

钨价创出历史新高，短期回调不改长期向好

事件描述

根据 Wind 数据，截止 7 月 1 日，国产黑钨精矿（65%）价格最高上涨至约 17.3 万元/吨，仲钨酸铵价格达到 25.3 万元/吨，自 3 月底以来分别上涨 22.3%、21.3%，创历史新高。

事件点评

中国供给侧政策是本轮钨价上行的主要原因。全球供应水平偏紧，中国产业政策对钨价的影响力提高。中国 2025 年度第一批钨矿开采总量控制指标 58000 吨，较 2024 年同期减少 4000 吨，降幅 6.45%。欧美重启或开发钨矿项目支出增加，但 2025 年海外钨矿新投产未能覆盖其需求，对中国依赖度居高不下。在出口管制影响下，2025 年 1-5 月期间，中国钨品出口总体同比减少 1879 吨，其主要出口方向在不同程度上均有减少。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，进而拉动中国钨价跟随欧美市场上涨，钨产品 3 月底以来的上涨幅度均达到 20% 左右。

多元化采购或可缓解出口管制冲击，但难以填补中国空缺。日本是中国钨制品的主要采购国，根据 UN Comtrade 数据，2025 年 1-4 月日本从德国进口的主要钨产品中，钨废料、钨粉、含氧化钨在内的金属氧化物累计同比上升 294%、237%、79%；前 4 个月从越南进口的钨酸铵类化合物、含氧化钨在内的金属氧化物达到 2024 全年的 47%、66%。因此我们可以观察到，基于中下游供应链完善和原料端海外布局，日本较为迅速地转变进口产品结构——从中国进口的氧化钨、碳化钨等产品大幅减少，但增加钨铁、偏钨酸铵和未锻轧钨的进口，以适应出口管制带来的供应冲击，总体上仍依赖中国供应。

地缘政治环境恶化，战略金属储备需求可能持续提高。冷战时期，美国、苏联均储备大量钨金属，在 1999 年美国启动战略储备销售前，各类钨原料及制品的库存高达 3.7 吨。而根据 USGS，美国计划在 2025 年将政府储备从 266 吨提升到 2041 吨。同时欧盟方面推动军事自化进程及其工业刺激政策有望推动对钨材及硬质合金工具需求规模增加。面对地缘冲突频发及供应链不确定性，且多元化采购不能填补总体供应空缺，各国军事及工业用钨储备规模可能持续上行。

工业制造景气边际改善，产业升级趋势催化钨材新需求。中国方面，6 月份制造业采购经理指数（PMI）为 49.7%，制造业景气边际改善。根据中国 2025 年 1-5 月中国金属切削机床总产量 21.58 万台，累计同比上升 21.5%，或能带动硬质合金终端需求平稳增长。近年，全球钨金属的需求在新兴领域显著拓展，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。此外，中国《再生钨原料》行业标准将于 2025 年 7 月 1 日实施，开放废钨进口或可缓解国内再生企业产能利用率不足问题，但长期而言对于抵消总体供应增长缓慢的效果有限。因此我们认为，6 月钨价已创出自 2011 年以来新高，下游需求反馈偏弱导致短期回调，但基于其战略价值及应用泛化趋势，不改钨价长期表现向好。

