仅供内部参考，请勿外传

"资源为王"兑现期：矿冶分化加剧——有色金属板块 2026H1 中报点评

有色金属

评级： 看好

日期： 2026.10.09

报告要点

整体来看，2026H1 有色行业盈利普遍改善，"资源为王"特征进一步凸显。从业绩表现来看，行业内资源禀赋优越、自有矿产占比高的企业盈利弹性尤为突出，营收与净利润均实现大幅增长，毛利率和净利率同步抬升，资源型企业盈利弹性整体强于冶炼加工类企业；而缺乏资源支撑、以冶炼加工为主的企业则受加工费低迷影响，盈利修复力度相对有限，行业内"资源溢价"效应持续放大。板块估值持续被盈利消化，铜、电解铝 2026E PE 已分别降至约 11.6x、7.3x 的较低水平。

分板块来看，钨、稀土、电解铝的归母净利同比增速均超 100%，位居行业前列。我们对有色板块下的黄金、铜铝、铅锌、镍钴、锡、钨、钛和稀土等板块进行半年报总结：

1） **钨板块营收同比增速遥遥领先其他板块，钨、稀土、电解铝归母净利增速均超 100%。**钨价中枢大幅上移，钨板块营收同比约+94%、归母净利润同比约+2.6 倍，增速双双跃居板块首位；稀土板块归母净利润同比约+132%；电解铝板块受益于铝价上行、氧化铝成本下行，归母净利润同比+121%，利润增速显著高于收入增速；同期锡、镍钴、铜板块营收也分别实现约+44%/+38.6%/+34.8%的较快增长。

2） **黄金"国内减量、海外放量"，钛板块营收利润双降，板块内部景气分化加剧。**山东黄金、招金矿业矿产金产量分别同比下降 22.7%、21.9%，海外项目成为头部企业重要增量来源，紫金黄金国际实现量价齐升；钛板块则受军品采购节奏延后与民品需求疲弱拖累，营收同比-2.3%、归母净利润同比-31.1%，与钨、稀土形成鲜明对照。

矿冶分化加剧，利润持续向资源端集中。铜精矿 TC 低位屡创新低、锌精矿 TC 一度转负、铅精矿 TC 低位运行，冶炼端普遍承压；锡矿端面临缅甸、印尼、刚果（金）三重扰动，紧平衡格局支撑价格；同期兴业银锡、盛达资源等资源型标的归母净利润分别同比+184.4%、+456.5%，资源端弹性显著强于冶炼端。二级市场方面，有色板块月度表现回暖，钨板块涨幅居前。**我们预计短期内有色金属板块整体呈现结构分化、供给主导的格局，难现全面普涨行情，短期聚焦供给约束品种的结构性机会，中长期看好黄金与战略小金属。**

黄金：金价中枢高位运行，海外增量强化资源弹性

铜：TC 低位屡创新低，矿端放量支撑头部盈利

电解铝：成本回落放大盈利弹性，关注产能价值重估

铅锌：TC 低位、锌减产开启，盈利修复向资源端集中

镍：库存累积压制弹性，成本支撑价格底部

钨：价格回落后企稳，资源瓶颈与新兴需求共振

稀土：价格高位震荡，关注出口管制执行进展

风险提示： 1、地缘冲突烈度波动的风险；2、能源价格大幅波动的风险；3、美国关税影响铜价波动的风险；

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 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

分析师 李博

登记编码：S0950526070001

☎：021-61102510

✉：libo3@wkzq.com.cn

行业表现 2026/10/09



资料来源：iFind

相关研究

- 《A 股有色金属行业 2026 年半年报业绩回顾：盈利能力韧性凸显，行业业绩维持高增长》 (2026/09/08)
- 《有色行业半年报总结：碳酸锂反转，小金属、新材料表现亮眼》 (2026/08/31)
- 《有色金属行业 2026 年半年报综述：地缘风险扰动货币政策预期，主要金属价格波动加大》(2026/09/22)

特别提示：五矿证券与五矿资源、中钨高新、株冶集团、华锡有色同受中国五矿集团有限公司实际控制。

内容目录

一、2026H1 年中报总结 5
1.1 贵金属：黄金板块盈利高增，海外增量强化资源弹性 6
1.2 工业金属：板块盈利普遍改善，资源禀赋决定企业弹性 9
1.3 能源金属：价格中枢修复，资源与成本优势重塑盈利格局 9
1.4 战略小金属：景气分化加剧，钨稀土走强、钛材承压 10
二、市场行情：有色行情分化演绎，聚焦供给约束品种 13
二级市场：有色板块月度表现回暖，钨板块涨幅居前 13
2.1 工业金属：矿端约束延续，产业链利润分化加剧 13
2.2 其他金属：供给刚性支撑价格，品种景气强弱分化 21
风险提示 25

图表目录

图表 1：有色板块 2026H1 年中报总结 5
图表 2：黄金板块 2026H1 年中报总结 6
图表 3：铜板块 2026H1 年中报总结 6
图表 4：电解铝板块 2026H1 年中报总结 7
图表 5：铝加工板块 2026H1 年中报总结 8
图表 6：铅锌板块 2026H1 年中报总结 9
图表 7：锡板块 2026H1 年中报总结 9
图表 8：镍钴板块 2026H1 年中报总结 10
图表 9：钨板块 2026H1 年中报总结 11
图表 10：钛板块 2026H1 年中报总结 12
图表 11：稀土板块 2026H1 年中报总结 12
图表 12：有色金属板块月度表现回升 13
图表 13：8 月二级板块中钨领涨 13
图表 14：工业金属关键指标月度变化（2026 年 8 月） 14
图表 15：铜价格与基差（万元/吨，元/吨） 15
图表 16：现货:中国铜冶炼厂:粗炼费 TC（美元/吨） 15
图表 17：铜精矿冶炼盈亏（元/吨） 15
图表 18：LME 及 Comex 铜库存（万吨） 15
图表 19：SMM 中国电解铜社会库存（万吨） 15
图表 20：中国电解铜表观消费量（万吨） 15
图表 21：电解铜制杆周度开工率（%） 15
图表 22：中国电网基本建设投资完成额（亿元） 15
图表 23：铝土矿 CIF 价格（美元/吨） 16
图表 24：中国进口铝土矿（万吨） 16
图表 25：中国铝土矿产量处于历史低位（万吨） 16
图表 26：中国氧化铝产量（万吨） 16
图表 27：中国电解铝成本结构（元/吨） 16
图表 28：中国电解铝毛利跟踪（元/吨） 16
图表 29：中国电解铝产能接近天花板，高开工率（万吨） 16

图表 30：全球铝期货库存（万吨）.....16
图表 31：伦铅与沪铅价格（美元/吨，元/吨）.....17
图表 32：铅精矿 TC 再创新低（元/吨，美元/干吨）.....17
图表 33：中国铅精矿产量（万金属吨）.....17
图表 34：中国铅精矿进口（万吨）.....17
图表 35：铅产业链利润跟踪（元/吨）.....17
图表 36：铅冶炼开工率（%）.....17
图表 37：中国精炼铅产量（万吨）.....17
图表 38：全球铅期货库存（万吨，万吨）.....17
图表 39：伦锌与沪锌价格（美元/吨，元/吨）.....18
图表 40：ZN50 国产平均加工费（元/吨）.....18
图表 41：锌产业链利润跟踪（元/吨）.....18
图表 42：中国锌精矿产量（万吨）.....18
图表 43：中国进口锌精矿（万吨）.....18
图表 44：中国锌锭产量（万吨）.....18
图表 45：中国精锌进出口（万吨）.....18
图表 46：全球锌期货库存（万吨，万吨）.....18
图表 47：LME 锡 cash-3M 升贴水（美元/吨）.....19
图表 48：费城半导体指数及 LME 锡价拟合（美元/吨）.....19
图表 49：锡精矿加工费再走低（元/吨）.....19
图表 50：锡锭冶炼利润（元/吨）.....19
图表 51：LME 锡锭库存（吨）.....19
图表 52：中国锡锭社会库存（吨）.....19
图表 53：从缅甸进口锡精矿仍处低位（实物吨）.....19
图表 54：中国锡锭产量（吨）.....19
图表 55：NPI 较电镍升贴水（万元/吨）.....20
图表 56：硫酸镍较纯镍升贴水（万元/吨）.....20
图表 57：全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位（万吨）.....20
图表 58：中国电镍产量历史同期高位（吨）.....20
图表 59：中国&印尼镍铁产量（万镍吨）.....20
图表 60：印尼 NPI 利润跟踪（美元/吨）.....20
图表 61：进口原料生产硫酸镍利润（%）.....20
图表 62：中国前驱体镍需求测算（吨）.....20
图表 63：小金属关键指标月度变化（2026 年 8 月）.....21
图表 64：内外价差收缩（元/吨，美元/吨）.....22
图表 65：中国进口锑精矿（万吨）.....22
图表 66：中国从俄罗斯进口其他贵金属矿（万吨）.....22
图表 67：中国锑锭产量（吨）.....22
图表 68：中国氧化锑出口（吨）.....22
图表 69：中国锑锭出口（吨）.....22
图表 70：中国焦锑酸钠产量（吨）.....22
图表 71：光伏玻璃库存（万吨，天）.....22
图表 72：钨价仍处于历史相对高位（万元/吨）.....23
图表 73：仲钨酸铵行业利润及成本（元/吨，元/吨）.....23
图表 74：中国 APT 产量（吨）.....23
图表 75：中国钨品出口量（吨）.....23
图表 76：40%-45%钼精矿价格（元/吨度）.....23

图表 77：中国钼精矿产量（吨）.....23
图表 78：国内主流钢厂钼铁钢招量（吨）.....23
图表 79：造船完工量(载重):全球:累计值（万吨）.....23
图表 80：钛精矿 TiO2＞47%价格（元/吨）.....24
图表 81：中国钛矿净进口：累计（万吨）.....24
图表 82：中国钛精矿产量（万吨）.....24
图表 83：中国海绵钛产量（万吨）.....24
图表 84：稀土矿价格（万元/吨，万元/吨）.....24
图表 85：金属氧化物价格（万元/吨，万元/吨）.....24
图表 86：镨钕利润测算（万元/吨，元/吨）.....24
图表 87：氧化镨钕月度平衡（吨）.....24

一、2026H1 半年报总结

图表 1：有色板块 2026H1 年中报总结

板块	营收同比增速	归母净利同比增速	毛利率（%）		净利率（%）		PE（倍）	
			2026H1	同比（pct）	2026H1	同比（pct）	2026E	2027E
黄金	+88.0%	+80.7%	42.0	+6.5	+28.6	6.9	19.1	13.3
铜	+34.8%	+83.8%	30.3	+7.3	+19.7	6.4	11.6	10.1
电解铝	+39.0%	+121.0%	26.5	+11.3	+18.0	8.8	7.3	6.8
铝加工	+16.0%	+27.5%	10.9	—	+2.5	—	100.7	44.6
铅锌	+39.0%	+101.7%	35.4	+8.8	+18.0	8.8	16.8	14.5
锡	+44.0%	+92.0%	41.0	+0.2	+28.5	8.9	18.1	15.6
镍钴	+38.6%	+38.9%	24.4	+3.7	+13.4	2.0	14.7	11.2
钨	+94.0%	+259.8%	41.8	+13.0	+22.3	12.8	57.1	40.9
钛	-2.3%	-31.1%	21.0	-4.4	+8.5	-4.4	55.7	47.6
稀土	+31.0%	+132.1%	15.5	+5.8	+12.6	6.6	58.0	48.0

资料来源：iFind，五矿证券研究所

*铝加工 PE 为有预测值样本简单均值，受宜安科技（789.5x/287.3x）等极端值上拉，中位数约 32.7x/22.3x 更能反映板块水平

备注：2026-2027 年 PE 来自 iFind 一致预期

1.1 贵金属：黄金板块盈利高增，海外增量强化资源弹性

受益于金价中枢同比大幅抬升，黄金板块盈利延续高增；国内矿山供给收缩背景下，海外产量释放与资源禀赋差异进一步放大企业盈利弹性。

2026H1 金价中枢同比大幅抬升，黄金板块盈利延续高增。上半年黄金价格虽自年初高位有所回落，但均价同比仍处高位；叠加国内重点产金省区开展安全排查及专项治理，部分矿山阶段性停产整改，行业整体呈现“量缩价升”特征。样本黄金企业合计实现营业收入 2,458.89 亿元，营收合计同比增长 60.2%；归母净利润 261.2 亿元，同比平均增长 80.7%。平均毛利率 42.0%，同比+6.5pct；平均净利率 28.6%，同比+6.9pct。紫金黄金国际、四川黄金、招金黄金归母净利润分别同比+164.5%、+107.3%、+407.4%，其中紫金黄金国际、招金黄金利润增速明显高于收入增速。

国内矿山减量与海外资源放量并存，海外项目成为头部企业重要增量来源。山东黄金、招金矿业矿产金产量分别同比下降 22.7%、21.9%；同期紫金黄金国际矿产金产量同比增长约 44%，加纳阿基姆金矿、哈萨克斯坦瑞果多金矿持续放量，招金矿业海外矿山产量同比增长 33.4%，有效对冲国内减量。海外并购及项目扩产正成为黄金企业资源接续和产量增长的重要路径。

企业盈利进一步分化，产量增量、资源自给率及业务结构决定业绩弹性。紫金黄金国际实现量价齐升；四川黄金矿产业务维持较高金价敏感度；山金国际受益于低毛利业务收缩及矿产业务占比提升。山东黄金、赤峰黄金归母净利润分别同比+26.2%、+56.5%；恒邦股份毛利率仅 2.6%，利润增长更多受投资收益等非主营因素驱动，资源型企业对金价上涨的直接盈利弹性整体更强。

