下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 06 月 23 日

有色金属行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

金属材料组

分析师：吴晋恺（执业 S1130526010001） 联系人：黄泽浩 联系人：覃雨阳

wujinkai@gjzq.com.cn huangzehao@gjzq.com.cn qinyuyang@gjzq.com.cn

物质流月报：国内表需逐步复苏，出口仍为核心驱动

铜：国内 5 月需求延续修复，美国制品进口继续走弱

2026 年 5 月中国铜表观需求 149.4 万吨，同比+6%、环比-10%；实际铜需求 110.1 万吨，同比+9%、环比-10%，较 4 月旺季高点回落但同比仍修复。累计看，1-5 月中国表观需求 709.2 万吨，同比+2%；实际需求 504.2 万吨，同比基本持平，前 5 月实际需求缺口已明显收窄。**中国视角，全球铜需求前 5 月，内需-1.9 万吨，外需+21.6 万吨，合计新增 19.7 万吨，全球铜需求同比新增近 1%。**

美国 4 月铜表观需求 22.9 万吨，同比-23%、环比-9%；实际铜需求 40.5 万吨，同比-25%、环比-7%。前 4 月表观需求 105.2 万吨，同比+20%，但实际需求 167.5 万吨，同比-11%；铜加工关税影响下，终端制品进口继续走弱，制造端增长未能完全转化为实际需求。

铝：表需边际回暖，铝材&铝制品出口亮眼

2026 年 5 月中国铝表观需求 421.5 万吨，同比基本持平，较 4 月负增明显改善；实际铝需求 309.7 万吨，同比-5%。累计看，1-5 月中国铝表观需求 1915.8 万吨，同比-2%，降幅较前 4 月收窄；实际铝需求 1432.1 万吨，同比下降 5%。出口端继续支撑铝物质流修复。5 月铝材出口 52.0 万吨，同比+15%、环比+1.1 万吨；1-5 月累计 229.4 万吨，同比+9%。铝制品 5 月出口 43.2 万吨，同比+14%、环比+3.9 万吨；1-5 月累计 195.8 万吨，同比+12%，海外供应扰动与低库存继续支撑外盘强势。

钢铁：原料宽松验证，装备需求与出口替代提供韧性

钢铁物质流的主要变化在于原料端宽松进一步验证。1-5 月澳巴铁精矿进口分别同比+4.5%、+5.2%，几内亚进口增加 268.1 万吨；国产铁精矿同比-4.7%、减少 529.8 万吨。焦煤端，蒙煤进口同比+66.6%、增加 1334.3 万吨，继续压低成本中枢。

需求端仍有明显分化。1-5 月钢材真实内需同比-13.9%、减少 2294.1 万吨，地产、基建是主要拖累；但机械、船舶、能源分别同比+10.4%、+7.3%、+11.0%。直接出口承压，隐性出口同比+11.0%、增加 590.8 万吨，出口替代继续对冲部分内需压力。

碳酸锂：表需高增延续，储能与出口链拉动实际需求

2026 年 5 月锂表需 14.2 万吨，同比+66%；前 5 月表需 65.9 万吨，同比+62%，维持高增。其中 5 月合计间接出口 3.4 万吨，同比+40%；国内实际锂需求 10.9 万吨，同比+75%。累计看，前 5 月合计间接出口 18.0 万吨，同比+58%；国内实际需求 47.9 万吨，同比+63%。

内需端看，前 5 月动力、储能、消费合计 33.3 万吨，同比+20%，其中储能 13.5 万吨，同比+78%、增加 5.9 万吨，是内需主要增量。按物质流推算，前 5 月产业链库存增加 14.6 万吨，碳酸锂需求强度来自出口链、储能增长与产业链补库共同拉动。

投资建议

建议围绕四条主线配置：一是铜的国内 5 月需求延续修复及美国制品进口走弱后的本土制造替代；二是铝表需边际回暖、铝材和铝制品出口改善及海外低库存带来的价格支撑；三是钢铁原料成本回落和出口替代带来的利润修复；四是碳酸锂储能、出口链与库存周期共振带来的产业链弹性。

风险提示

宏观需求恢复不及预期；美国关税及贸易政策变化；能源价格和地缘扰动超预期；大宗商品价格异常波动。

内容目录

一、铜：国内 5 月需求延续修复，美国 4 月表需回落、制品进口走弱 3
中国需求 3
美国需求 4
二、铝：表需边际回暖，铝材&铝制品出口亮眼 5
中国需求 5
三、钢铁 7
黑色产业链物质流：几内亚铁矿和蒙煤显著放量对冲能源通胀 7
钢材需求物质流：装备需求有韧性，海外短流程通胀激发出口替代 8
四、碳酸锂：表需高增延续，储能与出口链拉动实际需求 10
风险提示 11

图表目录

图表 1： 中国 5 月表需同比+6%，实际需求同比+9% 3
图表 2： 外需结构分化，汽车和变压器支撑、电线电缆仍拖累 3
图表 3： 美国 4 月表需同比-23%，制品进口继续走弱 4
图表 4： 美国制品进口前 4 月同比-27%，电线电缆、汽车和变压器仍是主要拖累 5
图表 5： 中国 5 月表需同比基本持平，实际需求同比-5% 6
图表 6： 终端间接出口中汽车链条表现亮眼 6
图表 7： 1-5 月铁精矿物质流（万吨） 7
图表 8： 1-5 月焦煤物质流（万吨） 8
图表 9： 1-5 月钢材真实内需（万吨） 9
图表 10： 1-5 月钢材总出口（万吨） 9
图表 11： 中国锂表观&实际需求月度跟踪 10
图表 12： 中国锂实际需求拆分月度跟踪 11

