

评级： 增持（维持）

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：刘耀齐

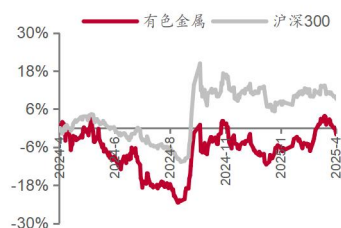
执业证书编号：S0740523080004

Email: liuyq07@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	141
行业总市值(亿元)	29,679.52
行业流通市值(亿元)	27,823.28

行业-市场走势对比



相关报告

- 1、《对中重稀土实行出口管制，战略价值重估》2025-04-06
- 2、《贵金属延续强势格局，工业金属关注旺季成色》2025-03-31
- 3、《小金属供给扰动增加》2025-03-30

报告摘要

- 【本周关键词】：美对等关税超预期，非农数据超预期。
- 投资建议：趋势的延续，维持行业“增持”评级。
特朗普于 4 月 2 日宣布“对等关税”，幅度超出市场预期，关税摩擦引发市场对全球经济衰退的担忧，基本金属价格普跌。但在长期供需格局重塑背景下，基本金属价格进一步下行的空间或有限，随着利空情绪的逐步消化，寻找下一个介入机会，尤其是对于供应刚性品种铝和铜尤为如此。
- 行情回顾：美国对等关税冲击，工业金属价格普遍下跌。
1) 工业金属价格下跌：LME 铜、铝、铅、锌本周涨跌幅为-4.4%、-3.9%、-3.5%、-5%；SHFE 铜、铝、铅、锌的涨跌幅为-2.0%、-0.8%、-2.0%、-2.6%。
- 2) 本周有色行业指数跑输市场：申万有色金属指数收于 4737.9 点，环比下跌 2.86%，跑输上证综指 2.59 个百分点。金属新材料、小金属、贵金属、能源金属和工业金属的涨跌幅分别为 0.43%、-1.14%、-1.24%、-1.77%、-4.36%。
- 宏观“三因素”总结：3 月全球制造业景气度走弱。
1) 中国因素：1-2 月经济表现起步平稳，发展态势良好。2025 年 3 月国内制造业 PMI 为 50.5（前值 50.2），其中新订单 PMI 为 51.8（前值 51.1）。
- 2) 美国制造业 PMI 跌至荣枯线下，失业率小幅抬升。3 月美国 ISM 制造业 PMI 为 49（前值 50.3），跌至荣枯线下。3 月美国失业率为 4.2%（前值 4.1%）。
- 3) 欧洲经济有复苏趋势。3 月欧元区制造业 PMI 为 48.6（前值 47.6），服务业 PMI 为 51（前值 50.2）。
- 4) 全球 3 月制造业景气度走弱。3 月全球制造业 PMI 为 50.3，环比-0.3，维持在荣枯线上。
- 基本金属：铝、锌库存维持去化，铜转为累库。
1、对于电解铝，全球贸易局势紧张避险情绪升温 基本面稳健消费韧性支撑铝价
1) 供应方面，电解铝行业开工产能增加 1 万吨。本周电解铝企业有少量新投产产能释放，集中在青海地区，电解铝供应小幅增加，本周电解铝行业运行产能 4380.50 万吨，较上周增加 1 万吨。根据百川，本周电解铝产量 84.01 吨，环比增加 0.02%。
- 2) 盈利方面，行业即时吨盈利维持 3000 元以上。长江现货铝价 20520 元/吨，环比下降 1.44%；行业 90 分位现金成本（含税）17272 元/吨，完全成本（含税）18482 元/吨，目前全行业盈利，即时吨盈利达 3417 元。
- 3) 需求方面，下游加工开工率稳步上升。周内铝加工企业平均开工率为 62.58%，环比下降 0.85%。
- 4) 库存方面，国内铝元素库存低于往年同期，海外 LME 铝稳定去库。国内铝锭库存 85 万吨，环比减 5.3 万吨；海外方面，LME 铝库存 45.68 万吨，环比下降 12.11 万吨。全球库存 169.57 万吨，环比减少 24.49 万吨。
- 2、对于氧化铝，矿价下调，氧化铝看跌预期仍存
1) 供给方面，氧化铝产量减少。2025 年 4 月 4 日，根据钢联统计，氧化铝建成产能 10595 万吨，环比持平；运行产能 8840 万吨，环比减少 20 万吨。氧化铝周度产量 173.4 万吨，环比上周减少 0.2 万吨。
- 2) 需求方面，供应宽松格局暂未扭转。氧化铝/电解铝产能运行比 2.02，供给过剩。短期内，氧化铝流通货源预计维持相对宽松状态，氧化铝价格或继续承压运行为主。
- 3) 库存方面，氧化铝库存增加。库存从上周 395.8 万吨上升至 398 万吨，环比增加 2.2 万吨。
- 4) 盈利方面，氧化铝价格下进一步下跌。至 4 月 3 日，氧化铝价格 3030 元/吨，与上周-2.82%。铝土矿方面，国产矿 582 元/吨，环比下降 4.73%；几内亚进口矿 91 美