估值方面，样本公司 2026E PE 均值约 19.1x，2027E 降至 13.3x。向后看，随着金价由快速上涨转向高位运行，板块驱动将由单一价格弹性逐步转向“金价中枢+产量增量”，国内矿山复产、海外项目放量及资源并购将成为企业盈利分化的主要变量。

图表 2：黄金板块 2026H1 年中报总结

公司代码	公司名称	营收（亿元）		归母净利润（亿元）		毛利率（%）		净利率（%）		PE	
		2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026E	2027E
002237.SZ	恒邦股份	621.8	44.4%	6.7	117.7%	2.6	0.0	1.1	0.4	13.3	9.9
600547.SH	山东黄金	535.9	17.1%	35.4	26.2%	24.4	7.0	10.7	3.9	16.2	12.9
600489.SH	中金黄金	429.8	189.3%	43.6	61.7%	20.7	2.0	11.8	2.2	12.3	10.1
002155.SZ	湖南黄金	320.3	111.6%	9.6	46.0%	5.6	0.9	3.0	0.7	18.7	16.8
2259.HK	紫金黄金国际	270.8	89.4%	98.5	164.5%	58.4	12.0	41.6	10.3	17.4	14.5
000975.SZ	山金国际	96.6	48.5%	24.2	51.4%	42.5	12.5	27.7	8.7	13.3	9.6
3330.HK	灵宝黄金	79.9	2.5%	9.7	46.5%	23.5	8.9	12.6	4.0	10.0	7.9
600988.SH	赤峰黄金	70.2	67.2%	17.3	56.5%	57.5	9.4	30.0	5.7	17.1	14.0
3939.HK	万国黄金集团	18.6	50.2%	9.1	50.7%	77.3	7.3	53.3	-0.3	23.3	12.5
001337.SZ	四川黄金	8.3	109.3%	4.3	107.3%	71.0	5.9	52.3	5.1	28.8	24.2
300139.SZ	晓程科技	3.1	139.2%	0.6	31.2%	64.5	-0.4	30.3	6.6	-	-
000506.SZ	招金黄金	3.6	267.1%	2.3	407.4%	55.9	12.3	68.9	35.1	39.6	13.4
	合计	2,458.9	60.2%	261.2	80.7%						
	平均值					42.0	6.5	28.6	6.9	19.1	13.3

资料来源：iFind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 iFind 一致预期

1.2 工业金属：板块盈利普遍改善，资源禀赋决定企业弹性

2026H1 铜价中枢明显抬升，叠加矿端新增产能释放，头部铜企盈利延续高增。

上半年 LME 铜均价约 13,083 美元/吨，同比上涨约 39%；样本铜企营收合计同比增长 27.7%，归母净利润同比平均增长 83.8%，平均毛利率 30.3%，同比+7.3pct，净利率 19.7%，同比+6.4pct。其中，五矿资源、西部矿业、铜陵有色、江西铜业归母净利润同比增速均超过 100%。

矿端增量成为利润增长的重要来源，而冶炼端仍受原料偏紧制约。 五矿资源 2026H1 铜产量创 2018 年以来同期新高，Las Bambas 实现矿产铜 21.02 万吨，Kinsevere 硫化矿扩建持续爬坡，叠加铜价上涨及销量增加，推动归母净利润同比增长 150.4%；洛阳钼业上半年铜产量 38.80 万吨，同比增长 9.73%，归母净利润同比增长 86.3%。与此同时，铜精矿供应持续偏紧，TC/RC 维持低位，冶炼企业盈利承压。云南铜业通过成本管控、提升回收率等方式对冲原料端压力。江西铜业在高铜价背景下盈利显著改善，归母净利润同比增长 106.8%。

从估值来看，盈利增长持续消化板块估值。 2026 年样本铜企预测 PE 均值约 11.6x，2027 年进一步下降至 10.1x。向后看，铜价中枢、铜精矿供给约束及矿端新增产能释放，仍将是决定企业盈利分化的主要变量。

图表 3：铜板块 2026H1 年中报总结

公司代码	公司名称	营收（亿元）		归母净利润（亿元）		毛利率（%）		净利率（%）		PE	
		2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026E	2027E
601899.SH	紫金矿业	1,941.8	15.8%	391.7	68.2%	37.7	14.0	25.7	8.6	10.2	8.6
603993.SH	洛阳钼业	1,353.2	42.8%	161.5	86.3%	23.0	1.9	13.6	3.2	11.5	10.3
1208.HK	五矿资源	308.4	52.9%	60.9	150.4%	56.8	10.3	30.1	10.0	8.0	7.4
600362.SH	江西铜业	3,071.5	19.5%	86.3	106.8%	5.8	1.9	3.1	1.4	10.0	9.3
000630.SZ	铜陵有色	1,217.7	60.1%	29.9	107.7%	9.3	1.3	3.4	1.3	14.5	10.4
601168.SH	西部矿业	394.4	24.7%	41.7	123.0%	23.9	3.9	16.1	5.5	13.1	11.4
1258.HK	中国有色矿业	153.6	22.5%	29.5	56.2%	42.4	9.8	27.5	6.3	10.8	9.8
2099.HK	中国黄金国际	62.1	49.4%	34.5	140.3%	67.8	20.1	56.0	21.2	13.1	12.1
000878.SZ	云南铜业	1,115.5	25.5%	19.0	44.1%	5.5	2.0	2.1	0.2	13.6	11.9
	合计值	9,618.2	27.7%	855.0	83.8%						
	平均值					30.3	7.3	19.7	6.4	11.6	10.1

资料来源：iFind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 iFind 一致预期

电解铝：成本回落放大盈利弹性，企业业绩整体改善

2026H1 铝价中枢抬升叠加氧化铝成本回落，电解铝板块盈利显著改善。样本企业合计实现营收 4,388.4 亿元，同比+39%；归母净利润 683.6 亿元，同比+121%，利润增速明显快于收入。平均毛利率约 26.5%，同比+11.3pct；平均净利率约 18.0%，同比+8.8pct，成本与售价剪刀差扩大成为盈利改善的重要驱动。

企业层面整体维持较高增速，但表现仍有分化。云铝股份、中孚实业、神火股份归母净利润分别同比+177.6%、+165.8%、+151.1%，中国铝业同比+67.9%，资源保障、电力成本及产业链一体化优势进一步体现；南山铝业归母净利润同比-14.4%。整体来看，高铝价环境下，资源自给率、能源成本及氧化铝成本变化仍是决定企业盈利弹性的主要因素。

估值方面，剔除无有效预测值样本后，2026E/2027E PE 均值约 7.2x/6.7x，整体处于较低水平。向后看，板块盈利仍主要取决于铝价中枢、氧化铝价格及企业成本差异，资源端保障能力和低成本产能仍将影响企业间盈利分化。

图表 4：电解铝板块 2026H1 年中报总结

公司代码	公司名称	营收（亿元）		归母净利润（亿元）		毛利率（%）		净利率（%）		PE	
		2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026E	2027E
601600.SH	中国铝业	1254.1	7.8%	118.7	67.9%	26.9	10.2	17.1	7.6	7.5	7.0
000807.SZ	云铝股份	349.8	20.3%	76.8	177.6%	31.8	17.8	25.2	14.3	7.0	6.4
002532.SZ	天山铝业	175.1	14.2%	41.8	100.4%	37.4	17.1	23.8	10.2	6.6	6.2
600219.SH	南山铝业	185.7	7.5%	22.5	-14.4%	21.3	-7.2	13.1	-6.0	10.2	8.4
600595.SH	中孚实业	142.6	34.8%	18.8	165.8%	21.7	10.0	12.8	6.9	6.3	6.3
000933.SZ	神火股份	247.9	21.4%	47.8	151.1%	36.2	16.2	24.5	13.5	6.8	6.7
601388.SH	怡球资源	40.3	12.6%	2.3	667.1%	11.6	5.4	5.6	4.8	-	-
601677.SH	明泰铝业	211.2	24.2%	14.1	49.6%	9.8	3.6	6.7	1.1	8.4	7.7
1378.HK	中国宏桥	875.1	8.0%	172.1	39.2%	31.5	5.8	21.8	5.1	5.3	5.2
002379.SZ	宏桥控股	865.0	5873.8%	156.5	-13355%	25.4	25.4	18.1	26.2	6.9	6.7
000612.SZ	焦作万方	41.5	25.4%	12.3	129.6%	37.8	19.8	29.7	13.5	-	-
	合计	4388.4	39.1%	683.6	121.2%						
	平均值					26.5	11.3	18.0	8.8	7.2	6.7

资料来源：iFind，五矿证券研究所

*宏桥控股 2025 年 12 月末完成同一控制下重大资产重组（635.18 亿元收购宏拓实业 100%股权），2026 年起并表，同比数据为追溯调整后口径

备注：2026-2027 年 PE 来自 iFind 一致预期

铝加工：收入保持增长，盈利分化进一步扩大

2026H1 铝加工板块收入整体增长，但盈利改善并不均衡。样本公司合计实现营收 1,150.1 亿元，同比+16.0%；归母净利润 26.5 亿元，同比+27.5%，利润增速高于收入。板块平均毛利率约 10.9%，平均净利率约 2.5%，整体盈利能力仍显著低于电解铝环节。

企业层面分化较为明显。鼎胜新材归母净利润同比+155.4%，永茂泰、宁波富邦亦实现较高利润增速；银邦股份、新疆众和保持盈利增长，而亚太科技、鑫铂股份、万顺新材等利润承压或出现亏损。部分公司因上年同期低基数或亏损导致同比增速出现较大异常，反映加工环节对铝价上涨的受益并不直接，盈利更取决于加工费、产品结构、新产能爬坡及产能利用率。

估值方面，有预测值样本 2026E/2027E PE 简单均值约 104.0x/45.7x，但受宜安科技 836.6x/304.4x 等极端值明显上拉；对应中位数约 32.9x/23.1x，更能反映板块整体估值水平。后续高端铝材放量、新增产能消化及产品结构升级仍将是企业盈利分化的主要变量。

图表 5：铝加工板块 2026H1 年中报总结

公司代码	公司名称	营收（亿元）		归母净利润（亿元）		毛利率（%）		净利率（%）		PE	
		2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026E	2027E
605208.SH	永茂泰	29.8	13.9%	0.8	306.9%	7.4	2.5	2.6	186.8%	33.8	23.1
300337.SZ	银邦股份	42.7	49.1%	0.9	95.1%	9.4	0.2	2.1	49.7%	-	-
300328.SZ	宜安科技	8.0	10.7%	-0.5	183.3%	8.0	-2.1	-8.6	-474.1%	836.6	304.4
002540.SZ	亚太科技	46.6	25.0%	0.8	-61.5%	8.6	-3.4	1.7	-386.8%	15.0	12.1
600615.SH	鑫源智造	3.2	-2.4%	-0.1	-195.5%	9.8	-3.0	-5.4	-859.4%	-	-
003038.SZ	鑫铂股份	46.5	16.5%	-0.5	-242.7%	3.9	-2.6	-1.2	-225.3%	-	-
600888.SH	新疆众和	40.9	2.0%	5.2	33.5%	17.5	7.6	12.9	307.5%	13.1	8.6
300057.SZ	万顺新材	37.4	38.9%	0.6	-209.7%	7.6	2.3	1.6	353.1%	84.1	42.6
002996.SZ	顺博合金	84.5	18.5%	1.9	10.3%	3.4	-0.2	2.3	-20.2%	-	-
600768.SH	宁波富邦	10.2	91.0%	0.6	504.5%	17.7	6.8	10.7	618.0%	-	-
002578.SZ	闽发铝业	9.7	24.8%	-0.0	-182.8%	5.3	-0.5	-0.2	-62.8%	-	-
603937.SH	丽岛新材	11.0	26.2%	0.4	-249.2%	8.4	4.2	3.2	595.5%	-	-
601702.SH	华峰铝业	64.2	7.6%	5.6	-2.3%	14.3	0.7	8.7	-88.0%	10.6	9.0
002824.SZ	和胜股份	23.8	44.6%	0.9	102.8%	13.7	1.8	3.7	103.6%	34.6	27.7
002988.SZ	豪美新材	41.4	15.6%	0.8	-11.7%	9.6	-1.1	2.0	-60.4%	32.9	28.7
603115.SH	海星股份	13.6	24.2%	1.0	57.2%	22.0	3.4	7.7	161.5%	57.0	27.2
603876.SH	鼎胜新材	154.7	16.2%	4.8	155.4%	11.3	2.5	3.1	165.5%	14.9	10.3
600361.SH	创新新材	435.4	11.2%	4.0	11.7%	2.9	-0.2	0.9	1.1%	11.9	8.6
002160.SZ	常铝股份	46.5	11.9%	0.3	-3.3%	11.1	0.5	0.6	-5.7%	-	-
	合计	1150.1	16.0%	26.5	27.5%						
	平均值					10.9	162.5%	2.5	128.0%	104.0	45.7

资料来源：iFind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 iFind 一致预期

铅锌板块盈利修复，资源端弹性突出、矿冶分化加

2026H1 铅锌板块盈利明显修复，资源端表现整体优于冶炼端。上半年 SMM 0#锌均价 24,258 元/吨，同比+4.0%，1#铅均价 16,523 元/吨，同比-1.8%；锌、铅精矿加工费分别同比下降 64.9%、59.0%，矿端偏紧推动产业链利润进一步向资源端倾斜。样本 13 家公司合计实现营收 1,339 亿元，同比约+39%；归母净利润 102.75 亿元，同比约+102%，利润增速显著高于收入增速，板块整体盈利能力明显改善。

