

2025年有色中期策略—— 稀缺性裂变时代：供应瓶颈主导价格新秩序

国金证券金属材料组

分析师：王钦扬（执业S1130523120001）

分析师：金云涛（执业S1130525030002）

2025/6/24

目录

- 01 工业金属：供应短缺之始
- 02 贵金属：亚洲力量崛起
- 03 稀土磁材：出口管制叠加供改催化，板块全面看多
- 04 小金属：首推锑见底回升，钼价稳健向上
- 05 能源金属：产能出清孕育反转机会
- 06 风险提示

- 铜：铜矿增速大幅放缓叠加铜矿库存见底，冶炼增速预计将向铜矿增速靠拢，这将使得冶炼出现较大幅供应收缩。2025前4月国内表需增速较快，主要源自抢出口，预计下半年需求会有所回落。25H2供需一起回落，预计供应回落速度快于需求，供应将出现缺口，看好25H2的铜价表现。
- 铝：铝土矿供需格局仍过剩，氧化铝的短期冲击也已缓解，产业链利润依旧集中在电解铝环节。由于上半年光伏抢装和抢出口，电解铝需求韧性较强，库存已去化到近三年的同期低位，近期软逼仓的预期有所抬头。即使下半年需求预期有所回落，但供给释放也较少，下半年电解铝利润有望维持在3000元/吨。
- 黄金：25H1中国黄金ETF为黄金市场贡献主要增量，央行购金同样贡献相当比重，25H2预计随着美联储降息的逐步落地，美国黄金ETF将有望贡献增量，叠加央行的进一步购金需求，推动金价的进一步上行。
- 稀土：出口管制叠加供改催化，板块全面看多。出口管制类比锑，海外价格上涨已经兑现；因缅甸、美国扰动，内盘价格有支撑。下游人形机器人和低空经济有望持续打开稀土领域新增需求，磁材标的有望与稀土资源标的共振，资源端推荐中国稀土、广晟有色、北方稀土；磁材推荐金力永磁。
- 锑：有望实现第二波内外同涨。2024年9月我国实施出口管制，2025年3-4月，锑呈现内外同涨局面，内外锑价均创历史新高；目前外盘锑价较国内价格仍高一倍左右。资源紧缺，海外大矿减产带来全球供应显著下滑，需求稳步上行，全球锑价上行趋势不改。锑板块迎来重要布局窗口，标的：华锡有色、湖南黄金。
- 钼：能源战争金属，价格持续上行。展望后市，钢厂盈利水平或有望受益行业供给优化和成本让利，钼铁倒挂情况有望缓解；待年内316/双相不锈钢排产逐步回升，产业链上下游去库，顺价逻辑逐步兑现叠加钢材合金化趋势（钼等元素含量提升），钼价“有量无价”的僵局有望打破，上涨通道进一步明确，建议关注金钼股份、国城矿业。

- 锂：已展现出股票价格与商品价格脱敏的底部信号，主因商品价格依旧有下跌的可能性，但只会加大产能出清的概率，加速修复行业的供需平衡，加快价格反转点的到来。因此当前是布局股票端的好时机，产能出清所带来的行情可能近在咫尺。
- 钴：全球供给占比75%的刚果金计划政策调控本国出口量，以修复行业供需平衡情况，使价格恢复到合理水平。当前价格已持续盘整数月，行业上下游均在等待6月22日刚果金政策落地。对板块来说，后续刚果金的政策变化将是重点关注内容，其将左右商品价格趋势。
- 风险提示：新能源需求不及预期；供给超预期；元素替代风险。

01 工业金属：供应短缺之始

铜：供给收缩开始兑现，矿冶矛盾愈发激烈

- 2025Q1全球主流铜矿企业供应同比负增长，矿端供应收缩持续兑现。我们统计全球主流9家铜矿企业，2025Q1产量合计同比-0.4%。智利矿区受2月停电事件及品位下滑影响影响，产量出现大幅下滑，印尼矿区（自由港PT-FI及阿曼矿业的Batu Hijau）由于冶炼厂建设延期等影响出现大幅下滑。

图表：2025Q1全球主流矿企铜矿供应同比负增长

公司名称	2024A	2024Q1	2025Q1	25Q1 同比
自由港	191.0	49.2	39.4	-20.0%
必和必拓	195.7	46.6	51.3	10.1%
智利国铜业	144.2	31.9	32.4	1.6%
紫金矿业	107.0	26.3	28.8	9.3%
南方铜业	97.4	24.0	24.2	0.8%
嘉能可	95.2	24.0	16.8	-30.0%
英美资源	77.3	19.8	16.9	-14.7%
安托法加斯塔	66.4	12.9	15.5	19.9%
洛阳钼业	65.0	14.8	17.1	15.6%
力拓	69.7	15.6	18.7	19.6%
波兰铜业	54.1	13.6	13.4	-1.3%
泰克资源	44.6	9.9	10.6	7.2%
诺镍	43.3	11.0	10.9	-0.9%
第一量子	43.1	10.1	10.0	-1.3%
五矿资源	40.0	6.7	11.8	75.9%
伦丁矿业	36.9	8.8	7.7	-12.5%
淡水河谷	34.8	8.2	9.1	10.9%
巴里克黄金	19.5	4.0	4.4	10.0%
阿曼矿业	17.9	4.4	1.7	-62.2%
合计	1442.9	341.8	340.5	-0.4%

铜：供给收缩开始兑现，矿冶矛盾愈发激烈

- 2025年国内主流冶炼厂依然保持较快增速，主流冶炼厂2025年指引合计增长84万吨，同比增长8%。据SMM数据，国内19家主流冶炼厂2025年产量指引合计增长84万吨，同比保持高速增长，但受制于矿端供应，我们预计国内非主流冶炼厂及海外冶炼厂将出现减产。

图表：2025年国内主流冶炼厂同比依然保持较快增长

公司	2023A	2024A	2025E	2025增量	2025同比
铜陵有色	175.6	176.8	189.6	12.8	7.20%
江西铜业	209.7	229.2	237	7.8	3.40%
金川集团	116.9	132.7	158	25.3	19.00%
大冶有色	62.5	70.4	71	0.6	0.90%
云南铜业	138	120.6	146	25.4	21.10%
紫金矿业	72.5	74.8	74	-0.8	-1.00%
豫光金铅	15.3	16.5	15.5	-1	-6.00%
西部矿业	18.3	26.4	35.4	9	34.20%
锡业股份	12.9	13	12.5	-0.5	-4.10%
恒邦股份（并到江铜）	20.3	19.4	22.5	3.1	15.90%
中金黄金	41.1	39.7	39.6	-0.1	-0.20%
白银有色	31.7	36.1	37	0.9	2.40%
宁波金田	0.7	0.6	0.5	-0.1	-18.00%
锌业股份	11.8	8.6	9.9	1.3	15.30%
北方铜业	13.4	31.3	30	-1.3	-4.20%
浙富控股	17.9	18.2	18.3	0.2	0.80%
高能环境	5.4	1.9	0.6	0.1	
飞南资源	12.3	3.1	0.7	0.1	
中金岭南	40.3	43.2	47	3.8	8.30%
合计	991.4	1055.6	1140.3	84.7	8.00%

资料来源：SMM，国金证券研究所

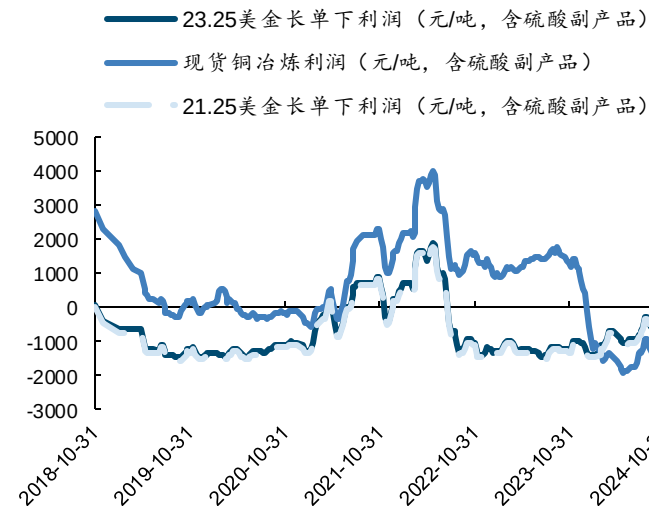
铜：供给收缩开始兑现，矿冶矛盾愈发激烈

- 铜矿供需失衡，铜冶炼加工费TCRC大幅下行。全球铜矿供应2025Q1呈现负增长，全年供应预计将更为悲观，在此背景下，国内冶炼厂增量依然显著，铜矿供需矛盾愈发激烈，铜冶炼加工费大幅下行，创下历史新低。而随着2025H2新长单价格的签订，我们预计2025下半年铜冶炼减产的概率大幅增加。

图表：国内TC降至历史极值



图表：现货TC冶炼深度亏损



铜：抢出口需求显著，静待国内转暖

- 根据铜的物质流模型，中国前4月铜表需表现强劲，其中出口拉动明显。据我们测算，2025年前4月国内铜表需550.8万吨，同比增长10%。单4月来看，国内需求改善明显，静待国内需求转暖。4月国内表需同比大幅增长17%，国内实际需求同比增长3%。据SMM，5月精铜杆、铜管、铜电线电缆等需求表现优异，国内铜需求逐步转暖，期待抢出口后，国内需求的接续表现。

图表：2025年前4月出口需求同比增长33%，抢出口需求显著

单位：万吨	中国铜表观需求	铜材净进口	新废铜（25%）	中国铜制品出口	中国实际铜需求
2024-01	136.1	44.3	-45.1	27.7	107.6
2024-02	109.6	31.4	-35.2	21.1	84.7
2024-03	122.9	38.0	-40.2	25.6	95.0
2024-04	130.2	34.8	-41.2	26.3	97.4
2024-05	128.6	36.1	-41.2	24.6	98.9
2024-06	119.3	20.7	-35.0	24.6	80.4
2024-07	130.8	29.9	-40.2	25.4	95.2
2024-08	134.9	31.5	-41.6	27.7	97.1
2024-09	146.5	40.2	-46.7	27.2	112.8
2024-10	139.1	43.0	-45.5	28.1	108.4
2024-11	148.4	43.4	-47.9	27.5	116.3
2024-12	156.5	48.1	-51.1	31.2	122.2
2024年	1602.7	441.3	-511.0	317.0	1216.0
2025-01	128.8	32.6	-40.3	32.5	88.5
2025-02	120.2	33.3	-38.4	20.1	95.0
2025-03	149.4	32.5	-45.5	29.6	106.8
2025-04	152.4	28.6	-45.2	35.0	100.7
2025年1-4月	550.8	126.9	-169.4	117.3	391.0
1-4月同比	10%	-14%	5%	16%	2%
4月同比	17%	-18%	10%	33%	3%

资料来源：SMM，国金证券研究所

铜：抢出口需求显著，静待国内转暖

- 美国前4月铜表需表现强劲，其中3月抢进口拉动明显。据我们测算，2025年前3月美国铜表需58万吨，同比增长7%。单3月来看，美国表需同比13%，快速增长，主要来自电解铜抢进口。3月美国终端进口产品抢出口速度提升，主要进口产品为电线电缆及汽车。

