和白银，去年该国矿业出口额超过 30 亿美元。

刚果（金）延长钴出口禁令三个月

6 月 21 日，刚果（金）矿业部下属的战略矿产市场管控局宣布，将原定 6 月 22 日到期的古出口禁令延长三个月，将在这一段时间之后，再就是否继续延长、调整或解除禁令做决定。根据路透社，刚果（金）政府仍在研究如何为矿业公司分配钴出口指标。实施配额制得到了部分矿企的支持，包括世界第二大产钴商嘉能可，其刚果子公司 Kamoto 铜业已将 2025 年产量预期下调 12% 以配合政策；但洛阳钼业主张完全取消禁令，称人为干预只会扭曲市场信号，阻碍行业必要调整。

四、重点行业及公司变化

巴里克矿业战略大转向，斥资百亿押注铜矿业务

6 月 5 日，巴里克矿业宣布深度战略调整，通过剥离非核心资产、加码铜矿投资，加速向综合性矿业公司转型。公司将战略重心聚焦两大旗舰铜矿——1) 巴基斯坦 Reko Diq 铜精矿：全球最大未开发铜精矿之一，预计投资超 70 亿美元，计划 2028 年投产，年产铜约 20 万吨，其矿产资源可支撑超 80 年开采周期；2) 赞比亚 Lumwana 铜矿：全球前 25 大铜矿之一，拟投资 17 亿美元将铜产量翻倍至 24 万吨，矿山寿命延长至 2057 年。

中矿资源纳米比亚 Tsumeb 铜冶炼厂停产

6 月 6 日，中矿资源宣布由于全球铜精矿供应紧张，其位于纳米比亚的 Tsumeb 铜冶炼厂已临时暂停铜冶炼业务。Tsumeb 冶炼厂虽具备处理复杂矿的核心能力（全球仅 5 家同类设施），但原料依赖从智利、秘鲁等国进口，尚未完成自有矿山配套（赞比亚 Kitumba 项目 2026 年投产），形成“技术强但资源弱”的被动局面，导致其 24 万吨年处理能力的闲置。

首个再生商品品种铸造铝合金在上海期货交易所正式挂牌交易

6 月 10 日，铸造铝合金期货及期权作为首个再生商品品种在上海期货交易所正式挂牌交易。铸造铝合金期货首批上市 AD2511、AD2512、AD2601、AD2602、AD2603、AD2604、AD2605 共 7 个合约，挂牌基准价为 18365 元/吨。长期以来，再生铝产业面临价格波动剧烈和标准缺失的双重挑战，此次期货及期权的上市通过统一交易标准和公开定价机制，为产业链企业提供了价格锚和避风港，推动行业向规范化、集约化转型。

西部黄金斥资 16.55 亿元收购控股股东新疆有色旗下金矿

6 月 13 日，西部黄金宣布以自有资金和贷款收购其控股股东新疆有色旗下的新疆美盛矿业有限公司 100% 股权，交易对价约 16.55 亿元。新疆美盛旗下拥有矿业权 2 宗，包括新疆美盛卡特巴阿苏金铜矿采矿权和新疆新源县卡特巴阿苏金铜多金属矿探矿权。其中，卡特巴阿苏金铜矿现已探明矿石总量 2567 万吨（金资源量 78.7 吨、铜金属量 4.88 万吨、银金属量 125.5 吨），预计今年下半年投产，达产后西部黄金年产金金属量将提高至 3.3 吨。

中国有色矿业拟 1176 万美元收购哈萨克斯坦铜矿 10.5% 股份

6 月 16 日，中国有色矿业宣布拟以 1176 万美元收购 SM Minerals 10.5% 股份，该认购价款将主要用于本卡拉矿业项目的技术勘探和开发工作，后续将进一步磋商，包括但不限于进一步收购合计 65% 的 SM Minerals 股权。SM Minerals 在哈萨克斯坦阿斯塔纳国际金融中心（AIFC）注册，拥有本卡拉北采矿权（铜金属储量约 150 万吨）及本卡拉南探矿权等资产，具备大规模采矿条件。本次投资为集团业务拓展至哈萨克斯坦铜矿领域提供机会。

艾芬豪矿业下调 Kamoa-Kakula 铜矿产量目标

6 月 17 日，艾芬豪矿业公司宣布临近暂停生产一个月后，其在刚果（金）的 Kakula 铜矿西部已经复产。该地下矿山是 Kamoa-Kakula 联合铜矿的一部分，5 月 18 日受该地区震动活动导致的严重涌水影响，该矿被迫暂停生产。随着 Kakula 铜矿复产，艾芬豪矿业更新了 2025 年 Kamoa-Kakula 生产目标——精矿铜 37-42 万吨，较 1 月份设定生产目标减少了 28%。