资源型企业盈利弹性突出，冶炼企业表现进一步分化。兴业银锡、盛达资源归母净利润分别同比+184.4%、+456.5%，国城矿业同比+74.1%，资源端金属价格上行和矿山放量带动下释放较强利润弹性；中金岭南、驰宏锌锗归母净利润分别同比+104.4%、+70.6%，其中中金岭南亦受公允价值变动收益增厚。相比之下，精矿加工费持续下行压缩冶炼利润空间，株冶集团归母净利润同比+232.7%，豫光金铅仅同比+12.5%，罗平锌电仍亏损 0.66 亿元，矿冶两端盈利差异进一步扩大。

资源自给率和伴生金属贡献成为企业盈利分化的重要变量。2026Q2 以来锌精矿加工费继续下探、一度转负，原料端压力进一步向冶炼企业传导；与此同时，铜、锗及金银等伴生金属价格上涨，对多金属企业利润形成一定对冲。驰宏锌锗上半年金、银产量分别同比增长 177%、143%，带动盈利继续改善。估值方面，9 家具有一致预期的公司 2026E PE 均值约 16.7x，2027E 降至 14.4x。后续板块盈利主要取决于锌价中枢、加工费修复及矿山复产增产节奏，资源禀赋、自给率及副产品贡献仍将是决定企业盈利分化的核心因素。

图表 6：铅锌板块 2026H1 年中报总结

公司代码	公司名称	营收（亿元）		归母净利润（亿元）		毛利率（%）		净利率（%）		PE	
		2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026E	2027E
000060.SZ	中金岭南	421.9	35.6%	11.4	104.4%	6.0	0.3	2.8	0.8	17.0	15.6
000426.SZ	兴业银锡	42.8	73.1%	22.6	184.4%	68.8	11.9	54.3	22.6	15.7	14.1
000603.SZ	盛达资源	11.5	27.1%	3.9	456.5%	69.1	25.1	37.6	26.2	18.9	14.1
000688.SZ	国城矿业	33.6	209.9%	9.1	74.1%	54.0	40.5	37.0	-10.9	14.3	10.4
000751.SZ	锌业股份	100.4	12.6%	0.6	3.2%	4.9	1.1	0.6	-0.1	-	-
000758.SZ	中色股份	63.8	20.7%	6.0	37.3%	16.3	-0.5	10.3	1.5	13.2	11.2
002114.SZ	罗平锌电	7.5	43.1%	-0.7	-28.6%	0.9	1.9	-9.1	8.8	-	-
600338.SH	西藏珠峰	16.3	44.8%	3.6	18.0%	70.7	17.8	21.6	-4.6	-	-
600497.SH	驰宏锌锗	138.4	30.8%	15.9	70.6%	22.0	2.3	11.5	2.7	21.6	18.7
600531.SH	豫光金铅	342.7	52.7%	5.5	12.5%	6.2	1.0	1.6	-0.6	16.9	16.0
600961.SH	株冶集团	141.5	35.9%	19.5	232.7%	20.1	7.9	13.8	8.1	9.2	8.6
601020.SH	华钰矿业	7.3	-9.5%	1.2	-32.9%	50.5	-0.8	14.5	-14.1	-	-
603132.SH	金徽股份	10.8	37.0%	4.1	61.5%	70.0	5.8	37.7	5.9	23.9	20.5
	合计	1338.6	38.8%	102.8	101.7%						
	平均值					35.4	8.8	18.0	8.8	16.7	14.4

资料来源：iFind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 iFind 一致预期

锡板块营收和利润双增，矿端标的弹性显著

受益于锡价中枢大幅上移和矿山放量，锡板块迎来营收和利润双增长。

2026H1，锡价创历史新高后高位震荡，LME 现货均价同比上涨约 57%，锡板块营收营收合计同比+47.6%；归母净利润合计同比平均+92.0%；毛利率为 41.0%，同比+0.2pct；净利率为 28.5%，同比+8.9pct。2026H1 矿端资源自给率决定盈利弹性：兴业银锡归母净利润同比+184.4%为板块最高，主要得益矿产能释放、矿产银产销量大幅增长（注：其矿产锡收入同比+6%，弹性主要来自银）；华锡有色毛利率同比+6.6pct，改善幅度最为明显。另外，锡业股份、华锡有色等拥有自有矿山的企业营收利润均实现增长，其中华锡有色锡精矿产量同比+12%。冶炼占比较高的锡业股份毛利率同比-1.1pct，盈利弹性弱于矿端标的。

2026Q2，锡价自历史高位回落，板块归母净利润环比普遍走低，但主因非经营性因素。其中，锡业股份二季度归母净利润环比-26.7%，主因固定资产报废处置及长期待摊费用一次性摊销（影响归母净利润约 4.5 亿元）；扣非后二季度环比+28.5%；兴业银锡二季度归母净利润环比-30.8%，扣非环比+3.9%。供给端，缅甸佤邦复产持续不及预期，矿端紧平衡格局延续。

从估值来看，2026 年样本锡企 PE 均值为 17.9x，2027 年降至 15.5x；其中锡业股份、兴业银锡在 15x 附近，华锡有色 22.9x，主要因中国五矿拟增资入主、实控人拟变更带来的资源整合预期。往后看，板块估值将围绕锡价中枢、矿端供给及资源整合进展变化。

图表 7：锡板块 2026H1 年中报总结

公司代码	公司名称	营收（亿元）		归母净利润（亿元）		毛利率（%）		净利率（%）		PE	
		2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026E	2027E
600301.SH	华锡有色	30.4	9.0%	5.3	39.8%	42.9	6.6	26.3	4.3	22.9	18.8
000960.SZ	锡业股份	315.7	49.7%	15.0	41.6%	11.2	-1.1	5.0	-0.3	15.0	13.5
000426.SZ	兴业银锡	42.8	73.1%	22.6	184.4%	68.8	0.2	54.3	22.6	15.7	14.1
	合计	388.9	47.6%	43.0	92.0%						
	平均值					41.0	0.2	28.5	8.9	17.9	15.5

资料来源：iFind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 iFind 一致预期

1.3 能源金属：价格中枢修复，资源与成本优势重塑盈利格局

镍钴板块营收利润同步增长，企业盈利分化加大。

2026H1，受益于产能释放及镍钴价格维持较高水平，镍钴板块营收和利润同步增长。样本企业营收同比+38.6%，归母净利润同比+38.9%；平均毛利率 24.4%，同比+3.7pct，平均净利率 13.4%，同比+2.0pct，板块整体盈利能力有所改善。印尼镍产业链新增产能持续释放，叠加成本优势，资源及一体化布局较强企业盈利表现相对突出。力勤资源归母净利润同比+91.9%，毛利率同比+5.6pct；腾远钴业、中伟新材、华友钴业等受产销量增长带动，营收和利润亦实现较快增长。

企业盈利表现进一步分化，产能释放、成本控制及业务结构成为主要影响因素。力勤资源、中伟新材受益于印尼新增产能爬坡及项目放量，盈利改善较为明显；腾远钴业、华友钴业则受到原辅料价格上涨、汇兑波动等因素扰动，盈利增速与收入增速出现一定分化；寒锐钴业收入保持增长，但利润表现相对偏弱。整体来看，镍钴价格上涨并未带来板块企业盈利的同步改善，资源禀赋、一体化程度及成本管控能力成为决定企业盈利弹性的核心差异。

从估值来看，2026 年样本镍钴企业 PE 均值约 14.7x，其中华友钴业、腾远钴业、伟明环保处于 8-11x 附近；2027 年 PE 均值进一步降至 11.3x。H 股力勤资源 2026E/2027E PE 约 5.3x/4.4x，明显低于板块整体水平。向后看，印尼镍产业政策、海外新增产能释放节奏、镍钴价格及原料成本变化仍将影响板块盈利表现，资源端保障能力、成本优势及一体化布局将继续决定企业间盈利分化。

图表 8：镍钴板块 2026H1 年中报总结

公司代码	公司名称	营收（亿元）		归母净利润（亿元）		毛利率（%）		净利率（%）		PE	
		2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026E	2027E
300919.SZ	中伟新材	335.8	57.5%	13.0	77.8%	13.3	1.2	5.4	2.1	13.6	11.2
603799.SH	华友钴业	555.7	49.4%	35.1	29.4%	19.6	3.7	9.3	0.0	8.5	6.6
300618.SZ	寒锐钴业	39.1	23.3%	1.0	-22.5%	16.6	4.2	2.2	-1.8	40.8	28.0
301219.SZ	腾远钴业	60.9	72.4%	8.8	87.8%	25.8	0.1	14.3	1.0	7.8	7.6
002340.SZ	格林美	179.9	2.4%	10.8	34.7%	13.5	1.1	6.5	1.7	15.9	11.2
603568.SH	伟明环保	30.7	-21.4%	9.3	-34.8%	46.9	-2.1	32.2	-5.6	11.1	9.8
2245.HK	力勤资源	253.6	39.8%	27.4	91.9%	25.4	5.6	17.3	4.9	5.3	4.4
3833.HK	新疆新鑫矿业	12.4	13.6%	2.5	248.1%	34.4	15.6	19.9	13.6	6.8	6.0
	合计	1468.0	38.6%	107.8	38.9%						
	平均值					24.4	3.7	13.4	2.0	14.7	11.3

资料来源：iFind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 iFind 一致预期

1.4 战略小金属：景气分化加剧，钨稀土走强、钛材承压

受益于钨价中枢上移、资源端盈利释放及下游顺价传导，钨板块营收和利润实现较快增长。

2026H1，钨价均价大幅上移，板块 12 家公司合计营收 676 亿元，同比约+94%；归母净利润 77 亿元，同比约+2.6 倍；毛利率均值 41.8%，同比+13.0pct；净利率均值 22.3%，同比+12.8pct。资源自给率是影响利润成色的重要因素之一：中钨高新归母净利润 20.8 亿元（+307%），矿山端净利已超全部账面利润。刀具及硬质合金顺价放量：鼎泰高科+325%（PCB 微钻绑定 AI 需求）；欧科亿、翔鹭钨业、博云新材低基数下分别+477 倍、+25 倍、+19 倍。全产业链公司国外收入增速均超 130%，海外溢价与出口管制下的订单转移是涨价红利的主要兑现方向。

2026Q2，钨价自高位回落，板块盈利边际承压。国内 APT 回落至约 60 万元/吨（内外价差约 3 倍），硬质合金价格较峰值回调约 50%，8 月钨精矿、钨铁及 APT 产量连续三个月下降。中钨高新冶炼加工计提存货跌价 7.01 亿元、利润基本被侵蚀；厦门钨业计提减值 12.78 亿

元、侵蚀近半利润；博云新材价差扩张或难以长期持续。

2026 年样本钨企 PE 均值 57.1x，受少数高估值标的拉动，中位数约 28.8x；2027 年降至 41.0x。钨精矿价格横盘逾月，下半年关注开采配额、补库与三季度出口形势，资源自给率与高端制品布局决定盈利分化的持续性。

图表 9：钨板块 2026H1 年中报总结

公司代码	公司名称	营收（亿元）		归母净利润（亿元）		毛利率（%）		净利率（%）		PE	
		2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026E	2027E
000657.SZ	中钨高新	163.8	108.8%	20.8	306.8%	30.4	9.2	13.5	6.3	30.0	25.7
600549.SH	厦门钨业	350.1	82.6%	22.0	126.4%	21.8	4.3	9.1	1.6	16.0	13.3
002378.SZ	章源钨业	58.5	143.7%	6.9	497.4%	25.2	11.0	11.8	7.0	25.1	24.0
688257.SH	新锐股份	20.6	80.4%	5.7	460.5%	49.1	17.1	28.9	18.5	25.2	21.0
688308.SH	欧科亿	12.1	100.0%	3.7	47734.2%	46.0	30.6	30.5	30.6	23.8	20.8
688059.SH	华锐精密	6.2	19.7%	2.4	178.3%	55.8	18.3	38.3	21.8	27.0	22.9
002842.SZ	翔鹭钨业	26.3	182.9%	4.8	2522.4%	32.0	21.7	18.3	16.3	-	-
301377.SZ	鼎泰高科	19.4	114.9%	6.8	325.1%	55.9	16.7	34.9	17.3	123.2	67.2
002297.SZ	博云新材	7.5	88.3%	1.7	1911.6%	44.4	23.3	23.2	21.2	-	-
688028.SH	沃尔德	4.2	24.5%	0.6	34.0%	46.6	2.6	14.1	1.2	139.0	111.6
300179.SZ	四方达	3.7	43.8%	0.8	46.9%	47.6	-0.6	16.9	6.1	125.9	72.9
300488.SZ	恒锋工具	3.8	13.6%	1.1	41.3%	46.9	2.2	27.8	5.4	35.9	31.1
	合计	676.3	94.0%	77.1	259.8%						
	平均值					41.8	13.0	22.3	12.8	57.1	41.0

资料来源：iFind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 iFind 一致预期

钛板块营收利润双降，盈利中枢同比下移

受军品采购节奏延后与民用钛材需求疲弱影响，钛板块营收利润双降。

2026H1，海绵钛价格小幅回落，钛板块营收同比-2.3%；归母净利润同比-31.1%；毛利率 21.0%，同比-4.4pct；净利率 8.5%，同比-4.4pct。行业呈现“军需强、民品弱”格局，军品提货节奏变化使钛材企业普遍承压：天工股份归母净利润-83.4%降幅最大，主因消费电子订单阶段性减少；西部超导-36.8%，高端钛合金收入同比-23.4%，受提货节奏变化及部分产品降价影响；宝钛股份、金天钛业分别-29.1%、-19.0%。唯一双增的是上游海绵钛龙头金达股份（营收+18.7%、归母净利润+16.7%），受益钛矿降价与高端海绵钛放量，毛利率同比+2.2pct。