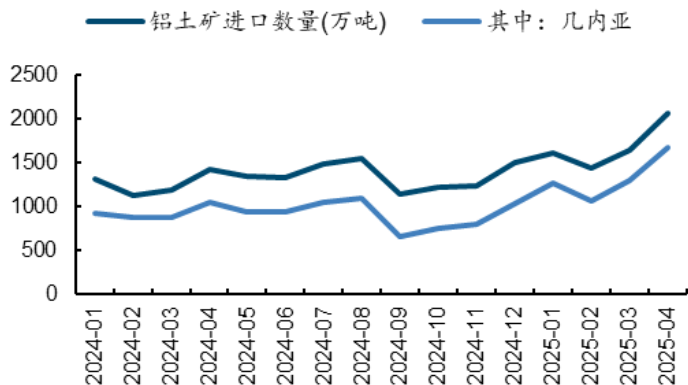
表：美国铜表需在“抢铜”影响下大幅上行

单位：万吨	铜表观需求	铜材净进口	新废铜（25%）	铜制品进口	实际铜需求
2024-01	21.2	0.5	-5.4	34.5	50.7
2024-02	15.9	0.4	-4.1	34.3	46.6
2024-03	17.3	0.4	-4.4	33.7	47.0
2024-04	15.9	0.7	-4.1	34.4	46.8
2024-05	19.0	0.5	-4.9	32.2	46.9
2024-06	17.0	0.6	-4.4	32.0	45.2
2024-07	20.2	0.7	-5.2	36.0	51.6
2024-08	22.3	0.9	-5.8	35.6	53.0
2024-09	22.4	0.9	-5.8	34.3	51.8
2024-10	18.0	0.7	-4.7	35.5	49.5
2024-11	17.4	1.2	-4.6	36.7	50.6
2024-12	21.0	1.3	-5.6	36.6	53.3
2024年	227.8	8.7	-59.1	415.6	593.0
2025-01	20.9	1.1	-5.5	36.9	53.4
2025-02	17.6	0.8	-4.6	32.2	46.0
2025-03	19.6	1.2	-5.2	37.5	53.1
2025年1-3月	58.0	3.1	-15.3	106.6	152.4
前3月同比	7%	136%	10%	4%	6%
3月同比	13%	196%	17%	11%	13%

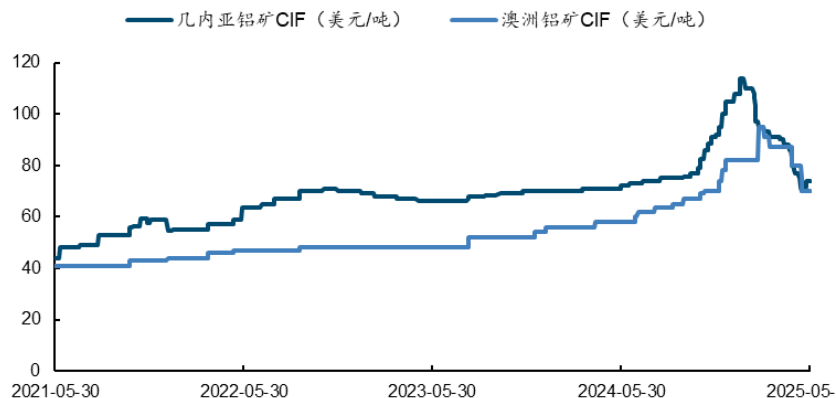
铝土矿：年初以来价格有所松动，近期几内亚有所扰动

- **供给宽松**：25 年 1-4 月，中国铝土矿累计进口 6766 万吨（当前进口依赖度 77%），累计同比增长 34%。增长的主要来源是几内亚，同期中国从几内亚累计进口铝土矿 5302 万吨，累计同比增长 42%，去年有扰动的几内亚铝土矿投产项目和发运较为顺利。根据 SMM，国产矿在 24 年低基数下，产量也同比增长 11%。截至 5 月底，铝土矿社会库存 4417 万吨，港口库存 2156 万吨，合计 6573 万吨，较年初上升 1268 万吨，也印证矿端供给的过剩。
- **由于铝土矿过剩叠加氧化铝价格的快速回落，氧化铝厂商在亏损压力下对矿也进行相应压价，因此海内外铝土矿价格均出现松动**。5 月 12 日，Mysteel 发布的几内亚标准品位基准价格已从 4 月的 110 美元/吨的长协下跌至 70 美金/吨，接近 65 美元/吨的成本支撑（边际成本较高的中小型矿到中国的完全成本）。即便铝土矿供给侧扰动加剧，目前情况下仍然不改铝土矿供应相对宽松的格局，基于此，预计 25H2 矿价中枢 70-75 美金/吨。

图：25 年 1-4 月，铝土矿进口数量增长较多



图：25 年初至今，海外铝土矿 CIF 大幅回落到 70 美元/吨，国内矿价也回调较多



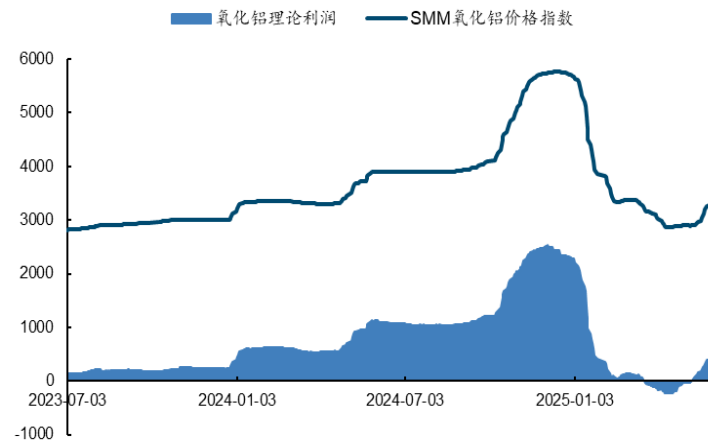
氧化铝：进入投产高峰期，价格快速回落，回归成本定价

- 25年是氧化铝产能扩张的大年，25年1-4月，氧化铝累计产量292万吨，累计同比增长10.7%。随着新产能投建，截至5月底，中国冶金级氧化铝的建成产能为11082万吨，开工率从年初的86.3%下降到77.3%，供应过剩。新投产产能主要集中在上半年，项目投产进度较快，下半年新投项目主要集中在年底，目前进展相对缓慢。
- 供应过剩现实叠加未来新投产能较多的预期，氧化铝价格快速回落。氧化铝价格下跌到厂商亏损从而减产，价格若上涨也会复产，这意味着氧化铝价格或将围绕盈亏平衡点波动，回归成本定价，参考铝土矿价格，预计H2价格中枢2900-3000元/吨。

表：24-26年中国氧化铝投产产能计划表（单位：万吨）

公司	区域	原有产能	新建年产能	开始投产时间	24年投产产能 预期	25年投产产能 预期	26年及远期投产 产能预期
企业1	广西防城港	0	200	25年	0	200	200
企业2	广西北海	0	480	26年	0	0	480
企业3	广西北海	0	400	25年	0	200	200
企业4	广西防城港	0	240	26年	0	0	240
企业5	甘肃嘉峪关	0	600	25年	0	600	0
企业6	重庆	400	160	24年	60	0	100
企业7	河北曹妃甸	480	480	25年	0	480	0
企业8	内蒙古通辽	0	600	24年	0	0	600
企业9	山东滨州	160	100	25年	0	100	0
企业10	山东滨州	1750	400	24年	100	300	0
企业11	山东滨州	200	60	25年	0	60	0
企业12	内蒙古包头	0	700	-	0	0	700
企业13	河北沧州	0	-	-	-	-	-
企业14	河北唐山	0	-	-	-	-	-
企业15	广西南宁	0	120	-	0	0	120
企业16	辽宁大连	0	300	-	0	0	300
24年新增					160		
25年新增						1340	
26年及远期新增							1640

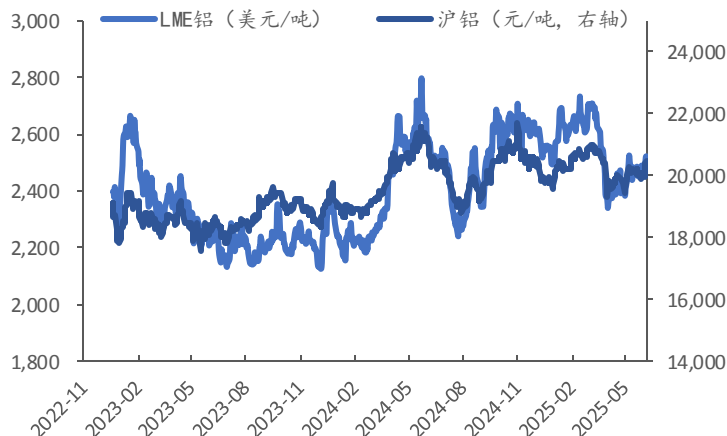
图：年初以来氧化铝价格快速回落，行业一度陷入亏损



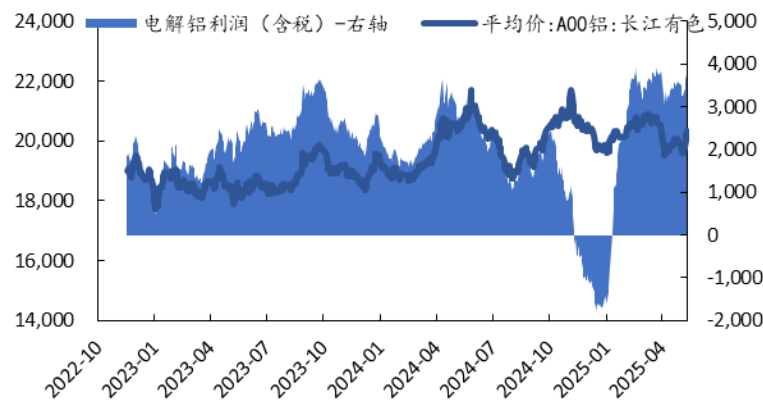
电解铝：铝价维持高位但受关税冲击，行业盈利修复

- 年初以来，铝的需求韧性较好，叠加政策红线约束下的低供给增量，支撑电解铝价格维持在高位，但4月后受关税反复的影响较大，价格有所回落。根据阿拉丁，25年1-4月，铝累计需求增速达4.3%，而同期电解铝产量增长3.4%，净进口减少14%，国内总供给增速为2.8%。但受到4月3日对等关税政策冲击，市场开始计价美国衰退和全球贸易收缩（铝通过各种终端制品出口，出口敞口较大），铝价下跌较多，中美关税缓和后也有所反弹。
- 由于氧化铝价格的快速下跌，产业链利润分配上重新向电解铝倾斜，电解铝的吨利润修复到3000元/吨的高位。由于矿端和氧化铝环节供应都相对宽松，预计25H2产业链利润也将主要集中在电解铝环节，吨利润主要取决于接下来在需求淡季和关税潜在扰动冲击下的铝价。

图：铝价维持在高位，4月后受到关税扰动



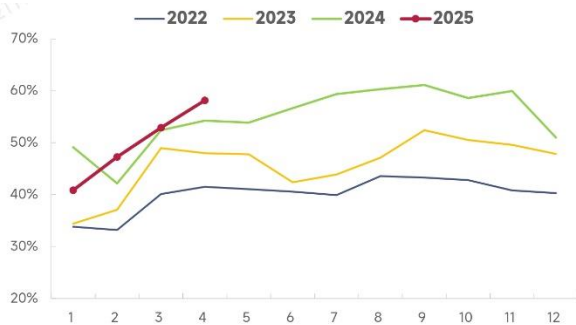
图：电解铝的吨利润恢复到3000元/吨



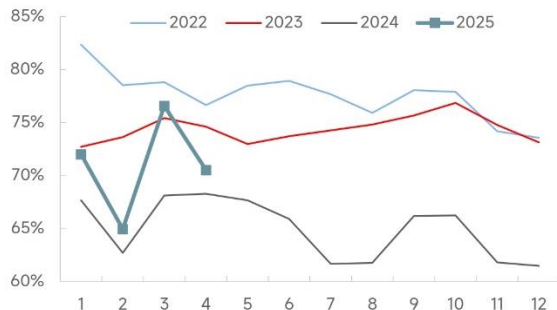
电解铝：电力+光伏抢装+抢出口支撑需求，等待淡季压力测试

- **铝线缆开工维持景气态势，铝箔开工好于去年同期但4月环比下滑较多，铝型材开工承压。**得益于电网交货叠加光伏抢装机需求的带动，铝线缆开工持续向好，后续特高压项目订单饱满支撑景气延续；传统旺季支撑效应逐步消退，叠加海外贸易摩擦频发，铝箔企业开工率逐步由高位往下调整，预计5月延续这一趋势；25年4月，建筑型材开工率环比下滑1%至42.1%，地产基建的旧消费继续拖累，工业型材开工率环比下滑3%至55.2%，随着光伏“531”抢装时点临近，5月组件排产已走弱。
- **需求进入淡季，且受到光伏抢装结束和出口订单下滑影响，需求整体的预期在下移，市场对于需求走弱的预期较浓。**市场担忧光伏抢装、抢出口、汽车等以旧换新对未来消费的透支，需进一步观测淡季的需求成色，等待风险测试完成。