下载日志已记录，仅供内部参考

一、铜：国内 5 月需求延续修复，美国 4 月表需回落、制品进口走弱

中国需求

26 年 5 月中国铜表观需求 149.4 万吨，同比+6%、环比-10%；中国实际铜需求 110.1 万吨，同比+9%、环比-10%，单月较 4 月旺季高点回落但同比仍修复。累计看，1-5 月中国铜表观需求 709.2 万吨，同比+2%（+16.7 万吨）；中国实际铜需求 504.2 万吨，同比基本持平（-1.9 万吨），前 5 月实际需求缺口已明显收窄。

中国视角，全球铜需求前 5 月，内需-1.9 万吨，外需+21.6 万吨，合计新增 19.7 万吨，全球铜需求同比新增近 1%。

分项看，铜材净进口 5 月 33.4 万吨，同比+6%、环比基本持平；但 1-5 月累计 129.6 万吨，同比-18%（-28.9 万吨），进口端仍低于去年同期，是实际需求未完全转正的重要拖累。

铜制品出口 5 月 27.0 万吨，同比-6%、环比基本持平；1-5 月累计 124.9 万吨，同比-6%（-7.3 万吨）。整体看，5 月国内需求同比继续修复，但铜材净进口和制品出口累计仍低于去年同期，需求从 4 月高点回落后维持温和修复。

图表1：中国 5 月表需同比+6%，实际需求同比+9%

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
2025-01	126.3	32.6	-39.7	28.8	90.4
2025-02	116.4	33.3	-37.4	17.7	94.5
2025-03	150.0	32.5	-45.6	26.3	110.6
2025-04	158.5	28.6	-46.8	30.8	109.6
2025-05	141.3	31.6	-43.2	28.7	101.0
2025-06	143.1	30.6	-43.4	27.0	103.3
2025-07	142.4	28.9	-42.8	28.0	100.5
2025-08	146.2	31.7	-44.5	27.9	105.6
2025-09	150.7	39.4	-47.5	27.4	115.2
2025-10	135.9	30.6	-41.6	25.2	99.6
2025-11	130.0	21.0	-37.7	27.1	86.1
2025-12	135.0	27.0	-40.5	28.0	93.4
2025 年	1675.9	367.7	-510.9	322.8	1209.9
2026-01	127.8	19.3	-36.8	25.2	85.1
2026-02	108.1	16.4	-31.1	21.2	72.1
2026-03	158.1	27.6	-46.4	24.6	114.7
2026-04	165.9	33.0	-49.7	26.9	122.3
2026-05	149.4	33.4	-45.7	27.0	110.1
2026 年前 5 月	709.2	129.6	-209.7	124.9	504.2
前 5 月同比	2%	-18%	-1%	-6%	0%
5 月同比	6%	6%	6%	-6%	9%
前 5 月增量	16.7	-28.9	3.1	-7.3	-1.9

来源：Wind、SMM、国金证券研究所

制品出口方面，5 月中国铜制品出口 27.0 万吨，同比-6%、环比+1%，较 4 月小幅修复但仍弱于去年同期；1-5 月累计 124.9 万吨，同比-6%，较去年同期减少 7.3 万吨。 分结构看，汽车和变压器仍是主要支撑，1-5 月汽车含铜净出口 21.6 万吨，同比+20%、增加 3.6 万吨；变压器 10.0 万吨，同比+25%、增加 2.0 万吨。拖累主要来自电线电缆，1-5 月 78.6 万吨，同比-9%、减少 7.4 万吨。5 月单月看，汽车同比+10%仍维持增长，变压器同比+25%，但电线电缆同比-9%、空调同比-35%仍拖累整体。

电线电缆、空调等传统出口链条走弱，或受到美国制品关税影响；汽车和变压器仍有韧性，但外需整体尚未明显转强。

图表2：外需结构分化，汽车和变压器支撑、电线电缆仍拖累

单位：万吨	冰箱	空调	汽车	变压器	洗衣机	手机	电脑	电线电缆	合计
2025-01	0.8	1.7	3.8	1.8	0.2	1.0	0.8	18.7	28.8

单位：万吨	冰箱	空调	汽车	变压器	洗衣机	手机	电脑	电线电缆	合计
2025-02	0.6	1.5	2.4	1.3	0.1	0.8	0.6	10.4	17.7
2025-03	0.8	1.8	3.3	1.5	0.1	0.8	0.7	17.2	26.3
2025-04	0.8	1.8	4.2	1.7	0.2	0.7	0.7	20.7	30.8
2025-05	0.7	1.6	4.3	1.6	0.1	0.6	0.6	19.0	28.7
2025-06	0.7	1.1	3.7	1.9	0.1	0.6	0.7	18.0	27.0
2025-07	0.8	1.0	4.1	2.0	0.1	0.7	0.7	18.7	28.0
2025-08	0.8	0.7	4.7	2.1	0.2	0.6	0.7	18.1	27.9
2025-09	0.7	0.5	4.6	2.3	0.2	1.3	0.7	17.1	27.4
2025-10	0.6	0.5	4.9	1.8	0.1	1.2	0.6	15.5	25.2
2025-11	0.7	0.6	4.7	1.8	0.1	1.2	0.5	17.6	27.1
2025-12	0.6	0.7	5.6	2.0	0.1	0.9	0.5	17.5	28.0
2025 年	8.7	13.6	50.3	21.8	1.7	10.3	7.8	208.5	322.8
2026-01	0.6	1.0	4.0	2.2	0.1	0.6	0.5	16.1	25.2
2026-02	0.5	1.1	3.7	2.0	0.1	0.5	0.4	12.9	21.2
2026-03	0.6	1.3	4.3	2.0	0.1	0.6	0.6	15.1	24.6
2026-04	0.6	1.3	4.9	1.7	0.1	0.6	0.5	17.1	26.9
2026-05	0.6	1.1	4.7	2.0	0.1	0.6	0.5	17.4	27.0
2026 年前 5 月	3.0	5.8	21.6	10.0	0.6	2.9	2.5	78.6	124.9
前 5 月同比	-19%	-32%	20%	25%	-22%	-24%	-27%	-9%	-6%
5 月同比	-13%	-35%	10%	25%	-20%	2%	-24%	-9%	-6%
前 5 月增量	-0.7	-2.8	3.6	2.0	-0.2	-0.9	-0.9	-7.4	-7.3