2026Q2，板块归母净利润环比回升，但更多反映低基数与非经常性收益，而非需求实质回暖：西部超导二季度归母净利润 3.01 亿元，环比+587.7%，其中约 2.06 亿元来自公允价值变动收益；西部材料+287.0%、天工股份增加 1051 万元均对应一季度极低基数（天工 Q1 归母仅约 10 万元）；金达股份+68.6%，是少数由基本面驱动的改善。相比看，宝钛、金天二季度仍-30.2%、-25.6%，板块盈利尚未出现拐点信号。

从估值来看，2026 年样本钛企 PE 均值 55.3x，盈利下滑反而推高估值，宝钛股份 27.1x 最低、西部材料 96.8x 最高；2027 年降至 88.9x。估值消化依赖“十五五”装备采购落地节奏与民品需求回暖；若采购恢复不及预期、海绵钛产能继续投放，板块盈利与估值或继续承压。

图表 10：钛板块 2026H1 年中报总结

公司代码	公司名称	营收（亿元）		归母净利润（亿元）		毛利率（%）		净利率（%）		PE	
		2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026E	2027E
600456.SH	宝钛股份	30.0	1.2%	1.5	-29.1%	18.7	-3.7	6.2	-2.2	27.1	22.5
688122.SH	西部超导	26.1	-4.1%	3.5	-36.8%	30.1	-8.6	15.4	-6.7	42.4	35.7
002149.SZ	西部材料	13.6	-11.4%	0.4	-26.8%	17.5	-0.1	3.6	-1.0	96.8	88.9
688750.SH	金天钛业	3.4	7.5%	0.3	-19.0%	28.2	-6.1	9.6	-3.2	-	-
920068.BJ	天工股份	2.3	-37.0%	0.1	-83.4%	12.0	-9.9	3.8	-13.3	55.0	42.0
A06710.BJ	金达股份	10.4	18.7%	1.3	16.7%	19.4	2.2	12.4	-0.2	-	-
	合计	85.9	-2.3%	7.1	-31.1%						
	平均值					21.0	-4.4	8.5	-4.4	55.3	47.3

资料来源：iFind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 iFind 一致预期

稀土板块营收利润双增，利润集中于上游资源端

受益于稀土价格中枢上移，稀土板块营收利润双增。

2026H1，氧化镨钕均价 73.1 万元/吨，同比+73.6%，板块 4 家公司合计营收 387 亿元，同比约+31%；归母净利润 36 亿元，同比约+132%；毛利率均值 15.5%，同比+5.8pct；净利率均值 13%，同比+6.6pct。供给端总量调控收紧、进口矿与回收减量，价格弹性向上游资源端集中：北方稀土归母净利润 20.53 亿元（+120%），主要产品产量创同期新高；盛和资源+135%（量价协同）；中稀有色低基数下+457%（上年同期仅 0.72 亿元）；中国稀土+47%。中国稀土、中稀有色营收分别-12%、-6%，系主动缩减贸易业务，稀土主业收入仍正增长。

2026Q2，氧化镨钕自 2 月 89 万元/吨高点回落，板块盈利环比分化：盛和资源、中稀有色、北方稀土二季度归母净利润环比分别+71%、+36%、约+24%；中国稀土环比-29%（营收环比持平、净利率回落 4.8pct）。6 月稀土列入战略性矿产目录，MP Materials 等 10 家美国实体被列入出口管制名单。

2026 年样本稀土企业 PE 均值 56.5x，中国稀土 130.8x 最高、盛和资源 24.4x 最低；2027 年总体降至 47.1x。板块利润与稀土价格高度线性相关，出口管制执行节奏、开采配额增量与海外矿山放量是价格中枢的核心变量。

图表 11：稀土板块 2026H1 年中报总结

公司代码	公司名称	营收（亿元）		归母净利润（亿元）		毛利率（%）		净利率（%）		PE	
		2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026H1	YoY	2026E	2027E
000831.SZ	中国稀土	16.5	-12.2%	2.4	46.5%	22.4	9.0	14.7	6.0	130.8	112.2
600111.SH	北方稀土	258.0	36.7%	20.5	120.5%	15.0	2.8	9.7	3.0	30.2	24.3
600259.SH	中稀有色	25.1	-6.4%	4.0	456.5%	11.8	7.2	15.6	13.6	40.8	32.5
600392.SH	盛和资源	87.6	41.8%	8.9	135.2%	12.6	4.2	10.4	3.9	24.4	19.2
	合计	387.1	30.8%	35.8	132.1%						
	平均值					15.5	5.8	12.6	6.6	56.5	47.1

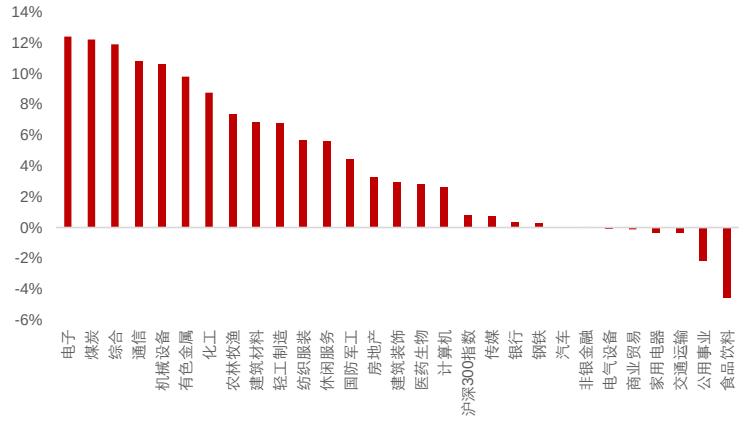
资料来源：iFind，五矿证券研究所

备注：2026-2027 年 PE 来自 iFind 一致预期

二、市场行情：有色行情分化演绎，聚焦供给约束品种

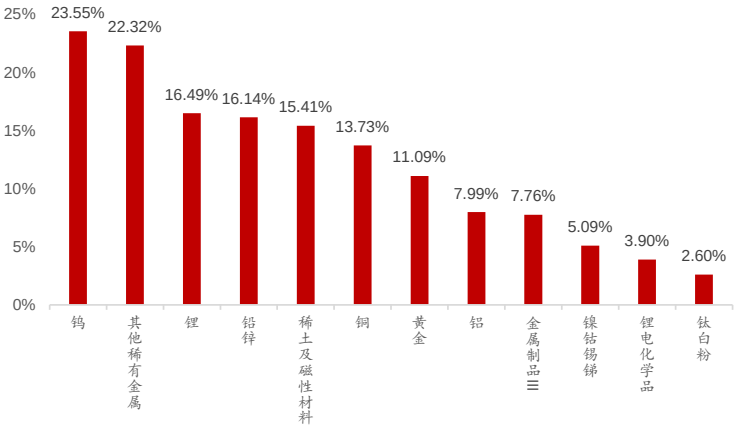
二级市场：有色板块月度表现回暖，钨板块涨幅居前

图表 12：有色金属板块月度表现回升



资料来源：iFinD，五矿证券研究所（注：截至 2026 年 8 月 31 日）

图表 13：8 月二级板块中钨领涨



资料来源：iFinD，五矿证券研究所（注：截至 2026 年 8 月 31 日）

2.1 工业金属：矿端约束延续，产业链利润分化加剧

图表 14：工业金属关键指标月度变化（2026 年 8 月）

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	10.91	3.2%	10.6%	-
		现货TC	美元/吨	-194.3	-21.6%	-332.2%	-
		长单TC	美元/吨	-	-	-	-
	利润	铜精矿现货冶炼盈亏	元/吨	-682.64	27.0%	194.2%	-
		铜精矿长单冶炼盈亏	元/吨	0	0.0%	-	-
	供需	中国电解铜产量	万吨	120.6	5.6%	10.5%	10.5%
		中国电解铜表消（M-1）	万吨	138.25	13.6%	-0.7%	-0.7%
	库存	LME铜库存	万吨	20.78	-14.8%	43.0%	-
		COMEX铜库存	万吨	66.89	2.8%	47.5%	-
		SHFE铜库存期货	万吨	0.00	-	-	-
铝	价格	铝土矿-澳矿CIF	美元/吨	1974.3332	0.0%	0.0%	-
		氧化铝	元/吨	2720	-	-	-
		沪铝	万元/吨	2.40	1.4%	6.7%	-
	利润	预焙阳极价格	元/吨	5872.5	-0.9%	3.6%	-
		电解铝完全成本	万元/吨	1.61	-0.3%	0.3%	-
		电解铝即时毛利	元/吨	7,940	12.8%	47.8%	-
	供需	氧化铝产能利用率		99.9%	-	-	-
		电解铝产能利用率		80.4%	-	-	-
		电解铝产量	万吨	388.4	0.4%	2.3%	2.3%
	库存	LME铝库存	万吨	24.67	-6.7%	-51.8%	-
		SHFE铝库存	万吨	39.15	-12.8%	204.6%	-
铅	价格	沪铅价格	万元/吨	1.63	4.4%	-5.9%	-
		Pb50国产TC	元/金属吨	150	0.0%	-50.0%	-
	利润	铅冶炼利润	元/吨	1080.7	-0.8%	-12.1%	-
		规模再生铅利润	元/吨	-708	20.0%	-91.4%	-
	供需	中国精铅产量	万吨	51.23	-3.1%	-7.2%	-7.2%
		原生铅开工率		63.8%	-	-	-
		再生铅开工率		40.3%	-	-	-
	库存	LME铅库存	万吨	40.63	-7.9%	67.9%	-
		SHFE铅库存	万吨	7.31	2.1%	169.9%	-
锌	价格	沪锌价格	万元/吨	2.64	5.8%	13.1%	-
		ZN50国产平均加工费	元/金属吨	-1850	-60.9%	-223.3%	-
	利润	矿企利润测算	元/金属吨	16394	18.7%	63.5%	-
		冶炼厂利润测算	元/吨	-4464	-19.5%	-139.0%	-
	供需	中国锌精矿产量	万金属吨	34.65	-1.7%	-9.7%	-9.7%
		中国精锌产量	万吨	57.22	2.6%	0.7%	0.7%
	库存	LME锌库存	万吨	9.80	-1.9%	-9.0%	-
		SHFE锌库存	万吨	15.37	1.4%	110.6%	-
锡	价格	沪锡	万元/吨	41.90	-2.1%	27.9%	-
		锡精矿加工费40%云南	元/吨	18000	0.0%	50.0%	-
		锡精矿加工费60%广西	元/吨	14000	0.0%	75.0%	
	利润	锡锭冶炼利润	元/吨	4000	0.0%	300.0%	-
	供需	锡精矿进口（M-1）	万实物吨	1.70	0.0%	66.4%	66.4%
		中国精锡产量	万吨	1.59	3.9%	-1.8%	-1.8%
	库存	LME锡库存	万吨	0.56	-7.7%	2.4%	-
		SHFE锡期货库存	万吨	0.68	0.0%	-8.0%	-
镍	价格	沪镍收盘价	万元/吨	12.72	-3.5%	-4.5%	-
		NPI较沪镍升贴水	万元/镍吨	-1.32	24.0%	67.6%	-
		硫酸镍较沪镍升贴水	万元/镍吨	1.51	-5.1%	263.7%	-
	库存	LME镍库存	万吨	26.8362	0.8%	5.2%	-
		中国社会库存	万吨	13.03	-0.9%	121.1%	-
		全球显性库存	万吨	40.01	0.2%	26.5%	-
	利润	中国NPI冶炼利润	元/镍	110.14	-21.2%	395.5%	-
		中国MHP生产硫酸镍冶炼利润	元/吨	-	-	-	-
	供给	中国电镍产量	万吨	3.47	29.7%	10.5%	-
		中国硫酸镍产量	万镍吨	5.24	15.5%	11.5%	32.2%
		中国+印尼NPI产量	万镍吨	16.55	-8.2%	-2.0%	-
	需求	中国300系不锈钢产量	万吨	185.81	6.4%	25.0%	0.9%
		中国三元前驱体产量	万吨	-	-	-	-

资料来源：Wind，SMM，Mysteel，五矿证券研究所

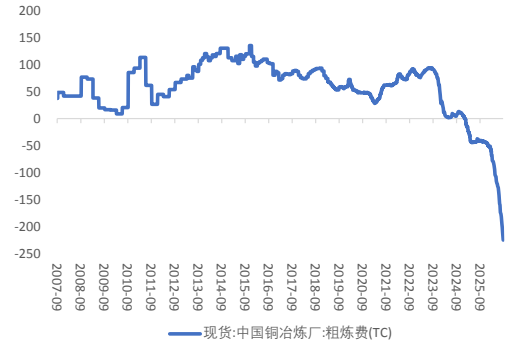
铜：TC 低位屡创新低，冶炼利润承压

图表 15：铜价格与基差（万元/吨，元/吨）



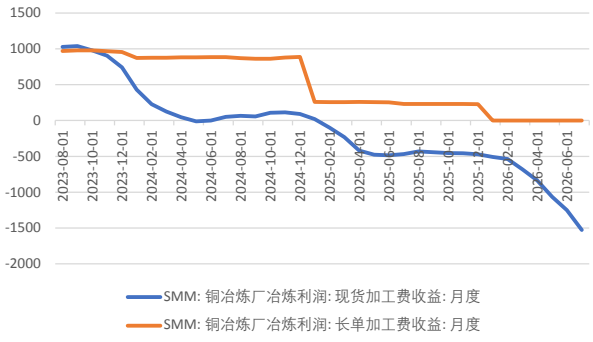
资料来源：iFinD，SMM，五矿证券研究所

图表 16：现货:中国铜冶炼厂:粗炼费 TC（美元/吨）



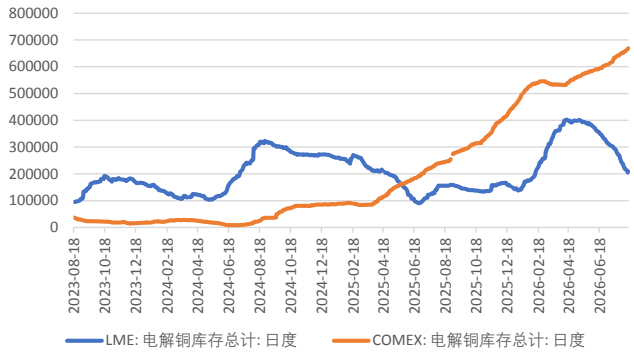
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 17：铜精矿冶炼盈亏（元/吨）