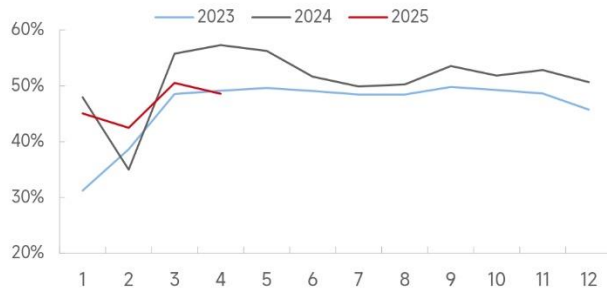
图：中国铝线缆开工率变化



图：铝箔企业月度开工率



图：中国铝型材企业月度开工率



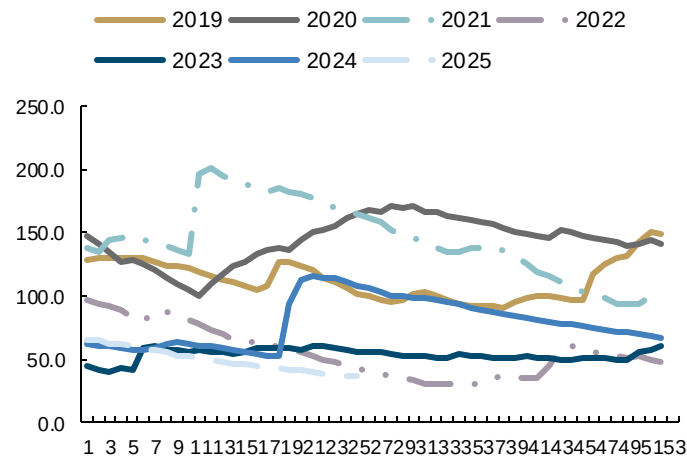
电解铝：低供应下，需求有韧性，库存持续去化至低位

- 25年预计国内电解铝产能净增约65万吨，1-4月产量已增长55万吨，下半年是明牌上的低供给。截至4月，国内电解铝运行产能约为4.391万吨，接近4500万吨的上限，而海外电解铝投产计划集中于印尼、印度，新增产能进展缓慢。
- 即使面临关税的扰动，国内和海外的铝库存都在持续去化，反映上半年铝的需求韧性较强。25年1-4月，受益光伏抢装、汽车以旧换新等政策的催化，以新能源行业为代表的“新消费”驱动铝的消费增速达4.3%，高于同期供给增长约1.9%（净进口略减少），带来库存的持续去化，库存处于近三年同期的低位。

表：24-26年中国原铝投产产能计划表

区域	公司	远期新建及拟 建年产能	产能净增	备注	开始投产 时间	预计完成 投产时间	24年投产 产能预期	25年投产 产能预期	26年及远期投 产产能预期
内蒙古	企业A	42	17	24年5月18通电投产，有17万吨指标	在投	—	42	0	0
	企业B	35	35	有指标35万吨，计划2024年开始建设， 2025年投产	待建	25年	0	35	0
	企业C	20	0	集团转移内蒙古项目，目前公示转移产 能20万吨，计划25年6月投产	在建	25年	0	20	0
	企业D	40	0	待建设 尚无指标	待投	—	0	0	40
青海	企业E	50	10	建设50万吨600KA电解铝厂区，建成之 后停掉现有的40万吨，另外从云南厂转 移10万吨指标	在运	25年	0	50	0
	企业F	11	11	电解铝指标共35万吨，前期24万吨复产 完毕，剩余11万吨待建设	待建	—	0	0	11
新疆	企业G	55	20	该企业合规指标共计190万吨，该项目 24年10月份通电投产，达产仍需一段时 间	在投	25年	20	35	0
	企业H	20	20	企业总合规指标140万吨，剩余20万吨 指标计划25年建成并于25年下半年投产	在建	25年	0	20	0
贵州	企业I	10	0	产能转移项目（购得山东某铝厂指标10 万吨），于2024年11月份投产	在投	25年	10	0	0
四川	企业J	13	13	21年拍卖成交，公司后期要扩建至总产 能25万吨，目前暂未建设	待投	—	0	0	13
2024及远期新 增产能预期		296	126				72	160	64
产能净增							37	65	24

图：全球铝库存（万吨）



02 金：亚洲力量崛起

黄金供需：25Q1黄金供需缺口扩大

- 黄金ETF大幅流入，成为推动金价上涨的关键动力。全球央行净购入黄金244吨，购金力度虽较上一季度有所减弱，但仍符合近三年季度购金量的常态水平。全球黄金ETF流入强势反弹，推动黄金投资总需求同比增长 超一倍（+170%），达到552吨，创2022年一季度以来新高。在金价屡创新高的背景之下，金饰需求骤降，一季度需求跌至自2020年公共卫生事件以来的最低水平；但金饰消费金额却同比增长了9%至350亿美元。

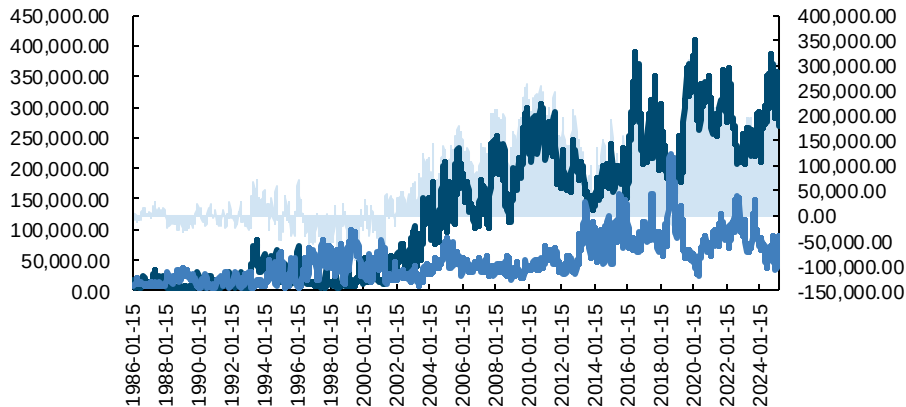
表：智利硫化矿预计2027年见顶后开始下滑

	2020	2021	2022	2023	2024		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
金矿产量	3,482.7	3,573.1	3,638.2	3,647.1	3,673.0	金矿产量	854.9	900.0	936.1	956.2	853.4	901.0	961.5	957.1	855.7
生产商净套保量	-36.6	-5.4	-6.5	69.4	-54.6	生产商净套保量	39.7	-15.5	23.8	21.4	-8.8	-19.8	-6.8	-19.3	5.0
回收金	1,293.1	1,135.8	1,136.3	1,234.4	1,369.3	回收金	309.5	324.0	289.7	311.2	349.6	334.8	326.3	358.7	345.3
总供应	4,739.2	4,703.5	4,768.0	4,950.9	4,987.8	总供应	1,204.1	1,208.5	1,249.6	1,288.8	1,194.2	1,216.0	1,280.9	1,296.6	1,206.0
金饰制造	1,323.7	2,247.4	2,228.3	2,206.0	2,012.2	金饰制造	534.7	498.0	585.9	587.3	538.5	411.0	542.3	520.4	434.0
金饰消费	1,398.3	2,148.5	2,088.0	2,111.1	1,878.4	金饰消费	489.2	481.8	519.4	620.7	480.1	391.8	459.0	547.5	380.3
金饰库存	-74.5	98.9	140.3	94.9	133.8	金饰库存	45.6	16.2	66.5	-33.4	58.4	19.1	83.3	-27.1	53.6
科技用金	309.0	337.2	314.8	305.2	326.3	科技用金	72.8	72.8	77.3	82.2	80.2	80.2	82.9	82.9	80.5
电子用金	255.3	278.7	257.7	248.7	270.8	电子用金	58.7	59.0	63.3	67.6	66.0	66.8	69.1	68.8	67.0
其他工业用金	41.9	47.1	46.8	47.1	46.5	其他工业用金	11.7	11.4	11.7	12.3	11.9	11.1	11.6	11.9	11.3
牙科用金	11.9	11.4	10.3	9.4	8.9	牙科用金	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1
投资需求	1,794.9	991.5	1,112.6	945.6	1,181.7	投资需求	276.4	252.6	156.8	259.8	204.4	267.5	365.2	344.7	551.9
金条与金币总需求	902.3	1,180.3	1,222.1	1,189.9	1,188.4	金条与金币总需求	305.0	273.7	295.9	315.2	317.3	274.6	270.5	326.0	325.4
金条	542.7	810.9	802.2	781.8	861.8	金条	187.0	164.0	207.7	223.1	226.8	199.7	198.7	236.6	257.6
官方金币	290.4	284.4	320.9	293.5	201.1	官方金币	93.6	85.3	54.3	60.3	66.0	49.6	32.1	53.5	45.2
奖章/仿制金币	69.1	84.9	98.9	114.6	125.6	奖章/仿制金币	24.4	24.4	34.0	31.9	24.6	25.4	39.8	35.8	22.6
黄金ETF及类似产品	892.5	-188.8	-109.5	-244.2	-6.8	黄金ETF及类似产品	-28.6	-21.1	-139.1	-55.4	-113.0	-7.1	94.7	18.7	226.5
各经济体央行和其他机构	254.9	450.1	1,080.0	1,050.8	1,086.0	各经济体央行和其他机构	290.4	176.3	367.3	216.8	309.9	211.5	199.5	365.1	243.7
黄金需求	3,682.5	4,026.2	4,735.6	4,507.6	4,606.1	黄金需求	1,174.4	999.8	1,187.3	1,146.1	1,133.0	970.2	1,189.8	1,313.0	1,310.0
场外交易和其他需求	1,056.6	677.3	32.3	443.3	381.7	场外交易和其他需求	29.7	208.7	62.3	142.7	61.2	245.9	91.1	-16.5	-104.0
总需求	4,739.2	4,703.5	4,768.0	4,950.9	4,987.8	总需求	1,204.1	1,208.5	1,249.6	1,288.8	1,194.2	1,216.0	1,280.9	1,296.6	1,206.0
伦敦金 (LBMA) 价格(美元/盎司)	1769.59	1798.61	1800.09	1940.54	2386.2	伦敦金价(美元/盎司)	1,889.9	1,975.9	1,928.5	1,971.5	2,069.8	2,338.2	2,474.3	2,663.4	2,859.6