来源：Wind、SMM、国金证券研究所

美国需求

26 年 4 月美国铜表观需求 22.9 万吨，同比-23%、环比-9%；美国实际铜需求 40.5 万吨，同比-25%、环比-7%。累计看，前 4 月美国铜表观需求 105.2 万吨，同比+20%，主要由 1-2 月制造端高景气支撑；但实际铜需求 167.5 万吨，同比-11%、减少 21.2 万吨，制品进口走弱抵消制造环节增长。随着铜加工关税影响继续显现，美国终端制品进口替代加速，表需和实际需求出现分化。

图表3：美国 4 月表需同比-23%，制品进口继续走弱

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
2025-01	20.9	1.1	-5.5	30.6	47.1
2025-02	17.6	0.8	-4.6	27.3	41.1
2025-03	19.6	1.2	-5.2	31.1	46.7
2025-04	29.7	0.7	-7.6	31.0	53.8
2025-05	30.9	1.4	-8.1	31.8	56.0
2025-06	25.2	1.0	-6.5	30.8	50.4
2025-07	33.5	1.4	-8.7	33.1	59.3
2025-08	18.6	0.9	-4.9	31.3	45.8
2025-09	19.0	0.6	-4.9	28.5	43.2
2025-10	15.8	0.2	-4.0	28.2	40.1
2025-11	9.8	0.5	-2.6	24.9	32.6
2025-12	23.5	0.0	-5.9	23.5	41.0
2025 年	263.8	9.8	-68.4	352.1	557.2
2026-01	28.3	0.5	-7.2	21.4	43.0
2026-02	28.6	0.0	-7.2	18.8	40.2
2026-03	25.3	0.1	-6.4	24.7	43.8

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
2026-04	22.9	0.4	-5.8	23.1	40.5
2026 年前 4 月	105.2	1.0	-26.5	87.9	167.5
前 4 月同比	20%	-75%	16%	-27%	-11%
4 月同比	-23%	-52%	-23%	-26%	-25%
前 4 月增量	17.5	-2.9	-3.7	-32.1	-21.2

来源：国金证券研究所

制品净进口方面，4 月美国铜制品净进口含铜 23.1 万吨，同比-26%、环比-7%；前 4 月累计 87.9 万吨，同比-27%，较去年同期减少 32.1 万吨。 结构上，拖累主要来自电线电缆、汽车和变压器，前 4 月电线电缆进口含铜 40.8 万吨，同比-23%、减少 12.7 万吨；汽车 13.1 万吨，同比-40%、减少 8.5 万吨；变压器 17.2 万吨，同比-24%、减少 5.9 万吨。受关税和进口替代影响，美国终端制品进口继续走弱，制造端增长未能完全转化为实际需求。

图表4：美国制品进口前 4 月同比-27%，电线电缆、汽车和变压器仍是主要拖累

单位：万金属吨	冰箱	空调	汽车	变压器	洗衣机	手机	电脑	电线电缆	合计
2025-01	0.9	1.5	6.3	5.9	0.1	0.7	1.0	14.2	30.6
2025-02	1.0	2.0	4.9	4.9	0.1	0.6	0.8	13.1	27.3
2025-03	0.9	2.4	6.4	5.8	0.1	0.8	1.0	13.8	31.1
2025-04	0.9	2.4	4.4	5.9	0.1	0.6	1.1	15.7	31.0
2025-05	0.8	2.1	5.1	5.6	0.1	0.6	1.4	16.2	31.8
2025-06	0.8	1.7	4.8	5.8	0.1	0.6	1.5	15.5	30.8
2025-07	0.9	1.9	4.5	6.1	0.1	0.6	1.7	17.4	33.1
2025-08	0.9	1.8	4.2	6.7	0.1	0.5	1.5	15.8	31.3
2025-09	0.8	1.4	3.6	6.5	0.1	0.8	1.3	14.1	28.5
2025-10	0.8	1.2	3.9	6.0	0.1	0.9	1.6	13.6	28.2
2025-11	0.7	1.0	3.8	5.1	0.0	0.8	1.8	11.7	24.9
2025-12	0.6	0.8	4.3	4.3	0.0	0.7	1.6	11.0	23.5
2025 年	10.0	20.1	56.1	68.7	0.7	8.2	16.2	172.0	352.1
2026-01	0.6	1.0	3.0	4.2	0.0	0.7	1.3	10.6	21.4
2026-02	0.6	1.1	2.5	3.3	0.0	0.5	1.5	9.3	18.8
2026-03	0.7	1.6	4.1	4.8	0.0	0.7	1.7	11.1	24.7
2026-04	0.7	1.6	3.5	4.9	0.0	0.7	1.8	9.8	23.1
2026 年前 4 月	2.6	5.2	13.1	17.2	0.1	2.6	6.3	40.8	87.9
前 4 月同比	-31%	-36%	-40%	-23%	-49%	-4%	59%	-28%	-27%
4 月同比	-23%	-34%	-20%	-16%	-51%	32%	60%	-38%	-26%
前 4 月增量	-1.1	-3.0	-8.9	-5.3	-0.1	-0.1	2.3	-16.0	-32.1