金，环比下降 2.15%。按照国产矿价计算，氧化铝成本 2998 元/吨，环比下降 2.62%，吨毛利 28 元/吨，环比减少 18.89%；按照几内亚进口铝土矿价格计算，氧化铝的成本 3366 元/吨，吨毛利-297 元/吨，环比减少 14.63%。

3、对于电解铜，矿冶矛盾持续加深，全球库存转为累库

1) 供给方面，铜精矿加工费持续下跌。4 月 3 日 SMM 进口铜精矿指数（周）报-26.4 美元/吨，较上一期下降 2.26 美元/吨。百川统计截止 3 月 28 日国内电解铜周产量 22.46 万吨，环比-0.65 万吨，同比增加 1.98 万吨。美国特朗普政府于当地时间 4 月 2 日正式宣布“对等关税”政策，该政策设定 10%的基准关税税率，同时豁免铜、半导体、药品等关键品类。

2) 需求方面，初端加工开工率修复至高位。本周国内主要精铜杆企业周度开工率录得 74.55%，环比上升 10.49%。铜线缆企业开工率为 81.06%，环比上升 8.2 个百分点。

3) 库存方面，全球库存转为累库。海外库存方面，LME 铜库存 21.08 万吨，环比下降 0.21 万吨，较去年同期增加 9.53 万吨。COMEX 库存 10.41 万吨，环比上升 0.96 万吨，较去年同期增加 7.46 万吨。国内库存方面，国内现货库存 40.92 万吨，环比下降 0.42 万吨，同比减少 4.26 万吨。全球库存总计 72.41 万吨，环比增加 0.33 万吨，同比增加 12.73 万吨，转为累库。

4、对于精炼锌，长单加工费基本符合预期，国内库存大幅去化

1) 供给方面，锌精矿加工费小幅上涨。本周 SMM 锌精矿国产和进口加工费较上周上涨，SMM Zn50 国产周度 TC 均价上升 50 元至 3450 元/金属吨，SMM Zn50 进口周度 TC 均价持平于 35 美元/干吨。据 SMM，泰克资源和韩国锌业的 BM 已经达成成交，约定 2025 年进口锌精矿成交基准加工费为 80 美元/干吨，较 2024 年的 165 美元/干吨下降 52%，创历史新低。

2) 需求方面，初端加工开工率持稳低位。本周国内镀锌周度开工率录得 60.3%，环比+0.55%。压铸锌开工率为 54.1%，环比-3.34%，氧化锌开工率为 60.65%，环比+0.57%。

3) 库存方面，国内库存大幅去化。本周，国内 SMM 七地锌锭库存总量为 10.91 万吨，较上周降低 2.05 万；LME 库存为 13 万吨，较上周增加 0.79 万吨。

风险提示：宏观波动、政策变动、测算前提假设不及预期、金属价格波动风险、产业政策不及预期的风险、下游消费不及预期的风险、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

内容目录

1.行情回顾	5
1.1 股市行情回顾：A 股整体下跌，有色金属板块跑输上证综指	5
1.2 基本金属价格：多数金属价格大幅下跌，外盘跌幅更深	6
2.宏观“三因素”运行跟踪：3 月全球制造业景气度走弱	7
2.1 中国因素：3 月制造业 PMI 表现强势，需持续关注关税影响	7
2.2 美国因素：3 月制造业 PMI 跌至荣枯线下，失业率小幅抬升	8
2.3 欧洲因素：欧洲经济有复苏趋势	9
2.4 全球因素：3 月全球制造业 PMI 走弱	10
3.基本金属：供需紧平衡格局难以改变	10
3.1 电解铝：全球贸易局势紧张避险情绪升温 基本面稳健消费韧性支撑铝价	10
3.2 氧化铝：矿价下调，氧化铝看跌预期仍存	15
3.3 铜：矿冶矛盾持续加深，全球库存转为累库	17
3.4 锌：长单加工费基本符合预期，国内库存大幅去化	20
4.投资建议：维持“增持”评级	22
5.风险提示	22

图表目录

图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅	5
图表 2：周内子板块涨跌幅表现	5
图表 3：周内有色金属领涨个股	6
图表 4：周内有色金属领跌个股	6
图表 5：基本金属及贵金属价格区间涨跌幅	6
图表 6：Comex 铜和 SHFE 铜比价差	6
图表 7：Comex 铝和 SHFE 铝比价差	6
图表 8：LME 铜和 SHFE 铜比价差	7
图表 9：LME 铝和 SHFE 铝比价差	7
图表 10：Comex 黄金和 SHFE 黄金比价差	7
图表 11：国内制造业 PMI (%)	8
图表 12：国内工业增加值当月同比 (%)	8
图表 13：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI (%)	8
图表 14：美国新增非农就业人数 (千人)	8
图表 15：美国失业率季调 (%)	9
图表 16：美国初请及续请失业金人数季调	9
图表 17：美联储利率政策市场预期	9
图表 18：美元指数走势图	9
图表 19：欧元区制造业和服务业 PMI	9
图表 20：欧元区 CPI 环比和同比 (%)	9
图表 21：全球制造业 PMI	10
图表 22：电解铝企业已减产、拟减产情况 (单位：万吨)	11
图表 23：电解铝企业已复产、拟复产情况 (单位：万吨)	11
图表 24：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况 (单位：万吨)	12
图表 25：国内电解铝产能周度运行情况统计 (万吨)	12
图表 26：电解铝周度产量 (万吨)	13
图表 27：国内电解铝月度表观需求 (万吨)	13
图表 28：铝加工行业平均开工率 (%)	13
图表 29：铝型材开工率 (%)	13