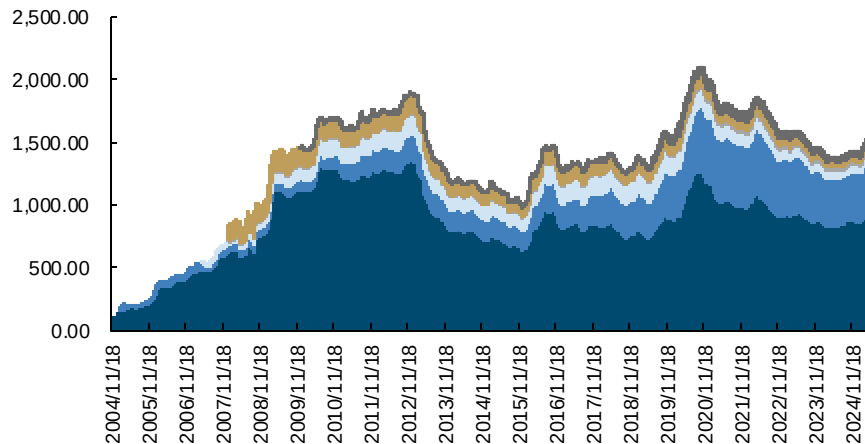
黄金需求：ETF流入贡献需求主力

- COMEX黄金非商业净多单持仓下行，金价推动来自ETF。截至2025年5月27日，COMEX非商业多单持仓相较年初下滑3%，净多单从年初的25.5万张下降至17.4万张，投机资金快速撤出。
- 降息预期催化下，黄金ETF需求提升。结构上，黄金ETF的增长主要来自SPDR及ishares持仓，截至2025年5月30日，SPDR持仓相较年初增长7%，ishares持仓相较年初增长10%。

COMEX黄金非商业多头净持仓（右轴）
COMEX持仓数量:非商业多头持仓:黄金
COMEX持仓数量:非商业空头持仓:黄金



SPDR持仓 ishares持仓 PHAU持仓 GOLD持仓 GBS持仓 SGBS持仓



黄金需求：中国黄金ETF贡献主要力量

- 分地区看，北美及亚洲地区为ETF流入主力。欧洲。2025年前四月，全球黄金ETF净流入115.3吨，其中亚洲69.6吨，北美44.2吨，欧洲未有流入。
- 分产品看，主要新增持仓量在中国黄金ETF。2025年前4月，前15大流入ETF中，中国地区黄金ETF净流入57.7吨，美国地区黄金ETF流入39.2吨。本轮金价上行，中国地区黄金ETF贡献主要力量。

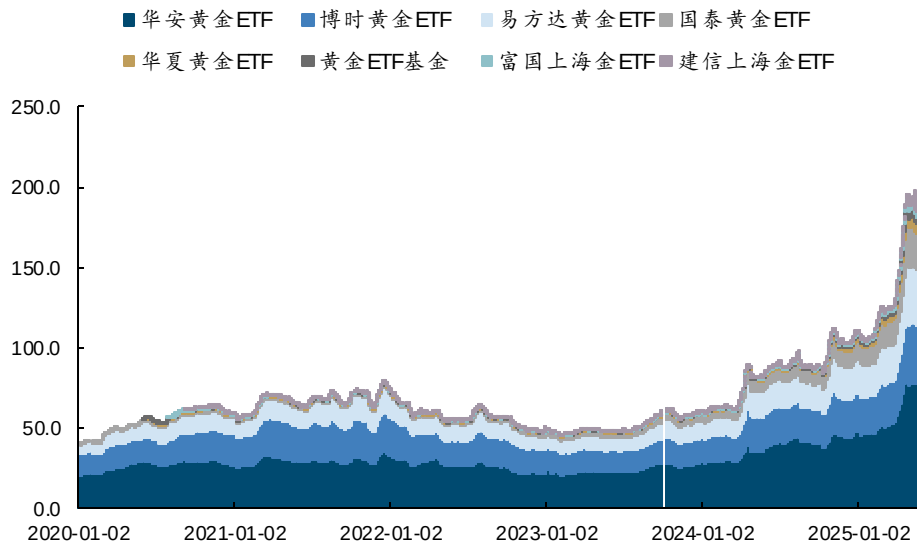
	总规模 (十亿美金)	持仓量 (吨)	2025年前4月持仓流入 (吨)
北美	194.1	1,828.50	44.2
欧洲	142.4	1,341.70	-0.7
亚洲	34.6	320.4	69.6
其他	7.4	70.1	2.2
全球	378.6	3,560.80	115.3
全球流入			218.2
全球流出			-102.9

资料来源：WGC，国金证券研究所

前 15 大资金流入	国家	持仓量 (吨)	新增持仓 (吨)
华安易富黄金 ETF	中国	76.1	19.5
iShares 黄金信托	美国	437.2	12.4
易方达黄金交易型开放式证券投资基金	中国	35.3	12.1
博时黄金交易型开放式证券投资基金 ETF	中国	37.6	10.7
SPDR 黄金份额	美国	944	10.9
国泰黄金 ETF	中国	25	8.9
斯普罗特实物黄金信托	美国	113	6.9
SPDR 黄金迷你份额信托	美国	137.7	5.6
安盛实物黄金交易所交易商品	法国	74.4	3.7
iShares 黄金信托微型基金	美国	24.8	3.4
日本实物黄金 ETF	日本	47.8	3.4
工银瑞信黄金基金	中国	5.1	2.5
瑞银 ETF 黄金	瑞士	40.2	2.5
华夏黄金 ETF	中国	5.8	2.3
富国上海黄金 ETF	中国	3.2	1.9

黄金需求：中国黄金ETF贡献主要力量

- 中国ETF黄金为推动年内黄金上涨的主要动力。截至2025年6月1日，国内主要黄金ETF持有黄金196吨，相较年初的104吨大幅上行，国内黄金ETF的购买者来自民间及部分机构。



黄金需求：央行购金依然强劲，中国央行购金潜力仍大

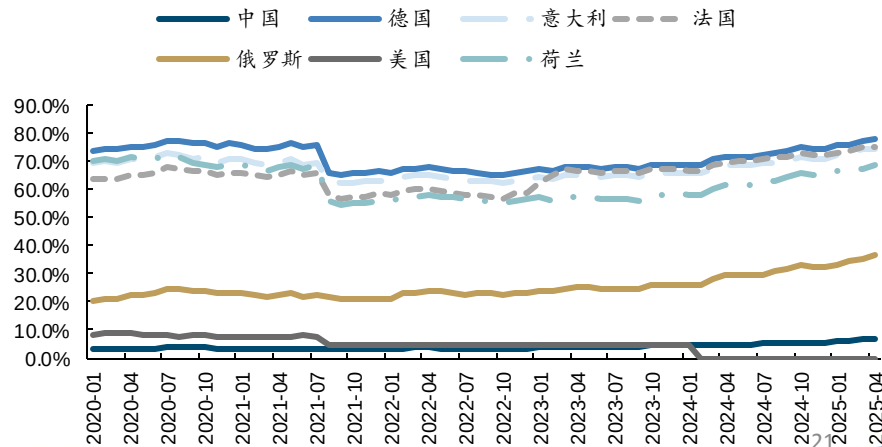
- 亚洲地区发展中国家央行为购金主力。2025年前4月，全球黄金净购入金66.94吨。主要购金央行来自波兰、中国、伊拉克、土耳其等，除波兰外，多为亚洲地区发展中国家。主要售金央行为哈萨克斯坦。
- 相较于其他发达国家，中国央行购金比例仍低，具备较大提升空间。随着金价上行，各国黄金储备占官方资产储备比重上行。截至2025年4月，中国央行黄金资产储备占官方储备比重仅为6.8%，相较其他国家仍有较大提升空间。

央行购金前十（单位：吨）

波兰	32.10
中国	20.22
伊拉克	9.92
吉尔吉斯斯坦	8.70
土耳其	7.66
捷克	4.20
卡塔尔	4.08
柬埔寨	3.98
波黑	3.48
印度	2.83

央行售金前十（单位：吨）

墨西哥	-0.05
白俄罗斯	-0.13
约旦	-0.77
海地	-1.81
特立尼达和多巴哥	-1.95
新加坡	-2.73
乌兹别克斯坦	-3.38
芬兰	-5.26
俄罗斯	-6.22
哈萨克斯坦	-15.46



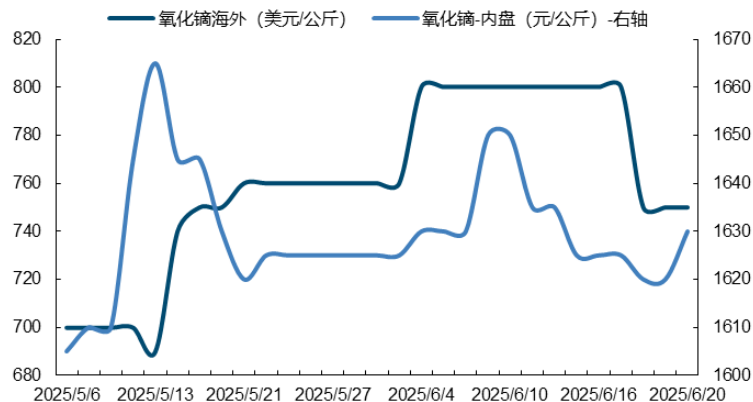
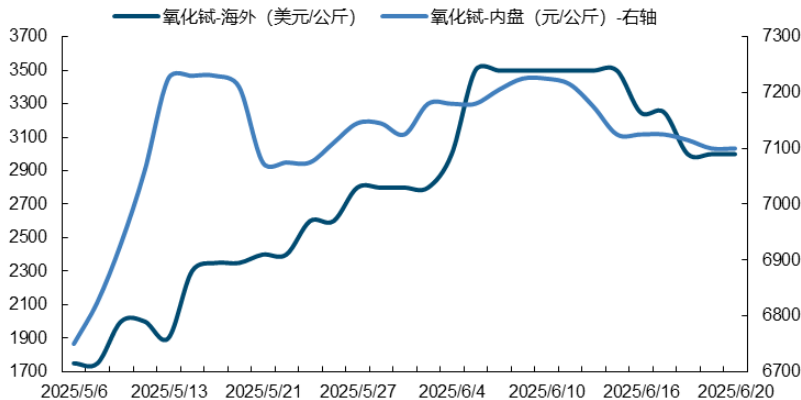
03

稀土磁材：出口管制叠加供
改催化，板块全面看多

3.1 出口管制，或类比镱，内外同涨

- 25年4月贸易战加剧，对中重稀土进行出口管制，对含镱、铽等元素所有相关品种（包括含镱、铽的钕铁硼材料，因而对轻稀土镨钕亦产生管制效果）进行出口管制。
- 海外价格迅速上涨，欧洲镱、铽价格，较国内溢价率近200%。
- 对比镱，稀土：
 - 直接出口比例，镱（41%）>稀土（18%）；美国出口占比，镱（31%）>稀土（15%），因此出口管制带来内盘价格压制小；近期商务部表示：将依法依规不断加快对稀土相关出口许可申请的审查，我们认为随着出口修复，内盘价格有望持续走强。
 - 进口矿占比，稀土>镱；目前进口矿大头美国矿、缅甸矿均收到显著影响，因此进口矿走弱提前兑现，内盘价格预计很快上涨。
 - 纯海外供给，镱>稀土，因此出口管制，稀土海外价格弹性>镱海外价格弹性。

图表：海外中重稀土价格显著上涨



数据来源：百川盈孚，国金证券研究所

3.2 管理条例落地，供改效果有望显现

- 2024年10月1日，《稀土管理条例》正式实施；较2021年1月发布的《征求意见稿》，除了明确了处罚对象、措施和力度以外，该正式版将对进口矿和二次利用实施更高级别的约束。
- 2025年2月发布《总量调控办法》（征求意见稿），进一步明确只有稀土集团能做冶炼，将进口矿纳入配额管理（配额只给中稀集团、北方稀土）。