来源：国金证券研究所

二、铝：表需边际回暖，铝材&铝制品出口亮眼

中国需求

26 年 5 月中国铝表观需求 421.5 万吨，同比基本持平，较 4 月负增明显改善；中国实际铝需求 309.7 万吨，同比-5%。累计看，1-5 月中国铝表观需求 1915.8 万吨，同比-2%，降幅较前 4 月收窄；中国实际铝需求 1432.1 万吨，同比下降 5%。整体来看，国内表需边际回暖，内需仍受光伏抢装后回落和地产链偏弱拖累，但新能源车改善、光伏高基数过去，储能&电网需求较强，有望继续支撑后续需求继续修复，铝在 6 月有望演绎淡季不淡。

出口方面，沪铝和伦铝之间价差较大，继续利好出口端修复。铝材 5 月出口 52.0 万吨，同比+15%、环比+1.1 万吨，

1-5 月累计 229.4 万吨，同比增长 9%（+19.0 万吨），出口退税影响消化后再次走强。铝制品 5 月出口 43.2 万吨，同比+14%、环比+3.9 万吨；1-5 月累计 195.8 万吨，同比+12%（+20.3 万吨）。海外供应扰动与低库存支撑外盘铝价，铝材和铝制品出口表现亮眼。

图表5：中国 5 月表需同比基本持平，实际需求同比-5%

单位：万吨	中国铝表观需求	再生铝	铝材出口	铝制品出口	其他终端间接出口	中国实际铝需求
2025-01	333.7	60.5	43.5	43.4	92.0	215.3
2025-02	314.3	57.3	31.6	23.3	51.8	264.8
2025-03	446.2	76.4	44.7	34.8	78.8	364.3
2025-04	433.6	72.3	45.3	36.2	87.3	337.2
2025-05	423.3	71.9	45.3	37.8	84.4	327.6
2025-06	386.8	72.9	40.7	36.8	82.9	299.4
2025-07	393.3	74.1	43.5	37.3	79.9	306.8
2025-08	398.4	72.9	44.3	40.5	86.1	300.4
2025-09	398.9	78.4	43.5	38.1	87.0	308.7
2025-10	400.4	76.5	41.5	35.2	77.1	323.0
2025-11	385.0	80.9	46.0	40.5	83.5	295.8
2025-12	398.4	75.9	44.4	40.4	88.6	300.8
2025 年	4712.2	870.0	514.3	444.3	979.5	3644.1
2026-01	372.1	79.3	46.7	45.8	86.7	272.2
2026-02	253.9	48.6	38.2	37.2	72.1	155.0
2026-03	435.1	81.0	41.6	30.3	76.8	367.5
2026-04	429.1	69.3	50.9	39.3	84.9	323.3
2026-05	421.5	68.8	52.0	43.2	85.4	309.7
2026 年前 5 月	1915.8	347.0	229.4	195.8	405.3	1432.1
前 5 月同比	-2%	3%	9%	12%	3%	-5%
5 月同比	0%	-4%	15%	14%	2%	-5%
前 5 月增量	-34.4	8.6	19.0	20.3	12.8	-77.9

来源：Wind、SMM、海关总署、国金证券研究所

其他终端间接出口方面，5 月中国间接出口铝元素测算为 85.4 万吨，同比+2%、环比+0.7%，维持修复态势；1-5 月累计 405.3 万吨，同比+3%，较去年同期增加 12.8 万吨。 分结构看，汽车汽零是主要支撑，1-5 月汽车汽零含铝净出口 125.1 万吨，同比+29%、增加 28.2 万吨；5 月单月汽车汽零同比+30%，仍维持高增。变压器和电线电缆分别同比+12%、+2%，环比也有所改善；拖累主要来自光伏、机械和 3C 家电。整体来看，终端间接出口中汽车链条表现亮眼，外需对铝消费的支撑继续显现。虽然许多品类贸易金额仍在增长，但由于铜铝的涨价幅度更大，因为在物质流的模型测算里会相应承压。

图表6：终端间接出口中汽车链条表现亮眼

单位：万吨	汽车+汽零	其他交运	光伏	变压器	电线电缆	机械	3C 家电	合计
2025-01	21.4	29.0	9.4	1.7	8.2	15.4	6.9	92.0
2025-02	13.2	12.0	6.3	1.2	4.8	9.0	5.3	51.8
2025-03	19.6	19.4	9.7	1.5	8.1	13.5	6.9	78.8
2025-04	20.7	25.4	8.8	1.7	9.3	14.2	7.1	87.3
2025-05	21.8	22.8	9.3	1.6	8.9	13.3	6.7	84.4
2025-06	20.2	24.9	8.6	2.0	8.4	13.2	5.5	82.9
2025-07	21.1	21.9	8.3	1.9	8.7	12.9	5.1	79.9
2025-08	23.0	24.2	10.7	2.1	8.2	13.1	4.8	86.1
2025-09	22.6	26.7	10.2	2.3	7.9	12.7	4.4	87.0
2025-10	22.6	21.9	7.7	2.0	7.5	11.2	4.1	77.1
2025-11	23.8	23.5	8.2	1.9	8.5	13.2	4.4	83.5