澳大利亚 Lynas 稀土公司宣布生产出了重稀土氧化铽

6 月 18 日，澳大利亚 Lynas 稀土公司宣布其在马来西亚的先进材料工厂首次生产分离氧化铽，这标志着该工厂继 5 月份首次生产氧化镱之后，生产出了第二种重稀土氧化物。这两种元素对于制造用于电动机的高性能永磁体至关重要，特别是在电动汽车和风能领域。

西部矿业玉龙铜矿三期项目获核准批复

6 月 23 日，西部矿业控股子公司西藏玉龙铜业股份有限公司获得三期工程项目核准，铜矿生产规模由 1989 万吨/年增加至 3000 万吨/年。截至 2024 年末，玉龙铜矿石资源量 8.3 亿吨，铜平均品位为 0.6%，2024 年生产铜金属量 15.9 万吨。随着三期建成投产，玉龙铜矿年产能将达 18-20 万吨。

东方钽业拟定增募资不超过 12 亿用于钽铌产业链升级

6 月 24 日，东方钽业拟向包含实际控制人中国有色矿业集团有限公司、控股股东中色（宁夏）东方集团有限公司在内的不超过 35 名特定对象发行不超过 1.51 亿股股票，募集资金总额不超过 12 亿元。根据公告，本次募集资金将重点投向钽铌湿法冶金数字化工厂建设、火法冶金熔炼产品生产线改造、高端制品生产线建设三大项目，并补充流动资金，旨在全面提升公司在关键材料领域的产业链竞争力。

耐普矿机拟投建哥伦比亚 Alacran 铜金银矿项目

6 月 24 日，耐普矿机公告称拟投建哥伦比亚 Alacran 铜金银矿项目并设立哥伦比亚子公司。根据公告，Alacran 铜金银矿项目建设总投资额约 42040.7 万美元，截至 2024 年底，Alacran 铜金银矿床保有资源量矿石量约 9827 万吨，铜品位 0.41%、金品位 0.24 克/吨、银品位 2.71 克/吨。项目建设期为 2 年，建成后矿山寿命预计为 14.2 年。

洛阳钼业完成厄瓜多尔凯歌豪斯金矿交割，正式布局黄金资源

6 月 26 日，洛阳钼业宣布完成对 Lumia Gold 上市公司的收购，从而获得厄瓜多尔凯歌豪斯金矿 100% 股权。根据 2023 年预可研报告，该矿保有资源量 13.76 亿吨，金平均品位 0.46g/t，金金属量 638 吨；储量 6.59 亿吨，金平均品位 0.55g/t，金金属量 359 吨。矿山寿命预计为 26 年，计划 2028 年投产，年产金约 11.5 吨。凯歌豪斯金矿是洛阳钼业继 2016 年收购巴西铌磷业务之后再南美布局的第二处资产。

紫金矿业拟 12 亿美元收购哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿项目

6 月 30 日，紫金矿业公告称，其全资子公司紫金黄金国际在新加坡的全资子公司金哈（新加坡）矿业有限公司与 Cantech S.p.A. 签署协议，拟 12 亿美元收购 Cantech 持有的 RGGold LLP 和 RGProcessing LLP 100% 权益，从而获得哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿 100% 权益。RG 金矿项目为在产露天矿山，服务期限长，基础设施条件良好，项目选矿工艺成熟，综合成本较低，盈利能力强，并购当年即可为公司贡献产量和利润。截至 2023 年底保有资源量 2.41 亿吨，平均品位 1.01 克/吨，金金属量 242.1 吨，年均产金约 5.5 吨。

火烧云年产 60 万吨铅锌冶炼工程投料生产

新矿集团火烧云年产 60 万吨铅锌冶炼工程成功投料生产，工程总投资 85.16 亿元，达产后每年可以处理铅锌矿石 250 万吨，年产锌锭 56 万吨、铅锭 11 万吨。火烧云铅锌矿项目是新疆绿色矿业及加工产业集群的重要组成部分，计划总投资 261.7 亿元，由 250 万吨/年露天采矿工程和 60 万吨/年铅锌冶炼工程组成。目前，火烧云铅锌矿探明铅锌金属量超 2230 万吨，金属储量位居亚洲第一、世界第六，矿床规模大、矿石品位高。冶炼项目成功投料生产，为 9 月底前实现和田地区首批锌锭下线奠定了基础。

风险提示

- 1、中亚五国矿产政策有不确定性；
- 2、全球贸易政策变化超预期，货物流通造成区域性逻辑变化；
- 3、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