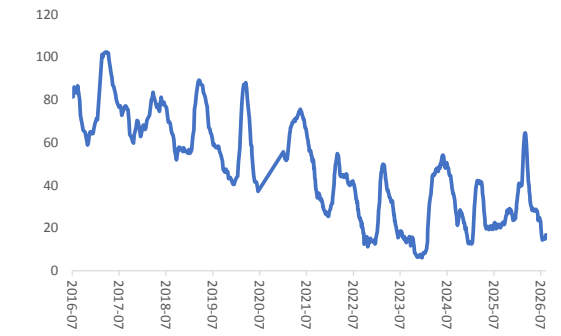
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 18：LME 及 Comex 铜库存（万吨）



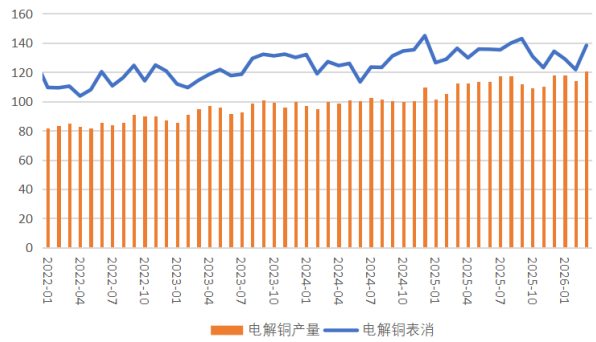
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 19：SMM 中国电解铜社会库存（万吨）



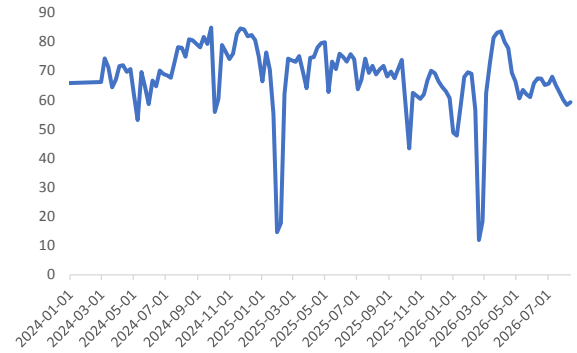
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 20：中国电解铜表观消费量（万吨）



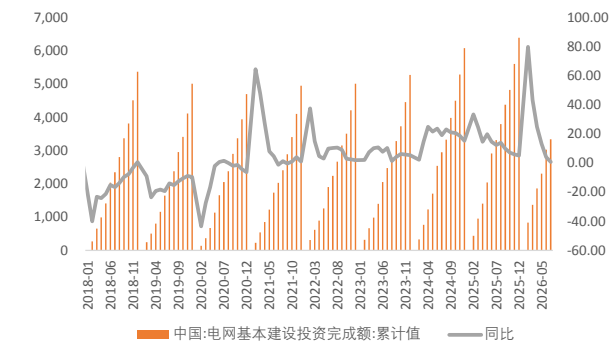
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 21：电解铜制杆周度开工率（%）



资料来源：SMM，五矿证券研究所

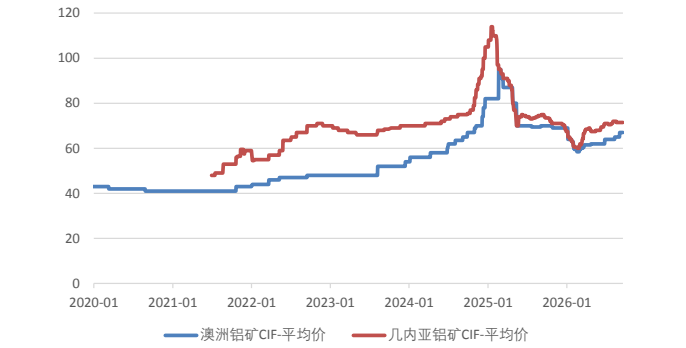
图表 22：中国电网基本建设投资完成额（亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

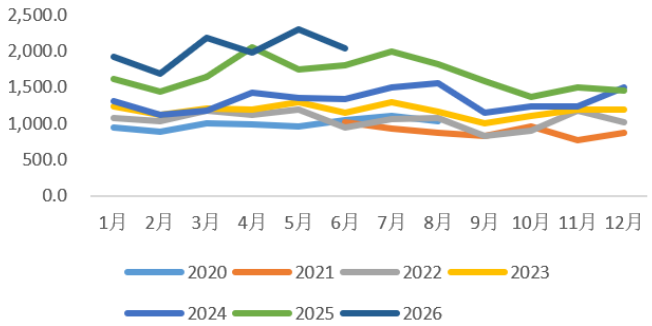
铝：电解铝利润高位，关注产能价值重估

图表 23：铝土矿 CIF 价格（美元/吨）



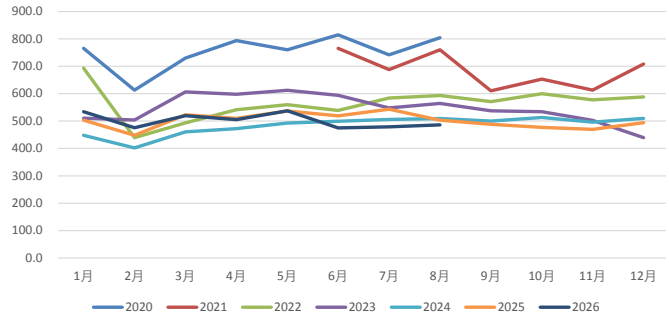
资料来源：Wind，SMM，五矿证券研究所

图表 24：中国进口铝土矿（万吨）



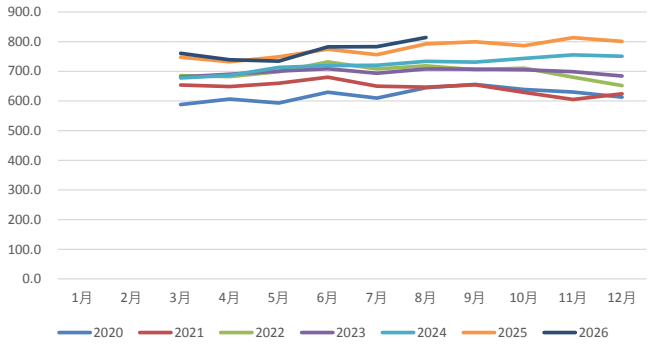
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 25：中国铝土矿产量处于历史低位（万吨）



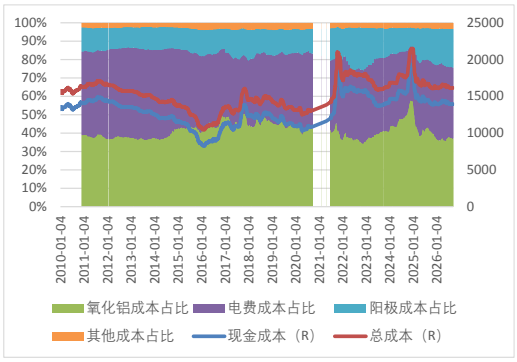
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 26：中国氧化铝产量（万吨）



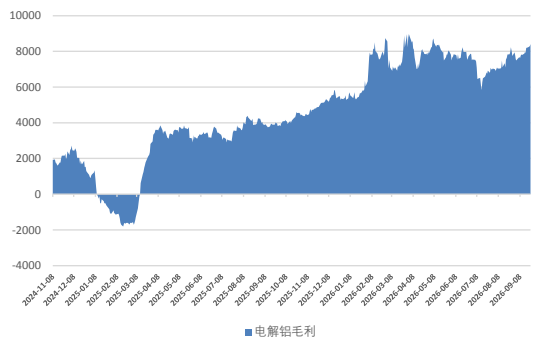
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 27：中国电解铝成本结构（元/吨）



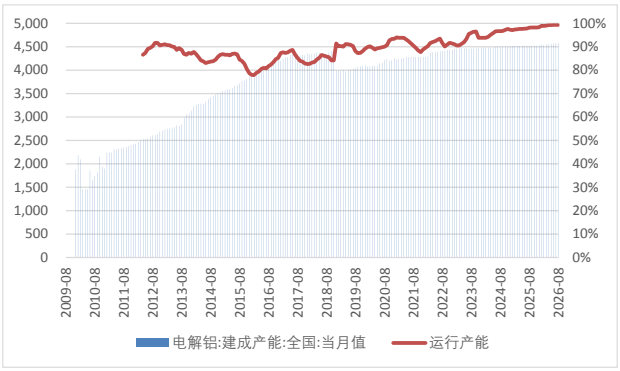
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 28：中国电解铝毛利跟踪（元/吨）



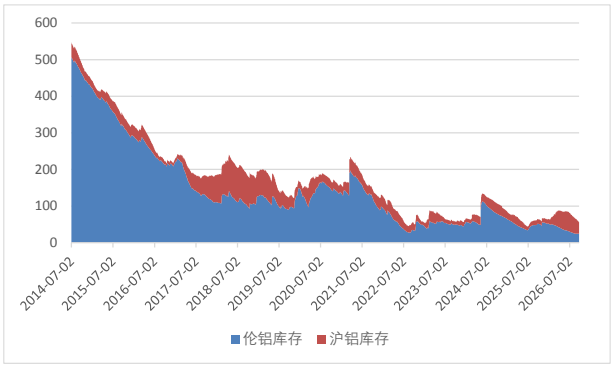
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 29：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

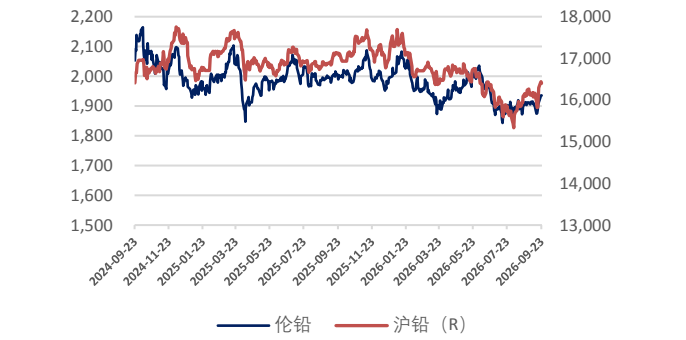
图表 30：全球铝期货库存（万吨）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

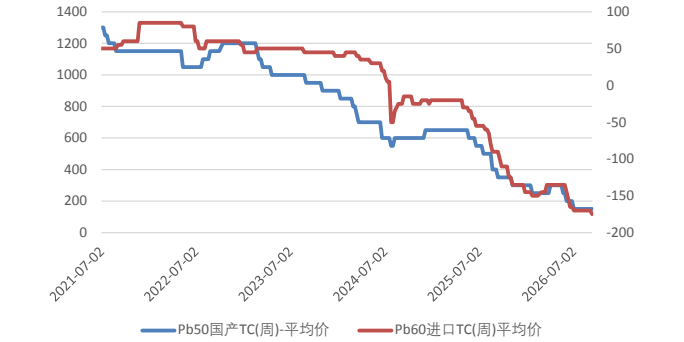
铅：铅精矿 TC 低位，行业亏损延续

图表 31：伦铅与沪铅价格（美元/吨，元/吨）



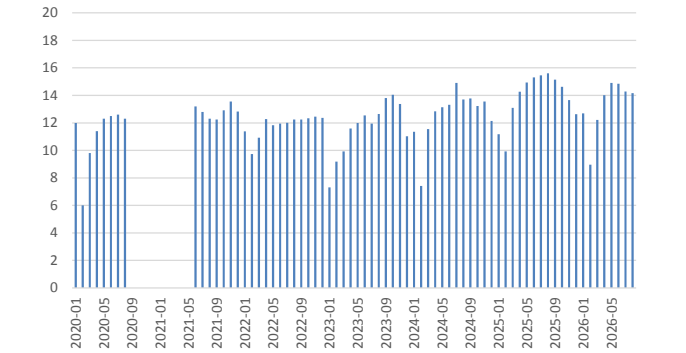
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 32：铅精矿 TC 再创新低（元/吨，美元/干吨）



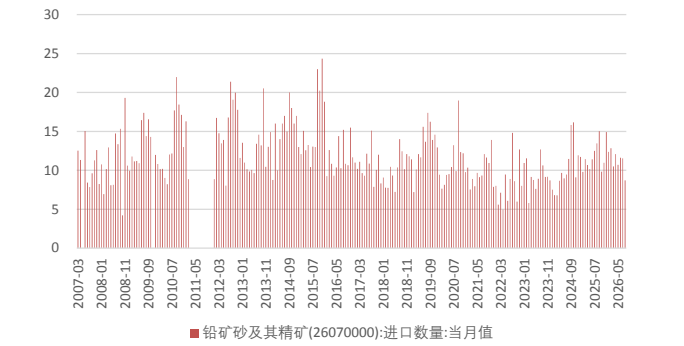
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 33：中国铅精矿产量（万金属吨）