单位：万吨	汽车+汽零	其他交运	光伏	变压器	电线电缆	机械	3C 家电	合计
2025-12	28.7	22.1	8.0	2.2	8.9	13.8	4.8	88.6
2025 年	259.0	274.0	105.1	22.0	97.5	155.7	66.2	979.5
2026-01	24.6	26.5	6.5	1.9	8.2	13.6	5.4	86.7
2026-02	22.6	17.7	6.6	1.7	6.7	11.8	5.0	72.1
2026-03	22.2	17.9	13.0	1.7	7.2	10.1	4.7	76.8
2026-04	27.3	21.1	8.7	1.5	8.3	12.7	5.2	84.9
2026-05	28.4	22.4	6.2	1.8	9.1	12.9	4.7	85.4
2026 年前 5 月	125.1	105.6	41.0	8.5	39.5	62.7	22.9	405.3
前 5 月同比	29%	-3%	-6%	10%	1%	-5%	-24%	3%
5 月同比	30%	-2%	-33%	12%	2%	-5%	-24%	2%
前 5 月增量	28.2	-3.0	-2.5	0.8	0.3	-3.5	-7.4	12.8

来源：Wind、SMM、海关总署、国金证券研究所

三、钢铁

黑色产业链物质流：几内亚铁矿和蒙煤显著放量对冲能源通胀

能源成本通胀并未通过海运矿供需链条形成实质性减供。市场此前担心海运费上行、澳洲柴油供应风险等因素压缩铁矿供给，但从数据看，1-5 月澳大利亚、巴西铁精矿进口分别同比增长 4.5%、5.2%，合计增量 1837.6 万吨；几内亚进口同比大幅增长 5248.2%、增加 268.1 万吨，海运主流矿仍未减量。

真正承压的是国内边际矿山，1-5 月国产铁精矿同比下降 4.7%、减少 529.8 万吨，因此成本支撑更多体现为国内高成本矿山收缩。5 月国产矿同比下降 3.4%，而长流程铁水流出同比增长 0.8%，资金基于通胀预期交易多头持仓，进一步放大了铁矿现货的结构性偏紧。

往后看，西芒杜放量正常推进，3-5 月中国自几内亚进口量均在 70 万吨/月以上，1-5 月几内亚增量 268.1 万吨；叠加 BHP 谈判扰动逐步消退、铁水从季节性高位回落，铁矿供需预计逐步转向宽松，并回归现实供需定价。

图表7：1-5月铁精矿物质流（万吨）

日期	铁精矿						
	流入					流出	累/去库
	进口				国产	长流程	
	澳大利亚	巴西	几内亚	其他			
1-5 月同比	4.5%	5.2%	5248.2%	10.4%	-4.7%	0.1%	-167.6%
5 月同比	-1.7%	-5.4%	1348.2%	6.2%	-3.4%	0.8%	98.7%
1-5 月增量	1335.2	502.4	268.1	967.4	-529.8	72.4	2471.0
2026/5/31	6139.1	1654.8	74.0	1903.2	2227.0	12408.7	(410.6)
2026/4/30	6135.0	2106.6	70.1	2073.6	2227.0	12951.2	(338.9)
2026/3/31	6597.9	1712.9	76.6	2087.0	2140.8	13799.8	(1184.6)
2026/2/28	5577.9	2167.4	29.3	1989.2	2132.9	10456.8	1439.9
2026/1/31	6428.3	2555.2	23.2	2231.8	2132.9	11881.0	1490.4
2025/12/31	6962.0	2808.6	0.0	2192.2	2132.9	13778.1	317.7
2025/11/30	6416.1	2733.9	0.0	1898.5	2231.9	12624.8	655.6
2025/10/31	6562.4	2578.5	0.0	1979.6	2259.0	12951.5	428.0
2025/9/30	7032.6	2733.1	11.2	1842.7	2265.2	13576.9	308.0
2025/8/31	6206.7	2614.4	3.8	1681.1	2194.4	12630.7	69.7
2025/7/31	6358.0	2339.0	0.0	1745.9	2320.6	12746.4	17.1
2025/6/30	6810.0	2231.5	10.2	1526.8	2391.6	13370.7	(400.6)
2025/5/31	6246.3	1748.4	5.1	1792.9	2306.1	12305.6	(206.7)
2025/4/30	6232.4	2022.5	0.0	2039.4	2276.8	12795.7	(224.7)

下载日志已记录，仅供内部参考

2025/3/31	5504.2	1822.2	0.0	2050.6	2245.4	12653.4	(1031.1)
2025/2/28	5277.0	2333.0	0.0	1790.6	2281.1	12543.7	(862.1)
2025/1/31	6283.2	1768.3	0.0	1643.9	2281.1	11126.6	849.8

来源：Wind，Mysteel，国金证券研究所测算

焦煤供给端宽松更多来自进口放量。国产端1-5月同比下降2.2%、减少442.0万吨，5月同比下降5.4%；蒙古进口延续高增，1-5月累计进口3339.1万吨，同比增加66.6%、增加1334.3万吨。蒙古供给份额持续提升，低成本、低价格水位的蒙煤持续压低焦煤成本中枢。