图表：稀土政策梳理

时间	开展部门	政策/行动名称	内容
2021/1/15	工信部	《稀土管理条例（征求意见稿）》	建立投资项目核准制度；拟定稀土开采及冶炼分离总量指标制度；加强采矿、产品进出口及储备管理，建立检查制度；明确相关违法行为惩罚措施。
2024/7/1	工信部	《稀土管理条例（正式版）》	明确进口矿和二次利用纳入管控；建立稀土全生命周期的跟踪流程
2025/2/19	工信部	《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理办法（暂行）（公开征求意见稿）》、《稀土产品信息追溯管理办法（暂行）（公开征求意见稿）》	明确稀土进口矿冶炼纳入管控；境内进行稀土冶炼的主体仅能为稀土集团（中稀集团、北稀）
2025/4/7	商务部、海关总署	《对部分中重稀土相关物项实施出口管制的决定》	对钆、钷、铽、镱、镱、镱、铽、铽等氧化物、金属及合金进行出口管制（包括含镱、含铽的钕铁硼材料）

3.3 配额预计温和增长，2025年或为稀土供需改善元年

- 根据SMM，多数业者认为配额或将仅同比增5-10%；我们按照2025年配额+10%测算，全球稀土供需将显著改善。

图表：全球稀土供需平衡表（折氧化镨钕口径）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E
镨钕全球供给（万吨）	6.33	6.84	7.73	9.11	10.23	10.19	10.04
YOY		8%	13%	18%	12%	0%	-1%
其中：国内配额（万吨）	2.59	2.73	3.28	4.12	4.99	5.27	5.79
YOY		5%	20%	26%	21%	6%	10%
国内废料（万吨）	2	2.02	2.18	2.82	2.24	2.13	2.20
YOY		1%	8%	29%	-20%	-5%	3%
海外矿（万吨）	1.74	2.09	2.27	2.17	3.00	2.80	2.05
YOY		20%	8%	-4%	38%	3%	-27%
美国矿	0.37	0.58	0.61	0.62	0.53	0.45	0.20
缅甸矿	0.35	0.49	0.56	0.36	1.20	0.90	0.20
澳洲矿	0.56	0.49	0.54	0.58	0.60	0.62	0.65
老挝					0.01	0.15	0.40
其它	0.20	0.20	0.10	0.20	0.20	0.20	0.20
独居石	0.26	0.34	0.46	0.42	0.46	0.48	0.40
镨钕全球需求（万吨）	6.48	7.26	8.46	8.10	8.62	9.33	10.25
YOY		12%	17%	-4%	6%	8%	10%
缺口（万吨，-偏紧/+过剩）	-0.15	-0.41	-0.73	1.00	1.61	0.87	-0.21
缺口变化（万吨，-边际紧缺/+边际过剩）		-0.26	-0.31	1.73	0.61	-0.74	-1.07

3.4价格拐点已现，板块全面看多

- 稀土价格由年初的40万元/吨水平，下降至最低33万元/吨；由于配额显著下降，因而价格在今年两度下探至35万元/吨后，回升至42万元/吨，重回2024年初开始下跌的水平。
- 标的：广晟有色、中国稀土、北方稀土、包钢股份；磁材关注金力永磁、中科三环。

图表：氧化镨钕价格触底回升

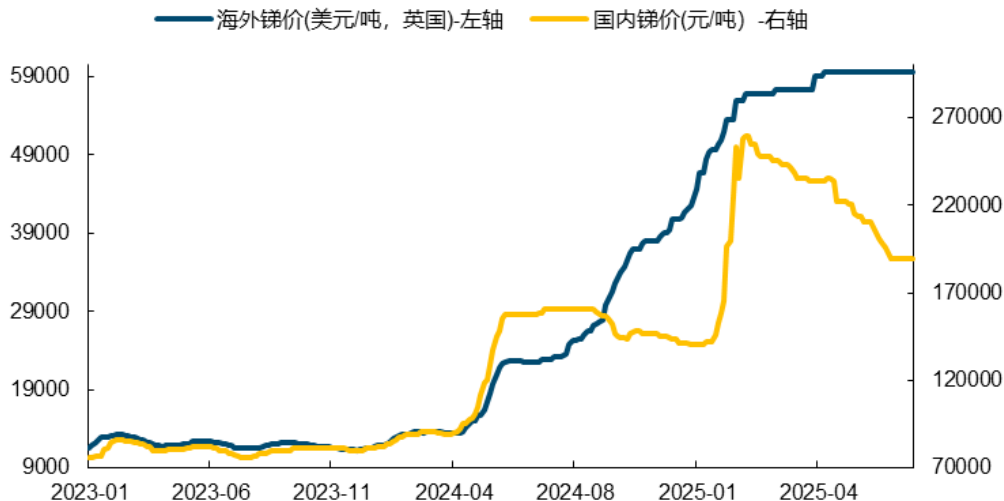


04 小金属：首推锑见底回升，钼价稳健向上

4.1 锑：兑现第一波“内外同涨”，静待第二波

- 自2024年9月我国实施出口管制以来，呈现外盘大涨、内盘小幅下跌局面；2025年3-4月，锑呈现内外同涨局面，内外锑价均创历史新高；目前外盘锑价较国内价格仍高一倍左右。
- 内盘价格近期有所下跌，主因系4月至今出口收紧（打击走私）；目前冶炼厂出现较大面积亏损、大厂挺价心态浓厚；
- 近期下游阻燃母粒出口开始松动，我们认为出口预期有望修复；海外战略性备库持续，新增备库需求和增加贸易流通成本，第二波内外同涨有望兑现。

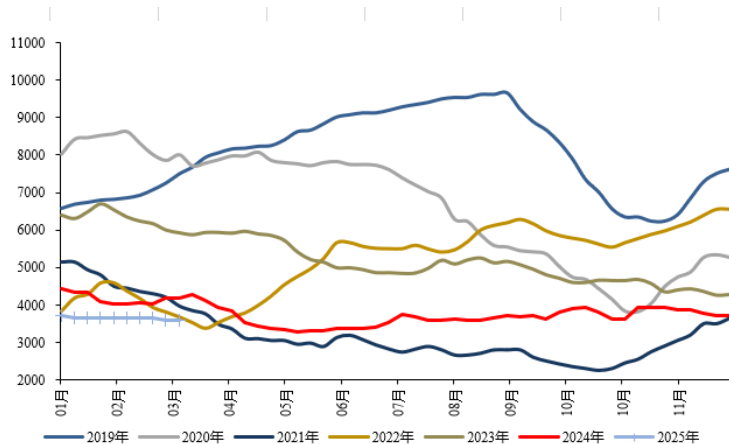
图表：内外锑价对比



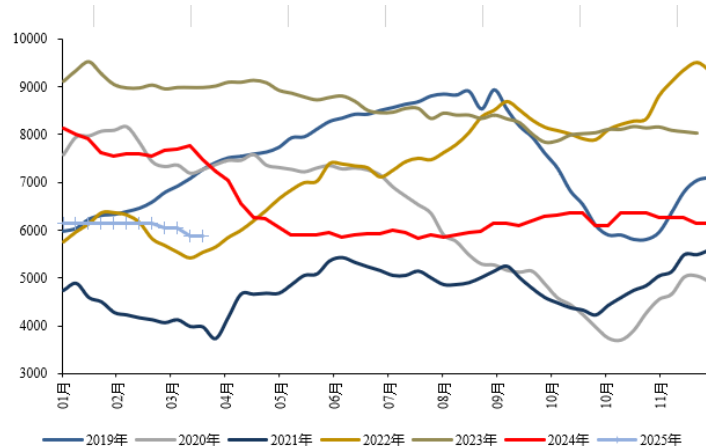
4.1 镱库存：仍处历史低位，价格支撑坚实

- 2023年初-2024年年中，在产能周期驱动下，镱锭库存持续去化，接近2021年镱价起点水平。2024年7月-9月，由于需求边际走弱，镱锭呈现小幅累库情况，但仍处历史较低水平。氧化镱库存自2024年初从高位下降至历史相对低位，仅略高于2021年，低于2022年和2023年水平。

图表：镱锭国内库存（吨）



图表：氧化镱国内库存（吨）



4.1 锑供需测算：社会库存逼近枯竭，供需缺口持续扩大

- 需求详拆：假设光伏需求平稳增长，考虑塑料橡胶等产品产量增速放缓，极端情况下2025-2026年需求增长3%。
- 供给预测：考虑极地黄金等海外大矿减产，2025年全球锑供应有望下滑5%。
- 供需平衡：预计2025-2026年缺口分别为-3.4/-3.3万吨，价格有望持续上涨。

图表：锑全球需求测算（万吨）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
锑总需求	11.91	12.42	13.81	14.45	15.05	15.54
YOY	10%	4%	11%	5%	4%	3%
其中：阻燃剂	7.37	7.37	7.56	7.65	7.78	7.75
yoy	10%	0%	3%	1%	2%	0%
光伏	1.12	1.58	2.74	3.25	3.66	4.10
yoy	40%	42%	73%	19%	13%	12%
铅蓄电池	1.18	1.20	1.19	1.18	1.21	1.24
yoy	2%	2%	-1%	0%	2%	3%
聚酯催化剂	1.24	1.27	1.33	1.37	1.41	1.45
yoy	6%	2%	5%	3%	3%	3%
其他	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
分行业占比：						
其中：阻燃剂	62%	59%	55%	53%	52%	50%
光伏	9%	13%	20%	23%	24%	26%
铅蓄电池	10%	10%	9%	8%	8%	8%
聚酯催化剂	10%	10%	10%	9%	9%	9%
其他	8%	8%	7%	7%	7%	6%

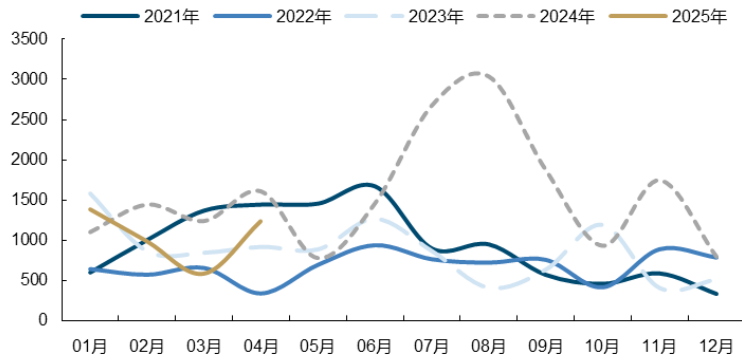
图表：锑全球供需平衡测算（单位：万吨）

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
全球供给（万吨）	12.1	12.6	14.0	12.3	11.7	12.1
YOY	0%	4%	10%	-12%	-5%	4%
其中：国内供应	6.1	6.8	6.3	5.9	6.3	6.3
海外供应	5.0	5.0	6.9	5.6	4.7	5.3
再生	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
全球需求（万吨）	11.9	12.4	13.8	14.5	15.1	15.5
YOY	10%	4%	11%	5%	4%	3%
供需平衡表（-供应紧张/+供应宽松）	0.2	0.2	0.2	-2.3	-3.4	-3.3
平衡偏向（-边际偏紧/+边际偏松）	-0.8	0.1	0.0	-2.6	-1.1	0.1

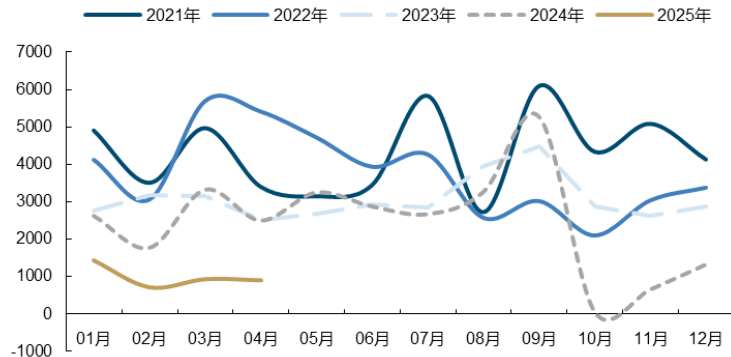
4.1 锑外需：进口显著缩减，静待回升

- 2024年11月15日，我国发布《两用物项出口管制清单》，统一总结了包含《关于对锑等物项实施出口管制的公告》对锑矿及原料、金属锑及制品，锑的氧化物（纯度大于等于99.99%）等物项进行出口管制，而绝大多数的氧化锑远远达不到99.99%以上的纯度；实际符合两用物项概念的锑品占比总出口较低。
- 24年12月我国对美国加强锑相关两用物项审查；美国占比我国总出口近31%。
- 出口管制实施之后，24年10月至25年1-2月份出口量分别为正常月份的0%/20%/40%/55%/41%；3-4月打击走私加码，出口量降至历史同期28%/36%分位。
- 海外高溢价下，长协大部分执行完毕，进口量于25年2月开始显著下降，25年3月出口当月同比-53%；25年4月由于执行历史订单进口环比有所回升。