风险提示： 1、全球制造业复苏乏力压制钨需求；2、技术替代风险冲击传统应用场景；3、地缘政策变动加剧供应链不确定性。

有色金属

评级： 看好

日期： 2025.07.02

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：021-61102510

✉：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

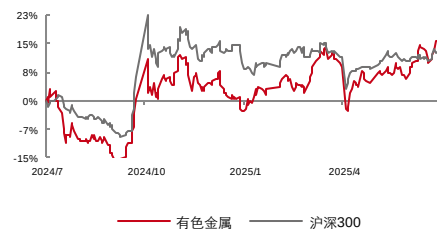
分析师 何能锋

登记编码：S0950524080001

☎：021-61102510

✉：henengfeng@wkzq.com.cn

行业表现 2025/7/1



资料来源：Wind，聚源

相关研究

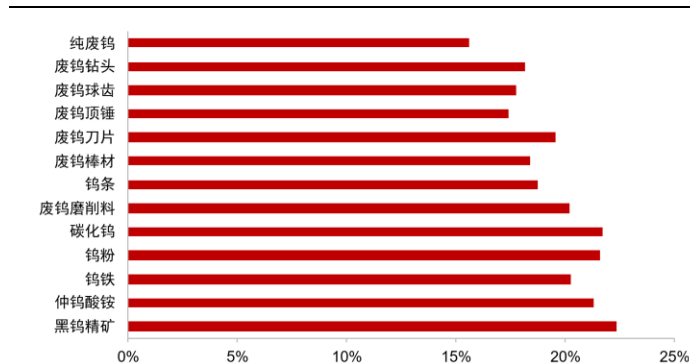
- 《易涨难跌的铜价，降息预期打开上行空间》（2025/6/30）
- 《钨业系列一：或跃在渊，钨产业变局中的出海机遇》（2025/6/26）
- 《有色月跟踪：小金属涨价周期已至，重视战略矿产资源价值评估》（2025/6/25）
- 《降本不可持续——澳矿 2025Q1 财报梳理分析》（2025/6/20）
- 《中印大合同签订，钾肥价格重心上移》（2025/6/17）
- 《2024 中国地勘投资出炉，多元勘查战略探索破解资源困局》（2025/6/17）
- 《矿业巨头启示录系列之三：百年基业，必和必拓矿业帝国缔造史》（2025/6/12）
- 《钼价创年内新高，短期有望继续上涨》（2025/6/11）
- 《矿企启示录系列之二：跨越时空的成长，打造一流铜企——FCX 和紫金》（2025/6/10）
- 《有色月跟踪：24 年有色行业盈利改善，“资源为王”特征进一步凸显》（2025/5/27）

钨价创出历史新高，短期回调不改长期向好

中国供给侧政策是本轮钨价上行的主要原因。中国 2025 年度第一批钨矿开采总量控制指标 58000 吨，较 2024 年同期减少 4000 吨，降幅 6.45%。欧美重启或开发钨矿项目支出增加，但 2025 年海外钨矿新投产未能覆盖其需求，对中国依赖度居高不下。在出口管制影响下，2025 年 1-5 月期间，中国钨品出口总体同比减少 1879 吨，其主要出口方向在不同程度上均有减少，依次分别为韩国、以色列、美国、德国等。分产品来看，氧化钨、碳化钨及钨粉大幅减少，偏钨酸铵和未锻轧钨增加。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，进而拉动中国钨价跟随欧美市场上涨。截止 6 月 13 日，国产黑钨精矿（65%）价格达到 17.3 万元/吨，仲钨酸铵价格达到 25.3 万元/吨，自 3 月底以来分别上涨 22.3%、21.3%，创历史新高。钨产品 3 月底以来的上涨幅度均达到 20% 左右，钨原料中欧价差在出口管制政策出台两个月后基本修复。

多元化采购或可缓解出口管制冲击，但难以填补中国空缺。日本是中国钨制品的主要采购国，根据 UN Comtrade 数据，2025 年 1-4 月日本从德国进口的主要钨产品中，钨废料、钨粉、含氧化钨在内的金属氧化物累计同比上升 294%（111 吨）、237%（20 吨）、79%（78 吨）；前 4 个月从越南进口的钨酸铵类化合物、含氧化钨在内的金属氧化物达到 2024 全年的 47%（58 吨）、66%（180 吨）。在 2024 年日本三菱集团收购马山高科旗下世泰科公司，并签订长期仲钨酸铵和氧化钨采购协议，使得日本企业可以从德国、越南及美国多元化采购。因此我们可以观察到，基于中下游供应链完善和原料端海外布局，日本较为迅速地转变进口产品结构——从中国进口的氧化钨、碳化钨等产品减少，但钨铁、偏钨酸铵和未锻轧钨的进口增加，以适应出口管制带来的供应冲击。总体需求上，2025 年 1-5 月日本从中国进口钨品累计同比仅减少 36.9 吨，中短期内难言摆脱对中国的依赖。