5月22日山西留神峪煤矿重大瓦斯事故后，国产供给短期面临安监收紧和阶段性收缩风险，且蒙煤短期难以完全填补局部缺口。

但中长期看，低成本进口增量仍在释放，且焦炭流出1-5月同比下降14.3%、减少3477.0万吨，焦煤供需仍处宽松通道。考虑当前全球能源通胀环境下保供稳价的重要性，后续安监力度预计会在安全约束、政治风险与经济影响之间保持平衡。

图表8：1-5月焦煤物质流（万吨）

日期	焦煤						
	流入					流出	累/去库
	国产	进口				焦炭	
		蒙古	俄罗斯	澳大利亚	其他		
1-5月同比	-2.2%	66.6%	17.1%	12.2%	-52.9%	-14.3%	-99.7%
5月同比	-5.4%	60.3%	48.7%	35.0%	36.4%	-78.1%	-142.9%
1-5月增量	-442.0	1334.3	47.3	153.9	-444.6	-3477.0	276.3
2026/5/31	3849.5	696.9	70.4	253.8	93.4	1073.4	41.1
2026/4/30	3849.5	771.1	45.2	268.3	45.4	4929.9	49.7
2026/3/31	4252.4	764.4	37.0	337.8	103.2	5718.9	(224.1)
2026/2/28	3507.6	458.5	83.9	230.7	33.8	4285.8	28.8
2026/1/31	3822.8	648.2	88.1	319.5	120.0	4894.7	103.8
2025/12/31	4036.6	671.7	178.2	359.7	167.3	5422.4	(8.8)
2025/11/30	4335.7	624.4	85.1	274.0	89.5	5359.1	49.7
2025/10/31	4066.1	536.5	104.7	277.4	140.7	5040.4	85.0
2025/9/30	4231.5	600.1	57.5	288.9	145.9	5376.4	(52.6)
2025/8/31	3975.9	601.5	36.7	256.7	120.8	4950.2	41.4
2025/7/31	3721.9	497.9	43.1	336.6	83.1	4552.2	130.4
2025/6/30	4064.4	470.4	102.5	231.3	104.2	5077.1	(104.3)
2025/5/31	4070.3	434.9	47.3	188.1	68.4	4904.8	(95.8)
2025/4/30	3926.2	483.7	37.8	252.5	115.3	4684.3	131.2
2025/3/31	4161.5	442.0	16.3	283.0	122.0	5143.7	(118.8)
2025/2/28	3622.6	316.5	54.2	261.8	255.2	4841.0	(330.8)
2025/1/31	3943.4	327.8	121.6	270.9	279.4	4805.9	137.2

来源：Wind，Mysteel，国金证券研究所测算

钢材需求物质流：装备需求有韧性，海外短流程通胀激发出口替代

1-5月内需仍处承压通道，主要拖累来自地产、基建、汽车和家电。1-5月钢材真实内需合计同比下降13.9%、减少2294.1万吨，其中地产同比下降49.4%、减少1063.1万吨，基建同比下降2.4%、减少711.0万吨；5月单月真实内需合计同比下降10.8%，地产、基建、汽车、家电分别同比下降27.9%、7.2%、33.3%、14.6%，体现输入性通胀、退补以及2024年补贴透支对需求的压制。需注意的是，地产在钢材需求中的权重已明显下降，后续对总需求的边际拖累有限。

制造端仍有韧性，1-5月机械、船舶分别同比增长10.4%、7.3%，能源同比增长11.0%；5月船舶、能源分别同比增长29.4%、7.2%，机械同比小幅下降4.9%。其背后主要来自有色周期景气传导、全球航运绕行推升吨货航程，以及机械、船舶自身置换周期，共同支撑制造端景气。

图表9：1-5月钢材真实内需（万吨）

日期	真实内需									
	地产	基建	机械	船舶	汽车	家电	能源	化工	其他	合计
5月同比	-27.9%	-7.2%	-4.9%	29.4%	-33.3%	-14.6%	7.2%	-0.1%	-21.4%	-10.8%
1-5月同比	-49.4%	-2.4%	10.4%	7.3%	-31.8%	-35.6%	11.0%	-1.6%	-31.6%	-13.9%
1-5月增量	(1063.1)	(711.0)	(105.1)	143.3	(307.3)	(103.1)	129.4	(0.2)	(277.1)	(2294.1)
2026/5/31	878.4	2752.2	238.9	126.9	306.5	178.5	665.9	89.7	425.7	5662.6
2026/4/30	593.6	2435.5	668.7	177.1	201.3	155.3	535.4	73.0	280.3	5120.1
2026/3/31	714.1	2548.1	795.5	175.8	87.3	195.6	507.4	69.4	242.0	5335.2
2026/2/28	705.8	1953.3	232.0	174.0	126.8	126.1	463.7	62.7	241.4	4085.7
2026/1/31	733.8	2184.4	322.0	104.3	200.4	126.5	431.4	65.0	253.7	4421.6
2025/12/31	704.1	2096.0	326.5	108.4	197.2	123.5	295.5	44.5	217.9	4113.7
2025/11/30	618.6	2108.4	348.5	200.8	206.0	109.6	385.1	56.5	262.3	4295.8
2025/10/31	562.2	2254.4	335.2	212.2	216.2	106.5	403.7	58.1	240.9	4389.3
2025/9/30	702.6	2258.2	301.8	218.8	152.1	112.5	355.3	51.0	216.2	4368.5
2025/8/31	752.1	2377.2	326.4	165.8	180.8	120.8	435.2	63.4	281.4	4703.0
2025/7/31	822.8	2474.8	324.3	215.6	224.3	128.1	462.6	68.6	312.5	5033.6
2025/6/30	900.5	2756.8	350.9	177.6	176.2	162.4	441.3	64.2	337.4	5367.3
2025/5/31	958.9	2829.7	451.5	110.5	215.4	185.1	496.1	72.6	361.4	5681.2
2025/4/30	872.7	2654.0	612.0	88.0	254.9	182.2	460.4	68.9	349.4	5542.6
2025/3/31	1023.1	2777.9	834.2	157.0	179.3	204.2	457.1	67.6	332.6	6033.0
2025/2/28	941.5	1940.6	428.8	149.0	183.9	166.9	472.0	70.2	314.7	4667.7
2025/1/31	973.2	2459.7	248.2	93.9	304.9	153.2	418.9	63.5	297.8	5013.4