图表：锑进口量当月值



图表：锑出口量当月值



4.1 锑内需：阻燃需求或有爆点，光伏需求无需悲观

- 阻燃剂环节中，溴素和锑均为重要配方构成，配份占比为3:1；
- 由于短期物流因素和海外大厂减产，溴素价格于2025年3月快速上涨，涨幅近1.6万元/吨，显著压制锑顺价空间；目前溴素价格已完全回落，且溴素供应相对充裕、且仍有新增产能，溴素对锑价上涨的压制因素已经解除；
- 7月1日起阻燃电线电缆将强制实施3C认证，阻燃标准提升 或为锑提供需求爆点。
- 元素替代担忧：溴素和锑阻燃方案较为高效，在高端阻燃领域较难替代，过去该方案的环保性在欧洲被质疑；但24年12月欧盟RoHS放弃限制四溴双酚A（溴素），因此我们认为锑系阻燃剂的渗透率会有提升。

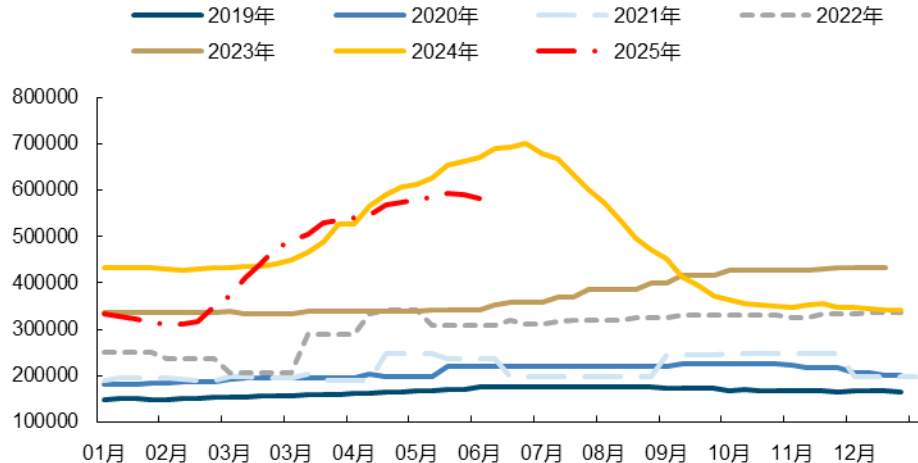
图表：溴素价格短期冲高后回落



4.1 锑内需：阻燃需求或有爆点，光伏需求无需悲观

- 占比锑内需较高的光伏玻璃行业，25年3月开始周度产量显著回升，但4-5月开工水平同比下降；3月盈利显著回升，目前仍处盈利状态。
- “抢装后”需求如何看待：根据国金电新组预测，2025下半年终端需求不会出现市场普遍担心的“断崖式”下跌，全年国内及全球需求增长仍可期；结合目前光伏玻璃产量并未同比大幅增长、且目前仍处盈利状态，我们认为对于“531”后光伏领域对锑的需求仍有较强韧性。
- 历史参照：2024年7月-10月光伏玻璃产量显著下降，但锑价跌幅较小，锑价韧性强；且此番溴素价格快速上涨和出口压制使锑价利空提前暴露，价格下跌为相对短期的非市场因素。
- 在出口环境波动较大的情况下，实际出口情况替代光伏玻璃开工成为主要定价因子；因此对于光伏玻璃后续开工情况对于锑价影响，无须悲观。

图表：光伏玻璃周度产量（吨）



4.1 铋标的：推荐华锡有色、湖南黄金

- **华锡有色**：公司于2023年1月重组上市，为广西国资委旗下重要的有色上市平台；主营锡锭、锌锭和铅锑精矿等。

1) 铋、锡产量增速高。公司矿产铋公司2023-2026年权益产量增速高，行业领先、且作为成熟矿山扩产还兼具更高的确定性；矿产锡产量亦稳步增加。锡铋同处涨价周期，公司业绩弹性亦较大。

2) 广西国资有色核心上市平台，后续空白矿权整合存在较大预期。

- **湖南黄金**：铋价高业绩弹性：公司铋矿山资源优质、运营成熟。由于铋业务盈利占比较高、且成本相对固定，基于目前铋价和金价年化，较2023年业绩增幅较高。

1) 矿产金具有长期增长潜力。23年甘肃加鑫取得以地南铜金矿和下看木仓金矿采矿许可证，公司控股股东湖南黄金集团将收购的万古矿区7个采矿权和7个探矿权全部完成转让变更，预计湖南黄金集团整合万古矿区并注入上市公司后，公司矿产金产量获得增长动力。

2) 新华社报道，湖南省地质院11月21日宣布，湖南平江县万古金矿田探矿获重大突破。湖南省地质院下属湖南省地质灾害调查监测所经多年努力，在万古金矿田地下2000米以上深度地层发现超40条金矿脉，金品位最高达138克/吨，探矿核心区累计探获黄金资源量300.2吨。专家会商认为，湘东万古金矿田矿床规模属于超大型，预测地下3000米以上远景黄金储量超1000吨，以现行金价计算资源价值达6000亿元。万古金矿目前股权比例为湖南黄金大股东湖南黄金集团持股51%、湖南天岳投资集团（平江县政府独资）49%。目前公司与湖南黄金集团签订了《行业培育协议书》，由控股股东代为培育资产，承担投资风险，并约定在培育标的成熟后，公司在同等条件下享有优先购买权。

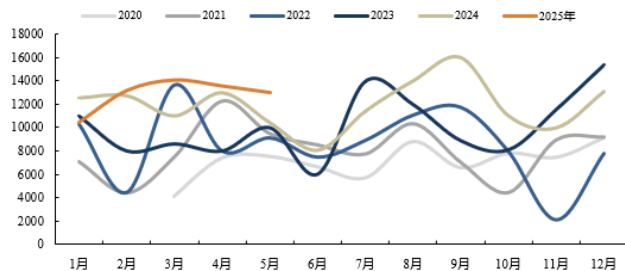
图表：主流标的估值低位（2025年6月23日）

公司简称	股票代码	股价（元/股）	EPS					PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
华锡有色	600301. SH	18.91	0.5	1.04	1.94	2.46	2.76	38	18	10	8	7
湖南黄金	002155. SH	18.08	0.41	0.7	1.85	2.08	2.45	44	26	10	9	7

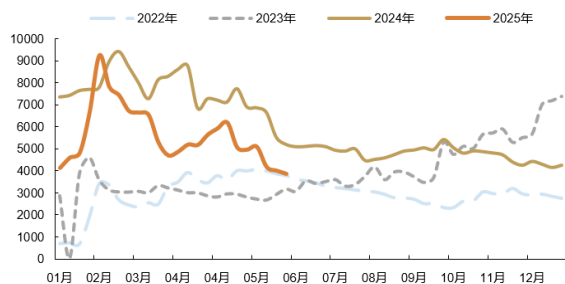
4.2 钼：能源战争金属，价格稳健上行

- 钢招量稳健，需求良好；展望后市，钢厂盈利水平或有望受益行业供给优化和成本让利，钼铁倒挂情况有望缓解；待年内316/双相不锈钢排产逐步回升，产业链上下游去库，顺价逻辑逐步兑现叠加钢材合金化趋势（钼等元素含量提升），钼价“有量无价”的僵局有望打破，上涨通道进一步明确。

图表：钢招量持续稳健（单位：吨）



图表：钼库存水平同比下降（单位：吨）



图表：钼全球供需平衡表（单位：万吨）

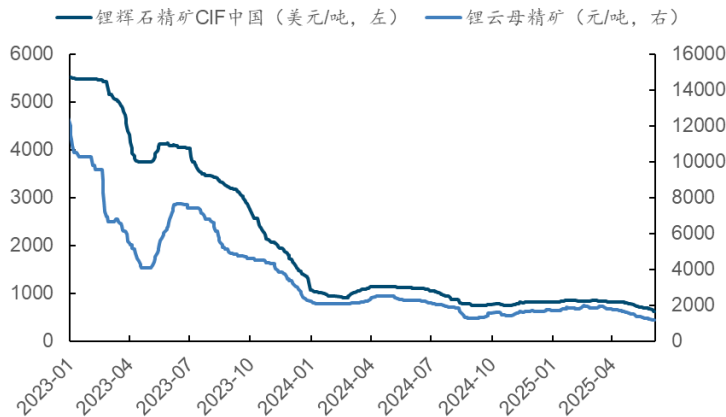
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
钼供给	25.7	25.7	26.8	27.8	29.1	29.9
YOY						
其中：中国	9.7	10.7	11.7	12.49	12.97	13.54
yoy	21.3%	10.2%	10.0%	6.4%	3.8%	4.3%
海外	16.0	15.0	15.0	15.3	16.1	16.4
yoy	-10.3%	-6.1%	0.3%	1.7%	5.3%	1.7%
钼需求	27.8	28.4	29.2	31.8	33.2	34.6
YOY	12%	2%	3%	9%	4%	4%
造船	2.3	2.1	1.9	2.1	2.2	2.4
yoy	-4%	-9%	-9%	7%	8%	8%
风电	1.0	0.9	1.3	1.4	1.5	1.7
yoy	-2%	-17%	48%	9%	8%	12%
火电+油气+化工	10.5	10.3	11.2	12.9	13.5	14.1
yoy	10%	-2%	9%	15%	5%	4%
制造业	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
yoy	8%	1%	6%	8%	8%	8%
建筑工程	8.0	9.3	9.5	9.9	10.3	10.7
yoy	10%	16%	3%	4%	4%	4%
其他	4.9	4.8	4.2	4.4	4.4	4.4
供需平衡	-2.1	-2.7	-2.4	-4.0	-4.1	-4.7
平衡偏向	-3.2	-0.6	0.3	-1.6	-0.1	-0.6

05 能源金属：产能出清孕育反转机会

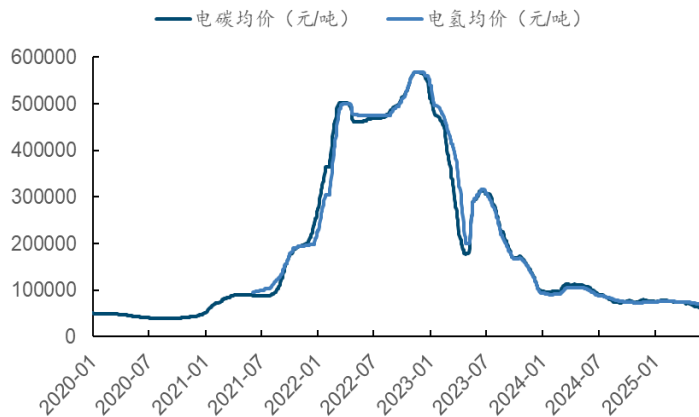
5.1 锂：价格正式进入6万区间

- 经过近三年时间的调整，碳酸锂价格已进入6万区间。进入2025年碳酸锂价格进一步探底，经过Q1的震荡，4月出现美国关税事件影响，发生超预期下跌，价格平台进一步下滑至6万/吨。年内下跌20%，Q2下跌19%。
- 而锂精矿价格也应声而落，从800美元/吨的价格平台，快速下跌至600美元/吨的水平，年内下跌23%，Q2下跌24%。进一步打压了澳洲锂矿项目的盈利水平。