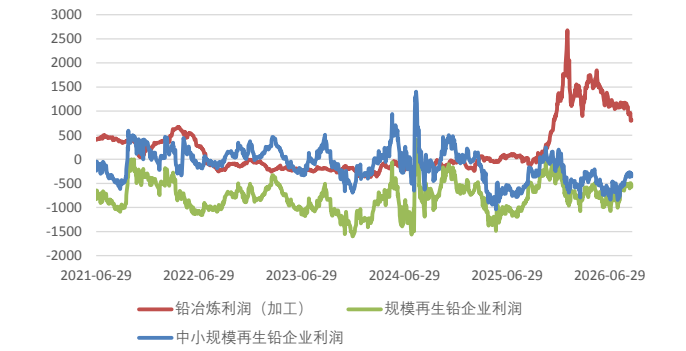
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 34：中国铅精矿进口（万吨）



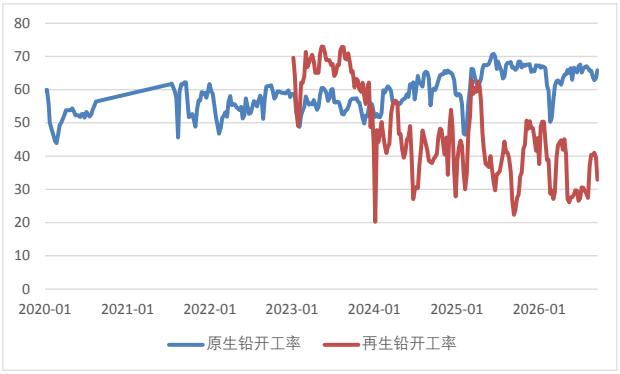
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 35：铅产业链利润跟踪（元/吨）



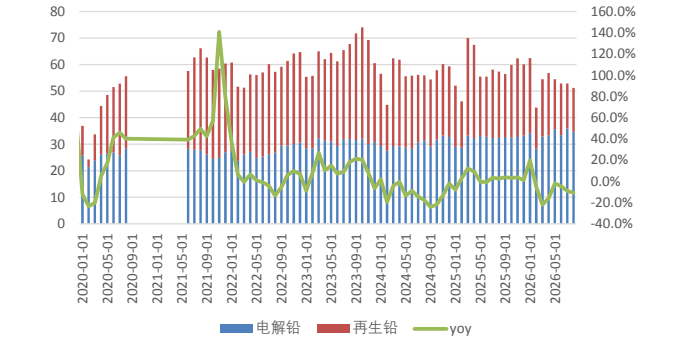
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 36：铅冶炼开工率（%）



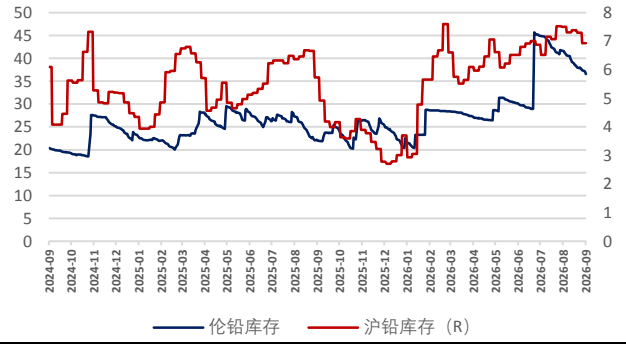
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 37：中国精炼铅产量（万吨）



资料来源：SMM，五矿证券研究所

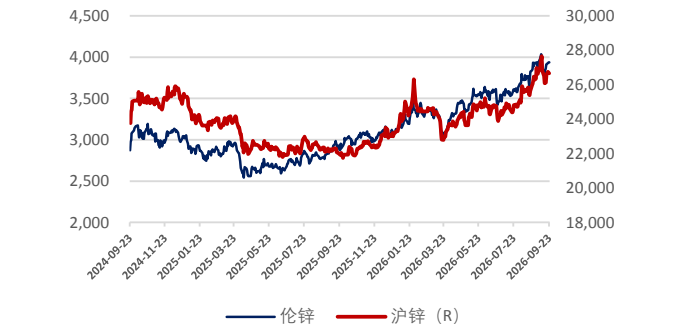
图表 38：全球铅期货库存（万吨，万吨）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

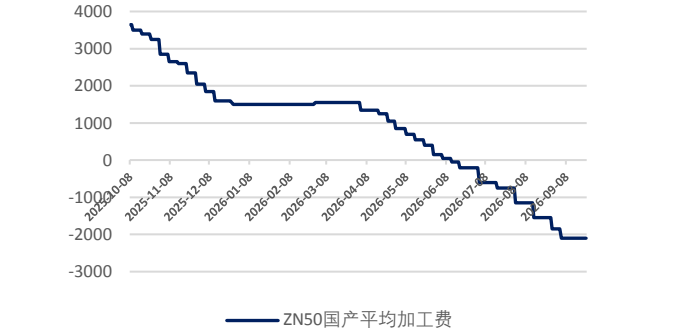
锌：TC 深度负值，减产开启

图表 39：伦锌与沪锌价格（美元/吨，元/吨）



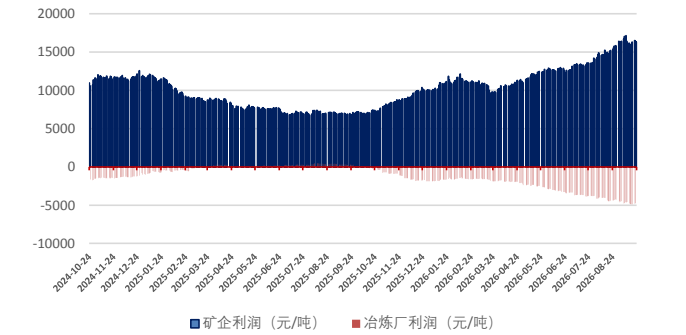
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 40：ZN50 国产平均加工费（元/吨）



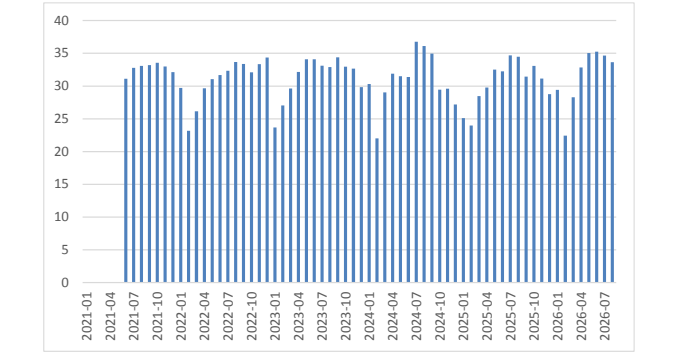
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 41：锌产业链利润跟踪（元/吨）



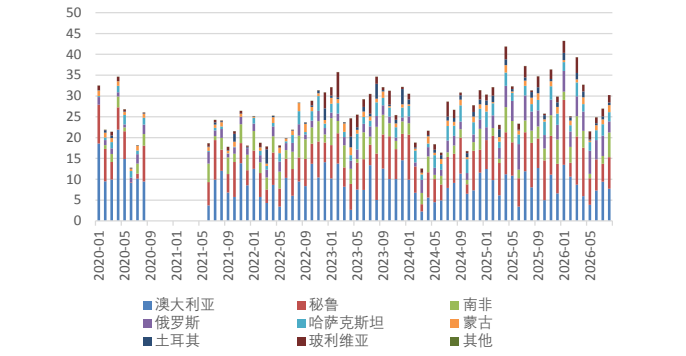
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 42：中国锌精矿产量（万吨）



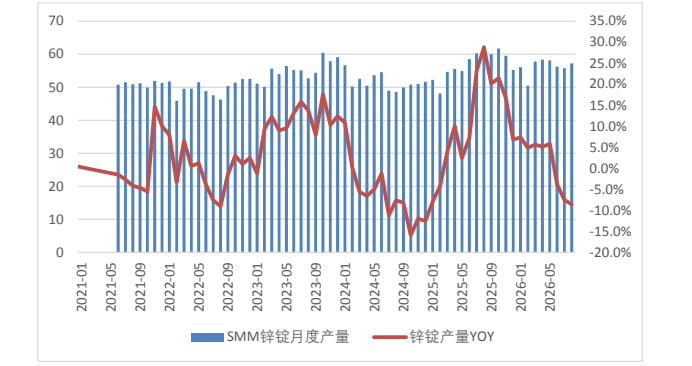
资料来源：Wind， 五矿证券研究所

图表 43：中国进口锌精矿（万吨）



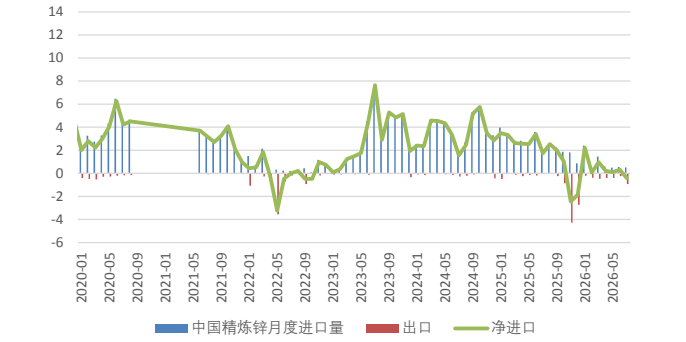
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 44：中国锌锭产量（万吨）



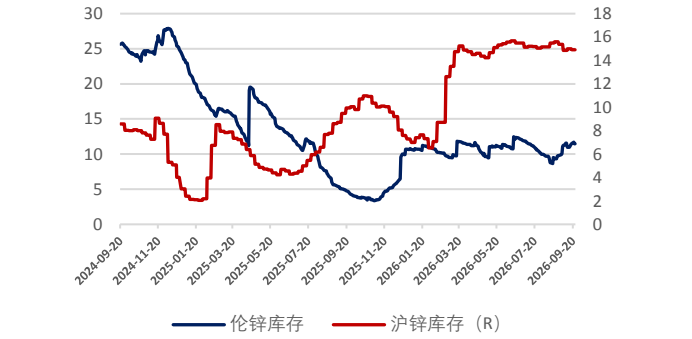
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 45：中国精锌进出口（万吨）