来源：Wind，Mysteel，国金证券研究所测算

直接出口受霍尔木兹航运受阻影响，中东订单仍是主要拖累，5月中东直接出口同比下降39.7%，1-5月累计同比下降35.5%、减少238.2万吨；5月直接出口合计同比-2.3%，1-5月累计同比-8.1%、减少392.0万吨。分区域看，欧盟1-5月同比增长31.1%、增加40.9万吨，对冲部分中东及南美、东南亚下滑；核心仍在于能源成本抬升海外短流程钢成本，中国钢材边际成本优势增强，出口替代逻辑仍在。

往后看，若波斯湾通行逐步恢复，地缘扰动对中东订单的压制有望修复；在海外能源通胀短期难以快速消退的背景下，钢材出口整体仍将有较好表现。同时，隐性出口维持高景气，5月机械、船舶、汽车隐性出口分别同比增长24.9%、33.1%、36.1%，带动隐性出口合计同比增长27.3%；1-5月隐性出口合计同比增长11.0%、增加590.8万吨，继续对总需求形成支撑。

图表10：1-5月钢材总出口（万吨）

日期	隐性出口					直接出口						
	机械	船舶	汽车	家电	合计	东南亚	中东	南美洲	非洲	欧盟	其他	合计
5月同比	24.9%	33.1%	36.1%	-4.1%	27.3%	13.2%	-39.7%	-13.0%	-5.6%	-2.4%	1.5%	-2.3%
1-5月同比	16.6%	7.8%	34.4%	-10.3%	11.0%	-4.2%	-35.5%	-13.6%	-2.8%	31.1%	-3.7%	-8.1%
1-5月增量	194.3	222.1	240.4	-66.0	590.8	-56.6	-238.2	-57.7	-9.8	40.9	-70.5	-392.0
2026/5/31	331.4	783.3	234.3	130.0	1479.0	329.9	77.5	80.6	85.2	32.0	428.9	1034.0
2026/4/30	591.3	1177.8	91.2	125.5	1985.9	304.7	38.0	75.3	68.1	42.6	421.3	950.0
2026/3/31	587.6	972.4	77.5	103.2	1740.7	270.5	79.7	72.7	61.3	23.1	405.7	913.0
2026/2/28	423.4	640.8	79.6	94.0	1237.7	218.7	93.8	66.7	62.6	44.6	297.7	784.0
2026/1/31	454.7	740.9	102.5	105.1	1403.3	175.2	144.2	71.9	62.8	30.3	290.5	775.0
2025/12/31	492.4	662.9	78.6	77.8	1311.7	324.8	154.7	87.4	94.4	21.0	447.7	1130.0
2025/11/30	427.8	869.7	84.4	73.4	1455.3	289.4	123.5	88.7	81.9	23.9	390.7	998.0
2025/10/31	422.2	898.2	82.2	74.1	1476.6	297.5	135.8	83.7	72.5	44.9	343.5	978.0
2025/9/30	397.6	927.1	71.2	66.9	1462.8	282.0	165.4	82.0	80.2	32.8	404.5	1047.0

2025/8/31	422.4	1030.1	80.6	89.7	1622.8	247.2	133.5	76.2	70.1	37.7	386.4	951.0
2025/7/31	468.5	968.7	76.6	98.4	1612.1	245.9	132.4	103.2	71.1	39.3	392.0	984.0
2025/6/30	484.8	1021.0	75.7	90.1	1671.5	257.7	117.9	94.6	67.0	26.5	404.2	968.0
2025/5/31	542.5	940.2	87.4	132.8	1702.9	291.4	128.6	92.6	90.3	32.8	422.4	1058.0
2025/4/30	524.2	1048.2	78.3	136.8	1787.5	312.8	134.7	81.6	68.1	35.7	413.2	1046.0
2025/3/31	559.6	1087.9	55.1	137.5	1840.1	264.0	152.1	94.0	78.9	17.2	439.8	1046.0
2025/2/28	368.5	661.3	63.9	96.8	1190.5	232.0	122.6	78.8	46.7	25.7	298.2	804.0
2025/1/31	382.7	771.1	70.1	124.1	1348.0	255.4	133.5	77.8	65.9	20.3	341.1	894.0