图表 1：2025 年 4 月-6 月中旬中国市场钨品价格涨幅



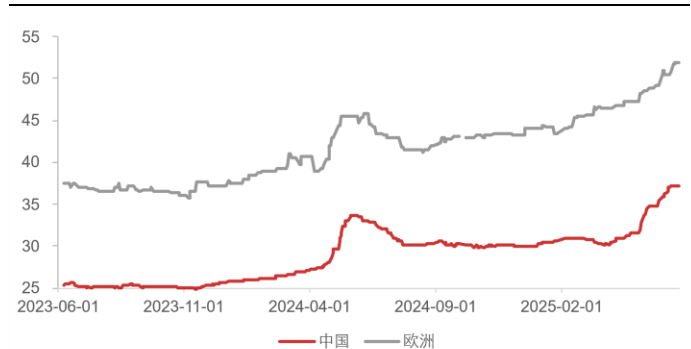
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 2：2025 年 1-5 月钨品累计出口同比增减量（吨）

出口产品	日本	韩国	美国	德国	以色列	俄罗斯	印度	土耳其	海地	越南	马来西亚	中国台湾	欧洲合计
钨矿砂及其精矿													
钨废料	40.9	1.0	-69.0	-27.0						-8.0	-80.1	0.7	-134.5
钨条	20.9									38.4			59.4
钨粉	0.3	-380.0		-40.0						-20.0			-419.8
三氧化钨	-314.4	69.9	-15.0	-100.0	-220.0	-144.0							-903.6
钨铁	287.8	-2.9	-13.0	-266.6				11.0	-5.0		17.0	30.0	-41.1
钨酸铵	20.0		-0.3		-5.0								10.2
仲钨酸铵	-134.0	-2.9		40.0		-3.0							-136.9
偏钨酸铵	248.0	15.6	97.8	221.2		-52.0	0.8					-3.3	606.5
其他钨制品													
六氧化钨	22.0	-8.3			-2.1	0.5				9.0	34.9	-7.8	48.4
钨粉	-4.2	38.9	-90.4		15.1	-117.0		-0.5	25.5		0.9	-2.4	-129.7
碳化钨	-485.8	-388.1	-104.2	-4.0	-183.6	24.9		-15.5	-1.9	-8.7	-3.0	-0.4	-1,273.5
钨丝	9.9	-5.8	-1.4		-0.5			0.7	-3.3	-1.8	0.3	2.7	-0.9
其他钨制品	-0.9	-3.5	-40.5	-1.8	-8.0	-31.0	-2.7	1.7	-1.1	-0.2	-2.0	-0.6	-90.0
未锻轧钨	-404.6		13.5	10.3	5.0		0.2	1.0		36.0	0.7	0.4	601.1
钨矿砂	-104.7	5.7	-7.4	0.3	-6.0	-4.9	18.7	-1.4	-7.2	8.5	-4.7	5.0	-119.7
含钨废渣合金刀片	0.2	13.2	-0.8	-0.9	-8.5		16.5	1.0	-12.7	7.2	7.9	2.7	4.5
其他钨合金刀片	-3.5	-0.3	-16.4	2.3	6.2	0.1	-4.0	-15.3	2.6	-4.8	21.5	-1.2	-21.9
按国别合计	-36.9	-628.3	-247.2	-166.3	-179.2	-354.9	-170.3	-20.4	38.7	21.4	-105.0	52.6	-1,570.0