图表：精矿价格



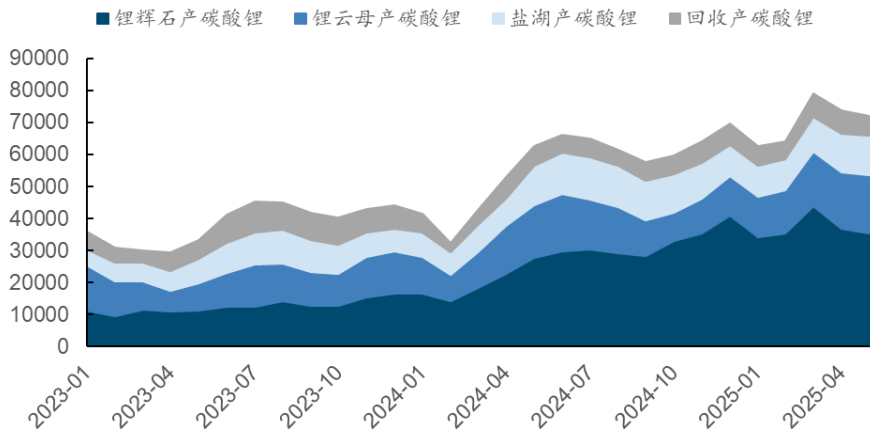
图表：锂盐价格



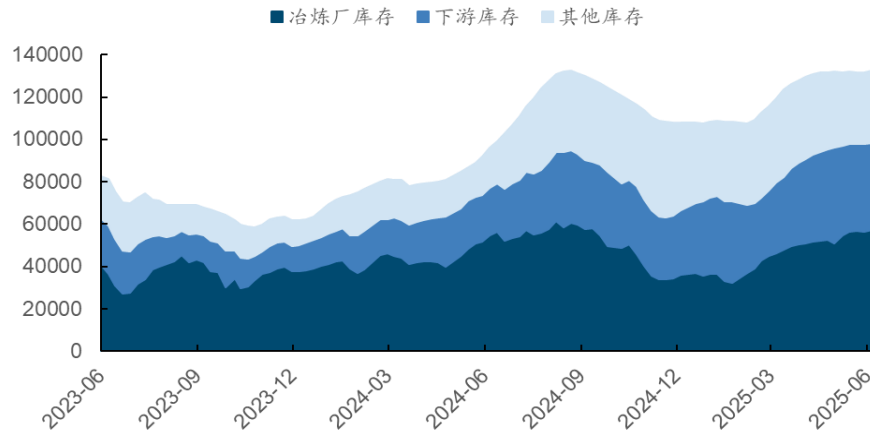
5.1 锂：春节后产能快速复产，库存重回高位

- 锂盐产量持续扩张，行业库存不断积累。进入2024年以来，随着全球资源端项目的投产放量，国内碳酸锂产量不断扩张，从2023年的4-5万吨/月，增长至6-7万吨/月。行业整体库存也因供需过剩的压力开始积累至超13万吨。2024年新能源汽车销售金九银十的亮眼表现，带动了一波库存去化至11万吨。
- 但2025年春节以来，在高需求预期及企业期货端价格锁定的背景下，冶炼产能快速复产，3月产量创下历史新高的近8万吨。而需求端预期逐步向下，并在4月由于美国关税政策的扰动，需求前景不明。行业整体库存重新进入累库状态，重回13万吨区间。

图表：各类型碳酸锂产量



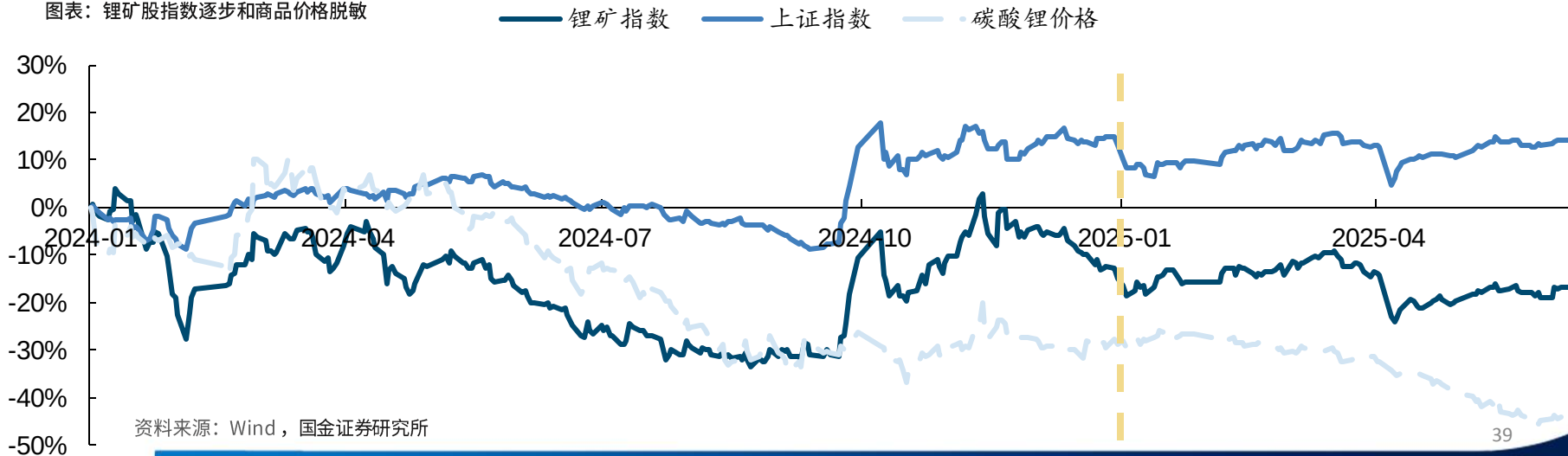
图表：国内碳酸锂库存



5.1 锂：股价与商品价格逐步脱敏

- 自2024年4月-2024年10月，锂矿指数与锂价仍呈现同向波动，锂价的下跌拉扯着板块的盘底调整，这期间，锂价下跌34%，锂矿指数下跌26%。924之后，锂矿指数经历了一波估值修复的行情，锂价虽有所上涨，但不改过剩背景下，下跌的整体趋势。
- 进入到2025年，锂价依旧处于下跌通道，但锂矿指数逐步企稳，从4月美国关税政策扰动中的下跌中开始修复。期间锂价下跌22%，而锂矿指数保持平稳。板块逐步和商品价格脱敏，不再因为商品价格的下跌，而有所调整，体现出周期底部的明确信号。
- 在这个阶段，商品价格的调整不再是股票交易的定价因素。这是因为，周期规律使得过剩阶段所导致的当前价格水平，已经低于支撑未来需求所需供给水平的合理价格了。商品价格依旧有下跌的可能性，但只会加大产能出清的概率，加速修复行业的供需平衡，加快价格反转点的到来。因此当前是布局股票端的好时机，产能出清所带来的行情可能近在咫尺。

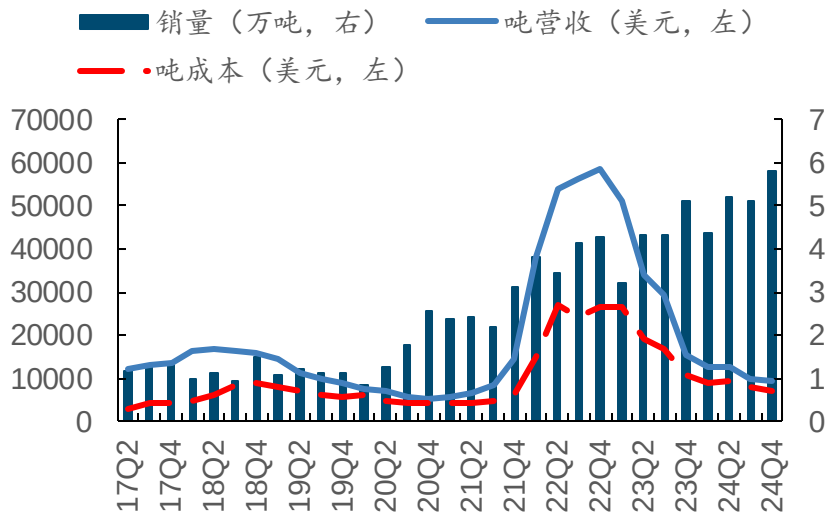
图表：锂矿股指数逐步和商品价格脱敏



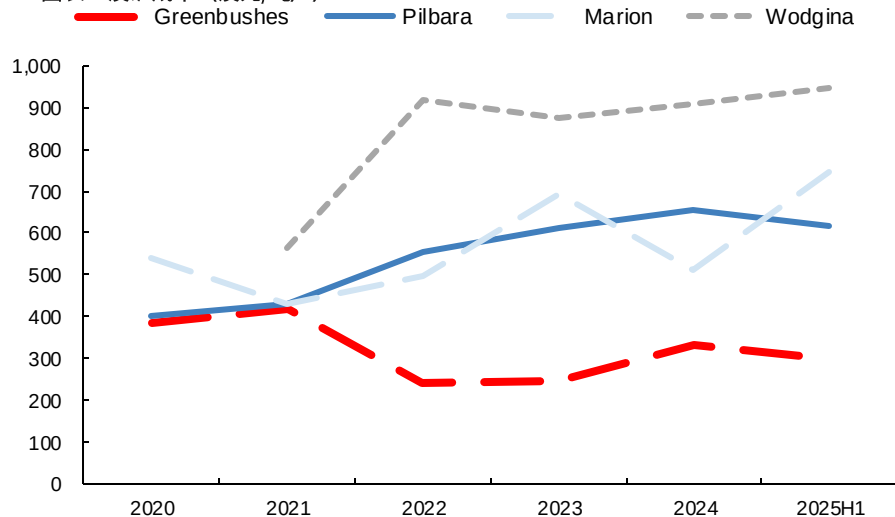
5.1 锂：海外项目成本抬升

- 随着本轮价格周期的结束，全球主要锂资源成本已出现明显抬升。伴随着资源项目的不断开发，锂项目的成本近几年来整体呈现抬升态势，其中主要影响因素包括：开采深度的上升、可开采资源品位下滑、伴随全球大通胀而提高的人力和物力成本等。以全球最大单体盐湖项目Atacama为例，其成本中有部分与锂价正相关，但随着锂价的回落，吨锂盐成本并未下降到过往水平。和19年同价格下成本相比，有1000美元/吨LCE显著提高。而澳洲四大锂矿项目，除Greenbushes外，也均呈现上升态势。整体成本曲线较上一轮价格周期有显著抬升。