来源：Wind，Mysteel，国金证券研究所测算

四、碳酸锂：表需高增延续，储能与出口链拉动实际需求

2026 年 5 月锂表需 14.2 万吨，同比+66%；前 5 月表需 65.9 万吨，同比+62%，维持高增。其中 5 月合计间接出口 3.4 万吨，同比+40%；国内实际锂需求 10.9 万吨，同比+75%。累计看，前 5 月合计间接出口 18.0 万吨，同比+58%；国内实际需求 47.9 万吨，同比增长 63%，较去年同期增加 18.6 万吨。

外需方面，前 5 月动力电池出口 7.0 万吨、储能电池出口 3.1 万吨、新能源车出口 5.4 万吨，同比分别+48%、+29%、+114%，电池和整车出口仍是外需主线；正极材料出口前 5 月 2.5 万吨，同比+45%。

内需方面，前 5 月动力、储能、消费合计 33.3 万吨，同比+20%、新增 5.5 万吨；其中储能 13.5 万吨，同比+78%、增加 5.9 万吨，是内需主要增量。动力 18.1 万吨，同比基本持平（-0.1 万吨），消费 1.6 万吨，同比-13%。按物质流推算，前 5 月产业链库存增加 14.6 万吨，产业链补库对需求形成阶段性拉动。

图表 11：中国锂表观&实际需求月度跟踪

单位：万吨	表观需求	正极出口	动力电池出口	储能电池出口	新能源车出口	合计间接出口	国内实际锂需求
2025-01-31	8.6	0.2	0.8	0.4	0.4	1.9	6.7
2025-02-28	6.4	0.3	0.9	0.5	0.4	2.2	4.2
2025-03-31	8.1	0.4	1.0	0.6	0.5	2.4	5.7
2025-04-30	9.0	0.3	1.0	0.5	0.6	2.5	6.5
2025-05-31	8.6	0.4	1.0	0.4	0.6	2.4	6.2
2025-06-30	9.0	0.5	1.1	0.6	0.6	2.7	6.2
2025-07-31	10.1	0.5	1.1	0.5	0.7	2.9	7.2
2025-08-31	11.3	0.5	1.1	0.5	0.7	2.7	8.5
2025-09-30	10.5	0.6	1.3	0.6	0.7	3.1	7.5
2025-10-31	12.8	0.6	1.4	0.6	0.8	3.4	9.5
2025-11-30	13.6	0.5	1.5	0.7	0.9	3.6	10.0
2025-12-31	13.0	0.6	1.4	0.9	0.9	3.7	9.3
2025 年	121.1	5.5	13.6	6.8	7.7	33.5	87.6
2026-01-31	12.6	0.5	1.3	0.4	0.9	3.1	9.4
2026-02-28	11.5	0.9	1.2	0.5	0.8	3.4	8.0
2026-03-31	13.1	0.5	1.6	0.9	1.1	4.1	9.0
2026-04-30	14.5	0.5	1.5	0.7	1.3	4.0	10.6
2026-05-31	14.2	0.0	1.4	0.6	1.3	3.4	10.9

单位：万吨	表观需求	正极出口	动力电池出口	储能电池出口	新能源车出口	合计间接出口	国内实际锂需求
2026 年前 5 月	65.9	2.5	7.0	3.1	5.4	18.0	47.9
5 月同比	66%	-100%	49%	67%	109%	40%	75%
前 5 月同比	62%	45%	48%	29%	114%	58%	63%
前 5 月增量	25.2	0.8	2.3	0.7	2.9	6.6	18.6

来源：SMM，Wind，国金证券研究所测算

图表12：中国锂实际需求拆分月度跟踪

单位：万吨	动力	储能	消费	内需合计	实际需求	产业链库存变化
2025-01-31	2.4	1.0	0.3	3.7	6.7	2.9
2025-02-28	4.0	1.2	0.3	5.5	4.2	-1.2
2025-03-31	3.8	1.5	0.4	5.7	5.7	-0.0
2025-04-30	4.0	2.0	0.4	6.4	6.5	0.1
2025-05-31	4.1	1.9	0.4	6.4	6.2	-0.2
2025-06-30	3.9	1.8	0.4	6.1	6.2	0.1
2025-07-31	4.4	1.8	0.4	6.6	7.2	0.6
2025-08-31	5.3	1.7	0.4	7.5	8.5	1.0
2025-09-30	5.9	2.1	0.5	8.5	7.5	-1.0
2025-10-31	6.5	2.2	0.5	9.3	9.5	0.2
2025-11-30	6.9	2.7	0.5	10.1	10.0	-0.1
2025-12-31	2.9	2.6	0.5	6.0	9.3	3.3
2025 年	54.1	22.6	5.0	81.8	87.6	5.8
2026-01-31	2.9	2.6	0.4	6.0	9.4	3.5
2026-02-28	1.8	2.1	0.2	4.1	8.0	3.9
2026-03-31	4.0	3.0	0.4	7.4	9.0	1.7
2026-04-30	4.4	2.8	0.3	7.5	10.6	3.1
2026-05-31	5.0	3.0	0.3	8.3	10.9	2.6
2026 年前 5 月	18.1	13.5	1.6	33.3	47.9	14.6
5 月同比	24%	59%	-34%	30%	75%	-1383%
前 5 月同比	-1%	78%	-13%	20%	63%	827%
前 5 月增量	-0.1	5.9	-0.2	5.5	18.6	13.1

来源：SMM，Wind，国金证券研究所测算

风险提示

宏观需求恢复不及预期；美国关税及贸易政策变化；能源价格和地缘扰动超预期；大宗商品价格异常波动。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

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。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究