资料来源：SMM， 五矿证券研究所

图表 46：全球锌期货库存（万吨，万吨）

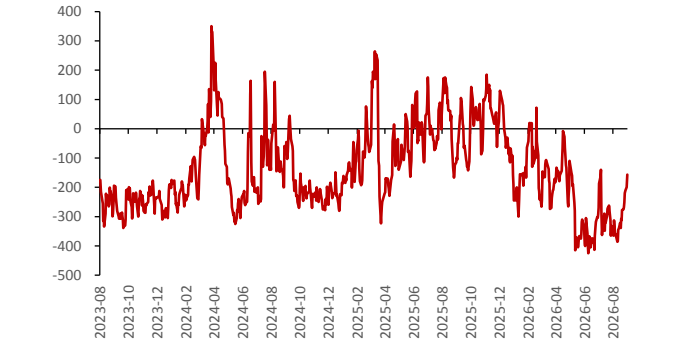


资料来源：Wind， 五矿证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

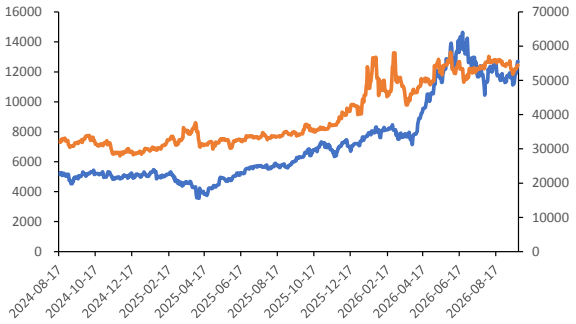
锡：矿端三重压力，紧平衡格局支撑价格

图表 47：LME 锡 cash-3M 升贴水（美元/吨）



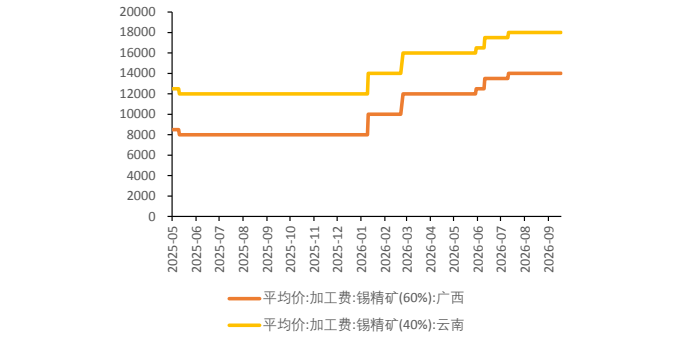
资料来源：iFinD,五矿证券研究所

图表 48：费城半导体指数及 LME 锡价拟合（美元/吨）



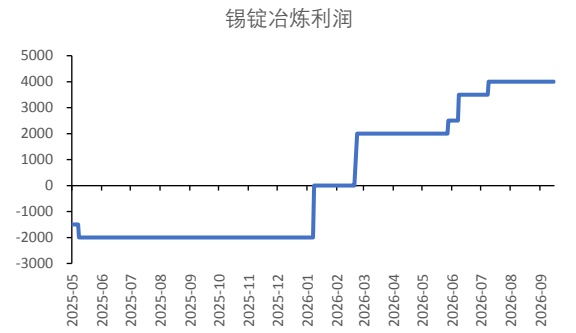
资料来源：iFinD,五矿证券研究所

图表 49：锡精矿加工费再走低（元/吨）



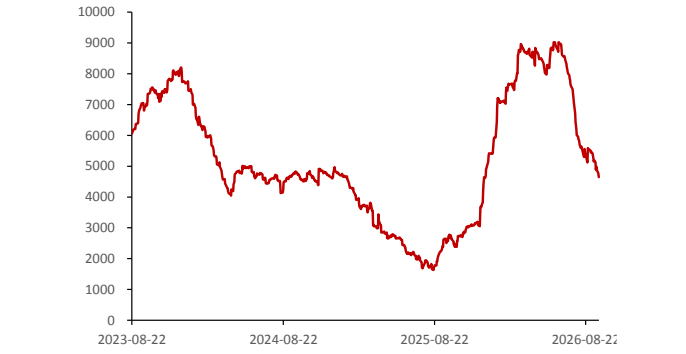
资料来源：iFinD,五矿证券研究所

图表 50：锡锭冶炼利润（元/吨）



资料来源：iFinD,五矿证券研究所

图表 51：LME 锡锭库存（吨）



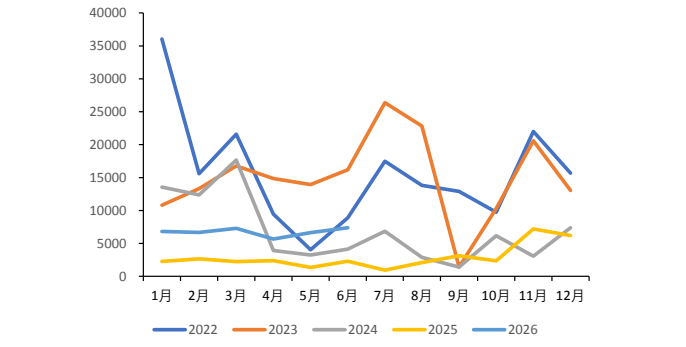
资料来源：iFinD,五矿证券研究所

图表 52：中国锡锭社会库存（吨）



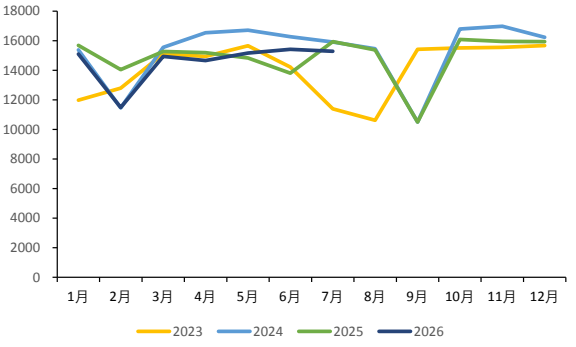
资料来源：iFinD,五矿证券研究所

图表 53：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 54：中国锡锭产量（吨）



资料来源：SMM,五矿证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

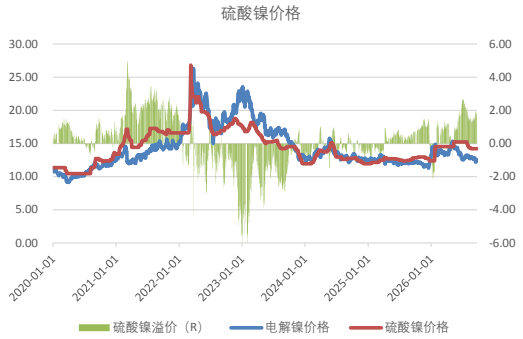
镍：库存继续累积，成本支撑底部

图表 55：NPI 较电镍升贴水（万元/吨）



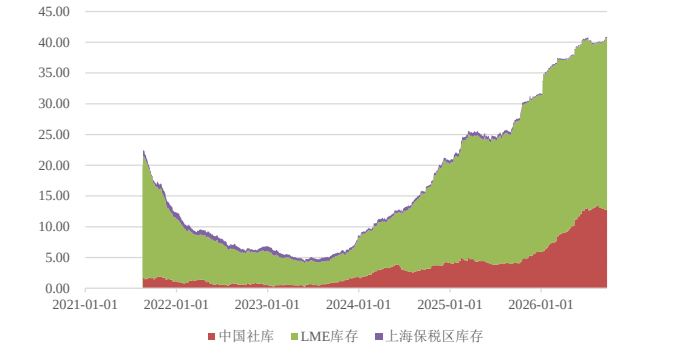
资料来源：Wind，SMM,五矿证券研究所

图表 56：硫酸镍较纯镍升贴水（万元/吨）



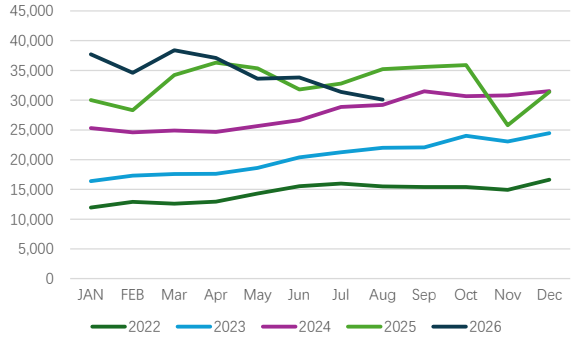
资料来源：Wind，SMM，五矿证券研究所

图表 57：全球镍显性库存恢复至 2021 年以来高位（万吨）



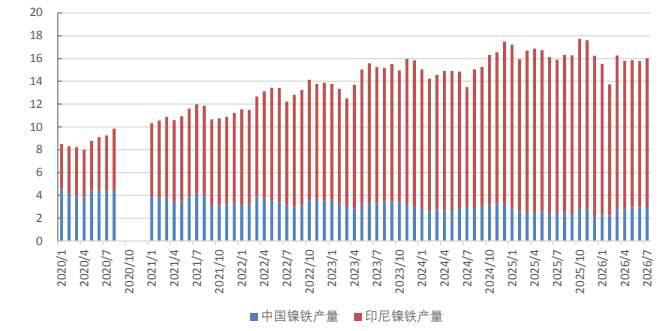
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 58：中国电镍产量历史同期高位（吨）



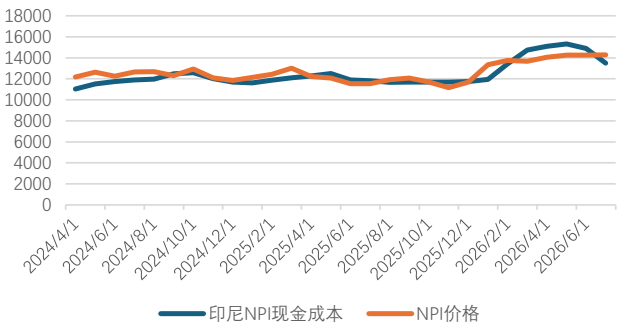
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 59：中国&印尼镍铁产量（万镍吨）



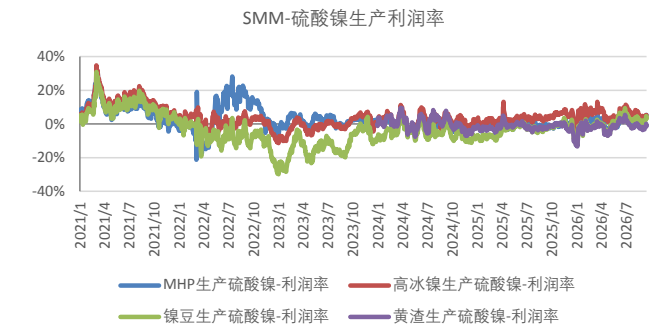
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 60：印尼 NPI 利润跟踪（美元/吨）



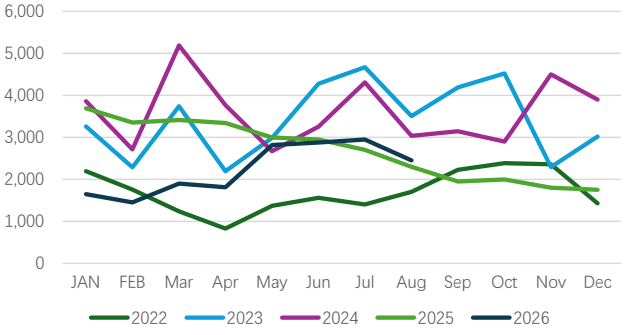
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 61：进口原料生产硫酸镍利润（%）



资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 62：中国前驱体镍需求测算（吨）



资料来源：SMM,五矿证券研究所

2.2 其他金属：供给刚性支撑价格，品种景气强弱分化

图表 63：小金属关键指标月度变化（2026 年 8 月）

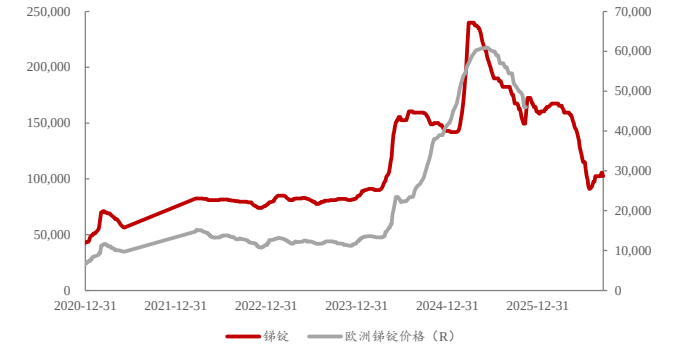
金属品种		名称	单位	数值	月涨幅/环比	年涨幅/累计同比
锑	价格	国际现货价	美元/吨	49,000	-5.8%	17.4%
		中国锑精矿50%均价	万元/金属吨	8.75	20.7%	-27.7%
		锑锭99.65%国产平均价	万元/吨	10.25	12.6%	-28.3%
	供需	中国锑矿进口(M-1)	实物吨	-	-	-
		中国锑锭产量	万吨	0.65	12.9%	48.1%
		中国焦锑酸钠产量	万吨	0.18	0.8%	-30.0%
钨	价格	黑钨精矿65%国产	万元/吨	41.80	1.2%	193.3%
		APT	万元/吨	59.80	-2.0%	184.1%
		钨粉	元/公斤	940	-6.0%	198.9%
		碳化钨粉	元/公斤	890	-4.3%	187.6%
	利润	仲钨酸铵平均利润	元/吨	-1,121	-110.4%	55.4%
	供需	仲钨酸铵产量	吨	11,500	-3.3%	-6.8%
钼	价格	钼精矿40-50%	元/吨度	5,395	1.1%	50.7%
		钼铁：上海现货	万元/吨	34.07	1.2%	45.2%
	供需	中国钼精矿产量	万吨	2.53	-2.1%	7.8%
		中国钼铁产量	万吨	2.54	-2.2%	12.0%
		中国主流钢厂钢招量	万吨	-	-	-
钛	价格	钛精矿＞47%：四川	元/吨	1,270	-9.3%	-40.9%
		2#海绵钛	万元/吨	4.35	-2.2%	0.0%
		金红石型钛白粉：硫酸法	万元/吨	1.40	-3.8%	-4.4%
	供需	中国钛精矿产量	万吨	63	-5.4%	1.9%
		中国钛矿净进口（M-1）	万实物吨	34.35	-0.4%	0.3%
		中国海绵钛产量	万吨	2.635	3.1%	10.8%
稀土	价格	中钇富铕矿	万元/吨	24.75	-1.0%	45.6%
		氧化镨钕	万元/吨	0.00	-	-100.0%
		氧化铽	元/公斤	6,775	0.7%	21.0%
		氧化镝	元/公斤	1,460	4.3%	-9.3%
	利润	氧化镨钕盈利	万元/吨	-39.96	-500.3%	-795.8%
		镨钕金属利润	万元/吨	-0.19	-5709.4%	-144.2%
	供需	氧化镨钕月度产量	万吨	0.86	10.0%	8.7%
		钕铁硼月度产量	万吨	-	-	-
		钕铁硼产能利用率		-	-	-
		氧化镨钕供需平衡(M-1)	吨	-	-	-

资料来源：Wind，SMM，Mysteel，安泰科，五矿证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

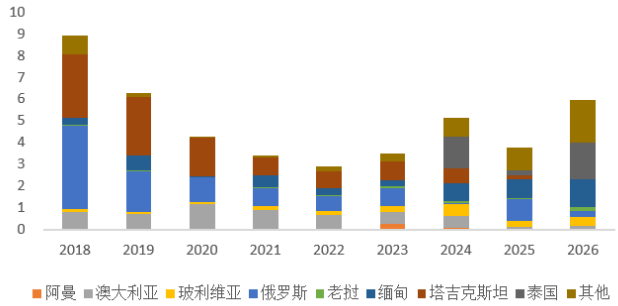
锑：内外价差收缩支撑价格，短期震荡不改长期上行

图表 64：内外价差收缩（元/吨，美元/吨）



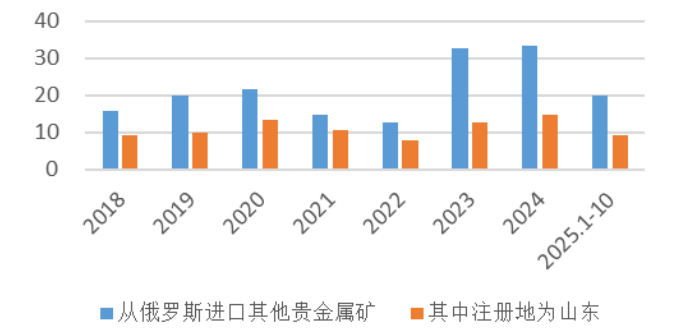
资料来源：Wind，Argus，五矿证券研究所

图表 65：中国进口锑精矿（万吨）



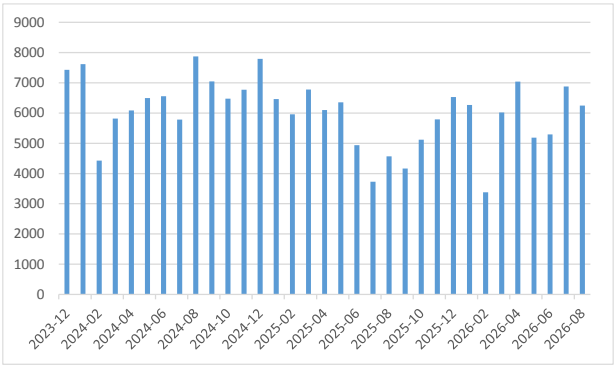
资料来源：海关数据平台， 五矿证券研究所

图表 66：中国从俄罗斯进口其他贵金属矿（万吨）



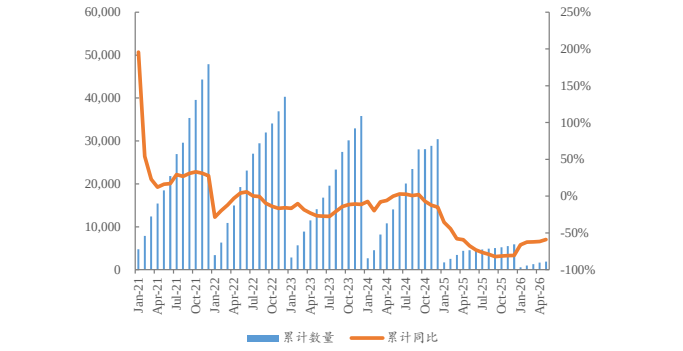
资料来源：海关数据平台， 五矿证券研究所

图表 67：中国锑锭产量（吨）



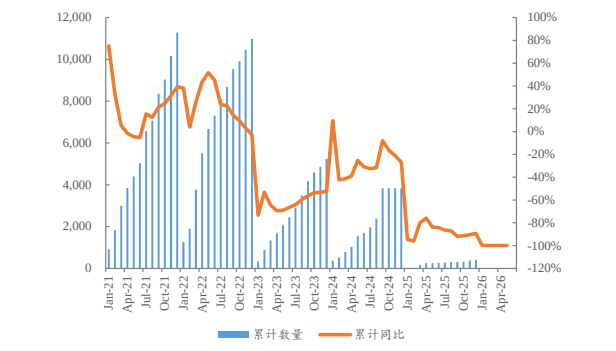
资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 68：中国氧化锑出口（吨）