图表：SQM季度产销量



图表：澳矿成本（澳元/吨）

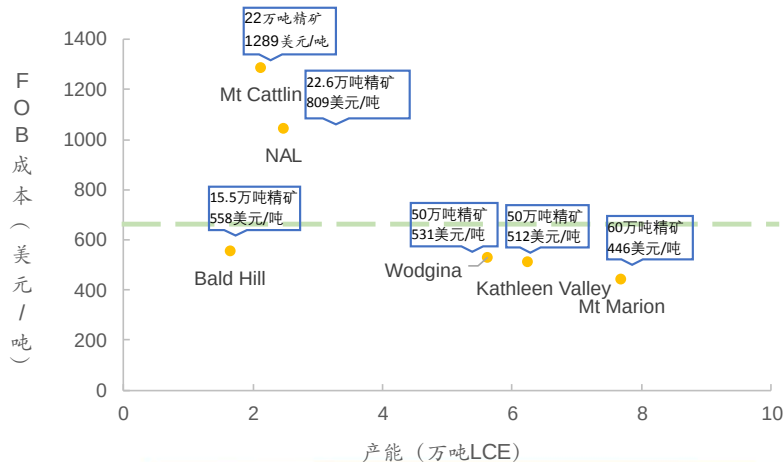


资料来源：各公司公告、彭博，国金证券研究所 40

5.1 锂：澳洲锂辉石精矿盈利压力大

- 经历上一轮锂价下行周期，锂矿企业开始主动调整运营策略以应对价格压力。目前来看，多数矿山FOB成本集中在450-1300美元/吨区间，按换算折合约4.5-10万元/吨LCE，头部项目如Mt Marion、Wodgina成本相对较低（分别为446、488美元/吨），具备较强抗风险能力。
- 与此同时，部分高成本项目已相继减产或停产。如Finniss、Mt Cattlin、Bald Hill等项目在2024年先后进入维护或暂停阶段，合计年减产量超过7万吨LCE。这些边际产能的完全成本大多在每吨LCE约9.5万元左右，如果锂价继续下跌，这些项目可能会被迫停产，从而加快行业去产能的进程。
- 综合行业成本曲线判断，目前6万元/吨（含税）区间已成为多数产能的盈亏平衡线，进一步下行将带来更多边际矿山被迫减停产，对后续供需结构改善起到支撑作用。

图表：海外锂辉石矿产能与成本



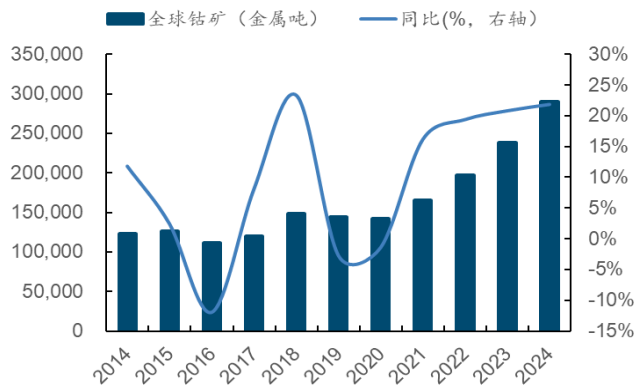
图表：部分项目延期/关停统计

项目	时间	设计产能 (万吨 LCE)	减少产能/产 量 (万吨LCE)	成本 (万元/吨LCE)
Zulu	23H1宣布延期	0.6	0.5	/
Finniss	24.1暂停采矿	2.2	2.2	9.6
Mt Cattlin	24.8转入维护	2.8	2.8	9.8
Marion	24.10降本减产	7.5	2.3	5.5
Pilbara	24.11下调产量指引，关停一选 矿厂	10.6	1.3	4.8
Bald Hill	24.11转入维护	1.9	1.9	5.5

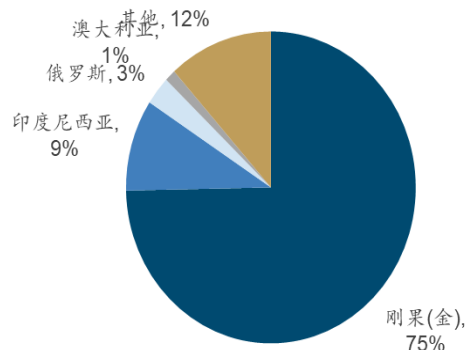
5.2 钴：刚果金迎来政策调控，钴供需或迎来反转

- 2025年2月22日，刚果金政府决定临时暂停刚果（金）**所有钴产品**的出口，无论其来源为工业、半工业、小规模开采或手工开采。暂停钴产品出口从2025年2月22日开始起算，**为期四个月**，**政府将在三个月后进行评估**，届时可以根据情况做出调整或终止暂停措施的决定。
- USGS统计，2024年全球钴产量29万金属吨，同比增长22%。其中刚果（金）为第一大产出国，产量22万金属吨，占比75%；印度尼西亚产量2.8万金属吨，占比9%；俄罗斯产量8700金属吨，占比3%。
- 全球钴矿总储量1,100万金属吨，其中刚果（金）居世界储量首位，储量为600万金属吨，占比54%；澳大利亚储量为170万金属吨，占比15%。

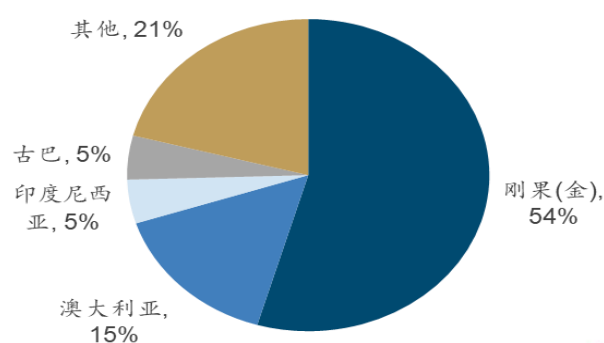
图表：全球钴矿产量



图表：2024全球钴矿供给结构



图表：2024全球钴矿储量结构

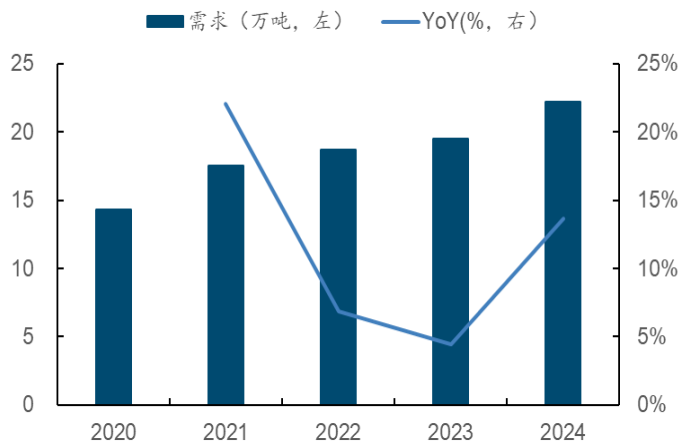


资料来源：Wind，USGS，国金证券研究所

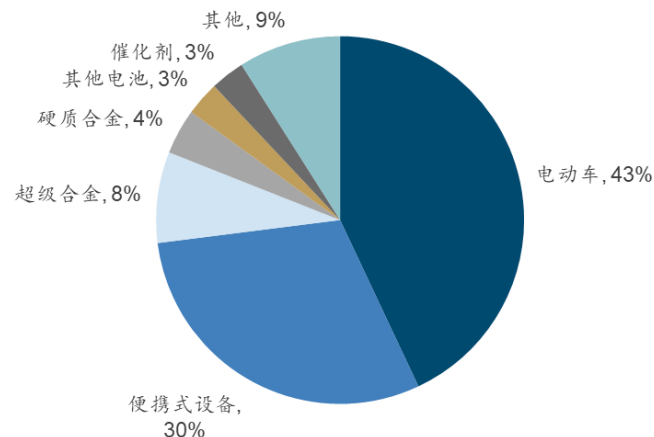
5.2 钴：锂电池需求占比近75%

- 钴需求端主要集中在锂电池应用，伴随着新能源汽车的蓬勃发展，近五年钴需求量也快速增长，从2020年14.3万吨增长至2024年22.2万吨，CAGR为12%。2024年下游整体需求结构中，电动车占比已经达到43%，便携式设备占比达到30%，合金应用达到12%。
- 未来钴的需求有望随着三元锂电池占比的增长、便携式设备的更新周期、合金应用的增长等，整体呈现稳步抬升的态势

图表：全球钴需求量



图表：2024年钴需求结构

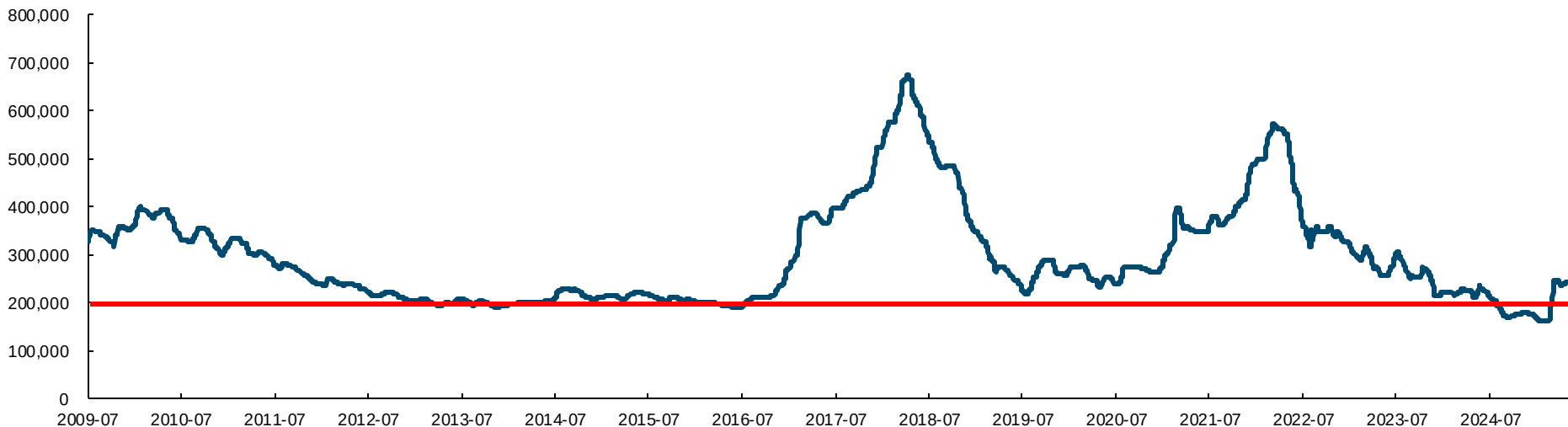


5.2 钴：成本支撑已破，刚果金急需找回收入源

- 历史上钴也曾出现过多轮价格行情，2007年消费电子的繁荣曾带动钴价暴涨至87万元/吨；2016年又因为刚果金政局动荡叠加国内新能源车销量增长，推动钴价上涨至超60万元/吨；2021年卫生事件对供应端的扰动，遇上新能源车渗透率加速提升，钴价又一次上涨至超50万元/吨。
- 从历史来看，每轮钴价上涨后回落，都会在20万元/吨附近寻找到极强的成本支撑，这也是刚果金大量铜钴项目的成本线，难以跌破。

图表：国内钴价（元/吨）

国内钴价（元/吨）



资料来源：Wind，国金证券研究所

5.2 钴：供需平衡需修复

- 根据国际钴协统计和计算，2024年全球总精炼钴产量为24.4万吨，同比增长21%，其中初级精炼钴产量22.2万吨，回收钴产量2.2万吨。需求端有所增长至22.2万吨，同比增长14%。阶段性供给过剩2.2万吨

图表：钴供需平衡表

钴供需平衡表（万吨钴）		2020	2021	2022	2023	2024
供给	钴矿	14.2	16.4	19.8	23.2	25.4
	初级精炼钴	12.6	14.4	16.5	19.0	22.2
	回收			0.9	1.2	2.2
	总精炼钴产量	12.6	14.4	17.4	20.1	24.4
需求		14.3	17.5	18.7	19.5	22.2
供需平衡		-1.7	-3.1	-1.3	0.6	2.2

06 风险提示

八、风险提示

- 新能源需求不及预期。稀土、锑的主要下游与风电、光伏和电车等新能源领域需求相关性较高；若新能源需求不及预期将显著拖累稀土小金属行业需求。
- 供给超预期。若供给端出现超预期增量，将对供需平衡产生较大影响，进而影响商品价格。
- 元素替代风险。稀土、小金属多为下游材料中的关键元素；若出现元素替代，将显著影响需求表现。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题