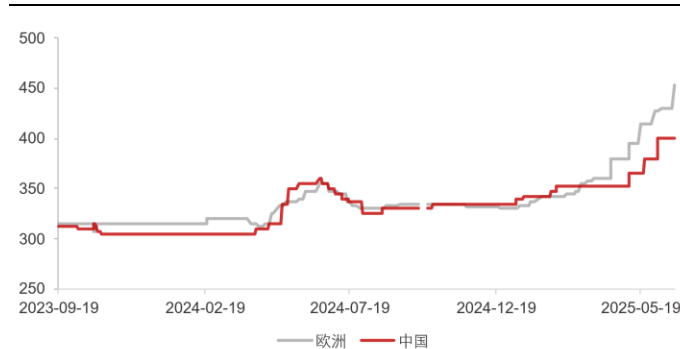
资料来源：海关总署，五矿证券研究所

图表 3：中欧市场钨铁价差（美元/千克）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 4：中欧市场 APT 价差（美元/吨度）

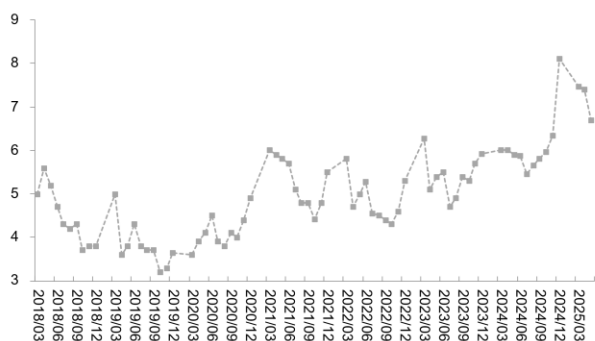


资料来源：Wind，五矿证券研究所

地缘政治环境恶化，战略金属储备需求可能持续提高。冷战时期，美国、苏联均储备大量钨金属，在 1999 年美国启动战略储备销售前，各类钨原料及制品的库存高达 3.7 吨。而根据 USGS，美国计划在 2025 年将政府储备从 266 吨提升到 2041 吨。同时欧盟方面推动军事自化进程及其工业刺激政策亦有望推动对钨材及硬质合金工具需求增加。面对地缘冲突频发及供应链不确定性，多元化采购不能填补总体供应空缺，因此我们认为各国军事及工业用钨储备规模可能持续上行。

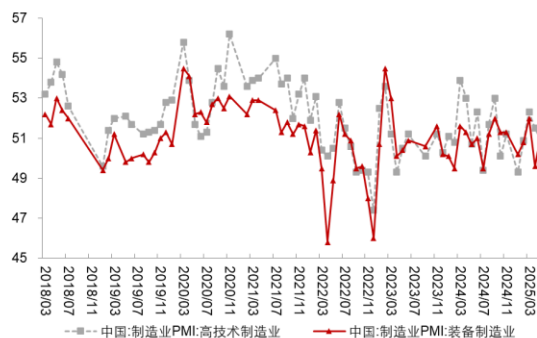
工业制造景气边际改善，产业升级趋势催化钨材新需求。中国方面，6 月份制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.7%，制造业景气边际改善。根据中国物流与采购联合会，6 月装备制造业 PMI 达 51.4%，高技术制造业 50.9%，连续两个月位于扩张区间。根据中国 2025 年 1-5 月中国金属切削机床总产量 21.58 万台，累计同比上升 21.5%，或能带动硬质合金终端需求平稳增长。近年，全球钨金属的需求在新兴领域显著拓展，广泛分布于新能源、高端制造、电子信息技术及航空航天等前沿产业。此外，中国《再生钨原料》行业标准将于 2025 年 7 月 1 日实施，开放废钨进口或可缓解国内再生企业产能利用率不足问题，但长期而言对于抵消总体供应增长缓慢的效果有限。因此我们认为，6 月钨价已创出自 2011 年以来新高，下游需求反馈偏弱导致短期回调，但基于其战略价值及应用泛化趋势，不改钨价长期表现向好。

图表 5：中国金属切削机床月产量（万台）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 6：中国制造业 PMI 指数



资料来源：Wind，五矿证券研究所

风险提示

- 1、全球制造业复苏乏力或压制钨需求；
- 2、技术替代风险冲击传统应用场景；
- 3、地缘政策变动加剧供应链不确定性。

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