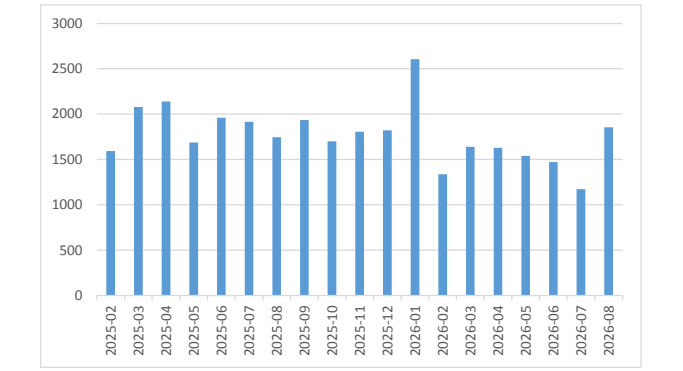
资料来源：海关数据平台， 五矿证券研究所

图表 69：中国锑锭出口（吨）



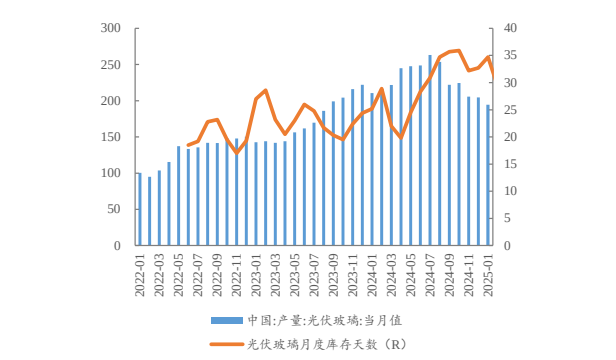
资料来源：海关数据平台， 五矿证券研究所

图表 70：中国焦锑酸钠产量（吨）



资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 71：光伏玻璃库存（万吨，天）

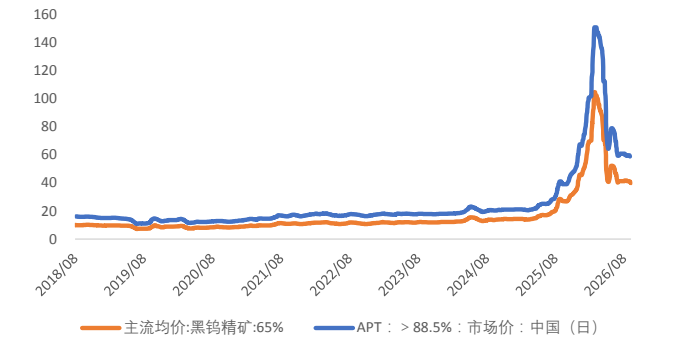


资料来源：Wind,五矿证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

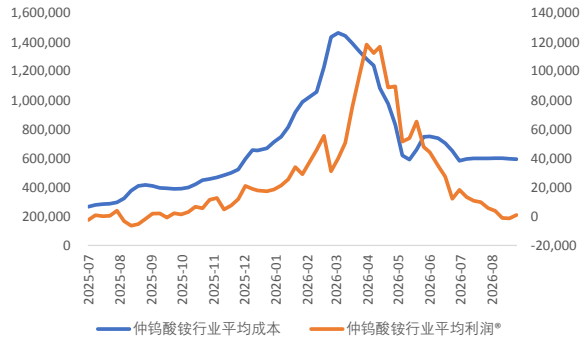
钨：价格回落后企稳，资源瓶颈与新兴需求共振

图表 72：钨价仍处于历史相对高位（万元/吨）



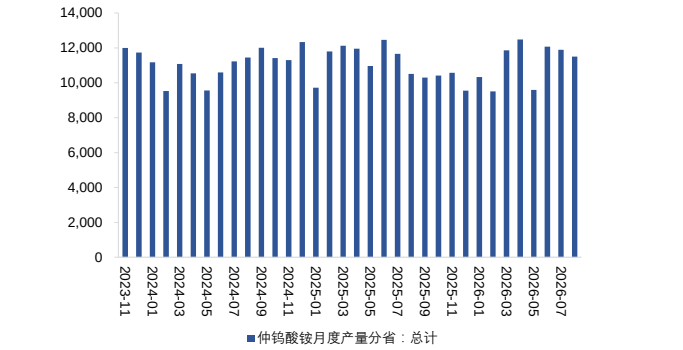
资料来源：Wind,SMM,五矿证券研究所

图表 73：仲钨酸铵行业利润及成本（元/吨，元/吨）



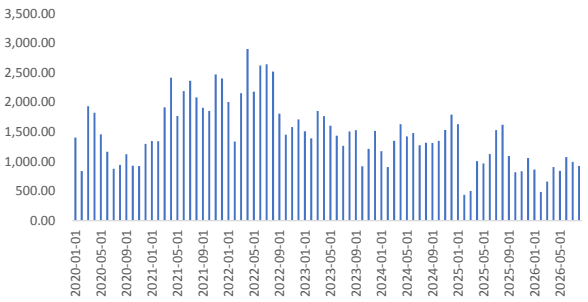
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 74：中国 APT 产量（吨）



资料来源：SMM,五矿证券研究所

图表 75：中国钨品出口量（吨）



资料来源：Wind,五矿证券研究所

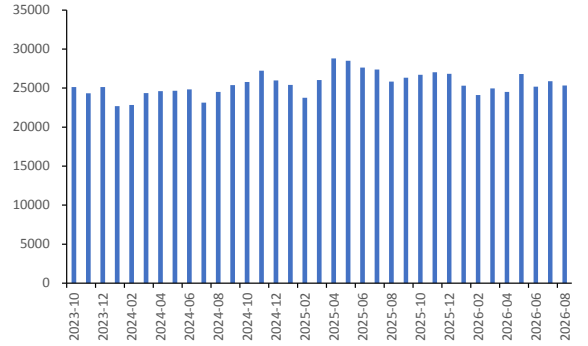
钼：矿端收紧挺价，钼价高位震荡

图表 76：40%-45%钼精矿价格（元/吨度）



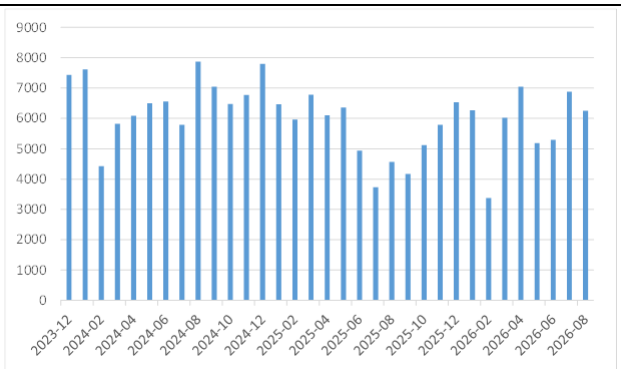
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 77：中国钼精矿产量（吨）



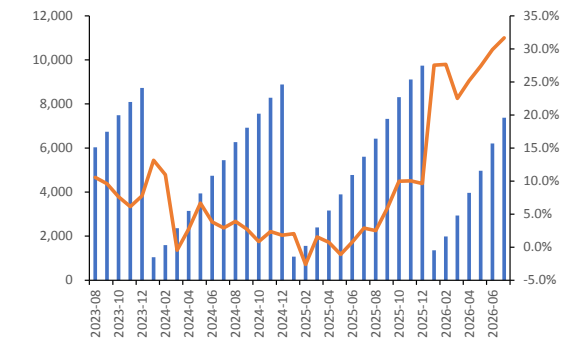
资料来源：Wind,五矿证券研究所

图表 78：国内主流钢厂钼铁钢招量（吨）



资料来源：亿览网,五矿证券研究所

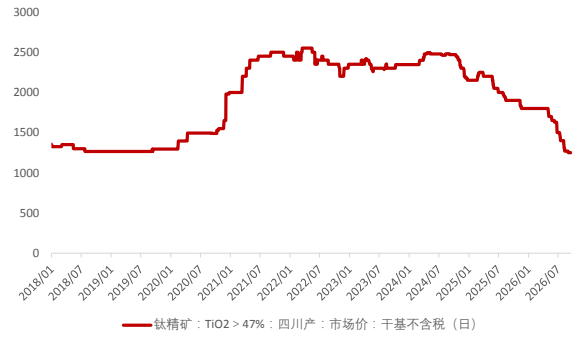
图表 79：造船完工量(载重):全球:累计值（万吨）



资料来源：Wind,五矿证券研究所

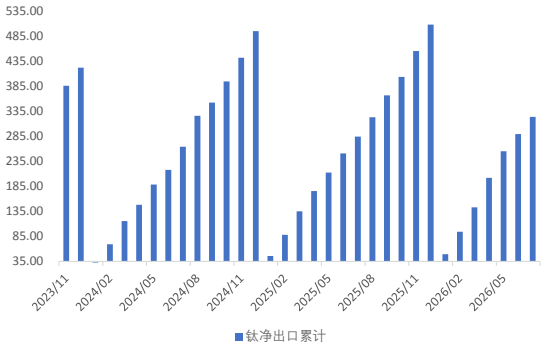
钛：钛矿进口小幅增加，钛精矿价格持续走低

图表 80：钛精矿 TiO2＞47%价格（元/吨）



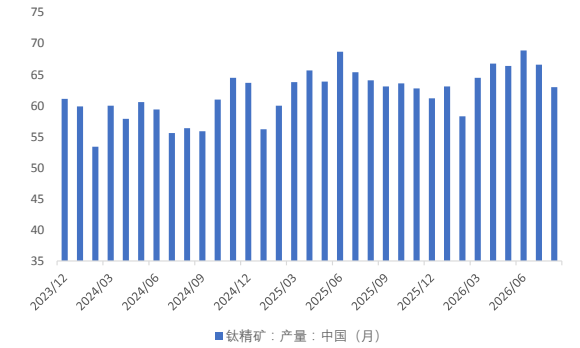
资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

图表 81：中国钛矿净进口：累计（万吨）



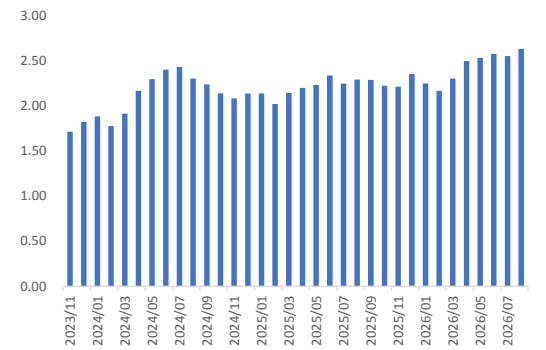
资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

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

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

稀土：稀土价格高位震荡，关注出口进展

图表 84：稀土矿价格（万元/吨，万元/吨）



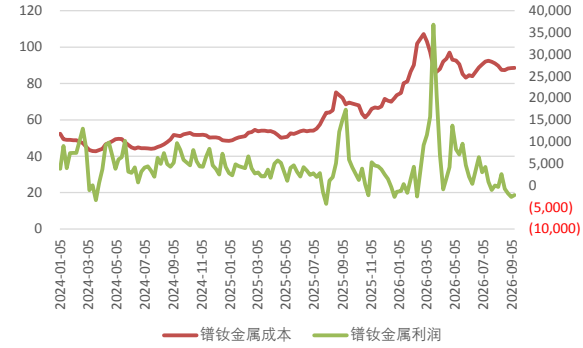
资料来源：Wind，SMM，五矿证券研究所

图表 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 86：镨钕利润测算（万元/吨，元/吨）



资料来源：SMM，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

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

1、地缘冲突烈度波动的风险；

2、能源价格大幅波动的风险；

3、美国关税影响铜价波动的风险；

仅供内部参考，请勿外传

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

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

深圳

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

北京

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

仅供内部参考，请勿外传

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 ChaoyangmenNorth Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010