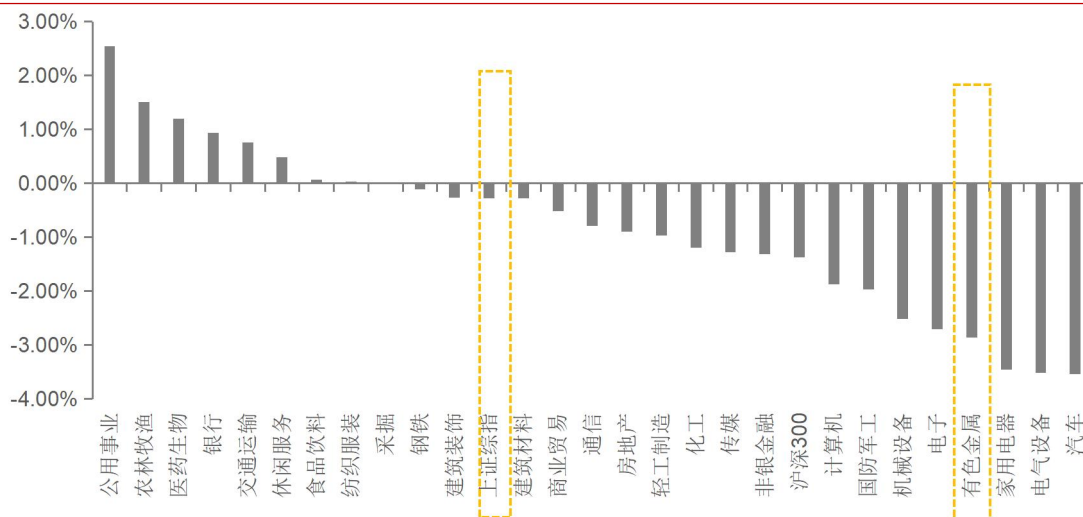
图表 30:	铝线缆开工率 (%)	13
图表 31:	铝板带开工率 (%)	14
图表 32:	铝箔开工率 (%)	14
图表 33:	国内铝锭总库存走势 (万吨)	14
图表 34:	国内铝棒总库存走势 (万吨)	14
图表 35:	国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)	14
图表 36:	国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)	14
图表 37:	国内铝锭及铝棒总库存走势对比 (万吨)	15
图表 38:	国内铝锭及铝棒总库存走势 (万吨)	15
图表 39:	全球铝年度总库存走势对比 (万吨)	15
图表 40:	LME 铝期货库存变动 (万吨)	15
图表 41:	电解铝的完全成本构成	15
图表 42:	电解铝成本曲线 (元/吨)	15
图表 43:	氧化铝运行产能 (万吨)	16
图表 44:	氧化铝库存 (万吨)	16
图表 45:	氧化铝生产成本构成	17
图表 46:	氧化铝现金成本曲线 (元/吨)	17
图表 47:	氧化铝产量 (万吨)	17
图表 48:	海内外铝土矿价格 (美元/吨; 元/吨)	17
图表 49:	铜矿 TC/RC	18
图表 50:	国内冶炼厂理论冶炼利润	18
图表 51:	电解铜周度产量 (万吨)	18
图表 52:	中国电解铜制杆周度开工率 (%)	18
图表 53:	中国电线电缆周度开工率 (%)	18
图表 54:	LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)	19
图表 55:	境内及保税区社会库存变动 (万吨)	19
图表 56:	电解铜月度表观消费变动 (万吨)	19
图表 57:	电解铜社会库存变动 (万吨)	19
图表 58:	全球铜库存变动趋势 (万吨)	19
图表 59:	国产及进口锌精矿加工费对比	20
图表 60:	进口锌精矿港口库存 (万实物吨)	20
图表 61:	国内锌周度产量 (万吨)	20
图表 62:	镀锌开工率 (%)	21
图表 63:	镀锌原料库存 (吨)	21
图表 64:	压铸锌开工率 (%)	21
图表 65:	压铸锌原料库存 (吨)	21
图表 66:	氧化锌开工率 (%)	21
图表 67:	氧化锌原料库存 (吨)	21
图表 68:	国内锌七地库存 (万吨)	22
图表 69:	LME 锌库存变动趋势 (吨)	22

1.行情回顾

1.1 股市行情回顾：A 股整体下跌，有色金属板块跑输上证综指

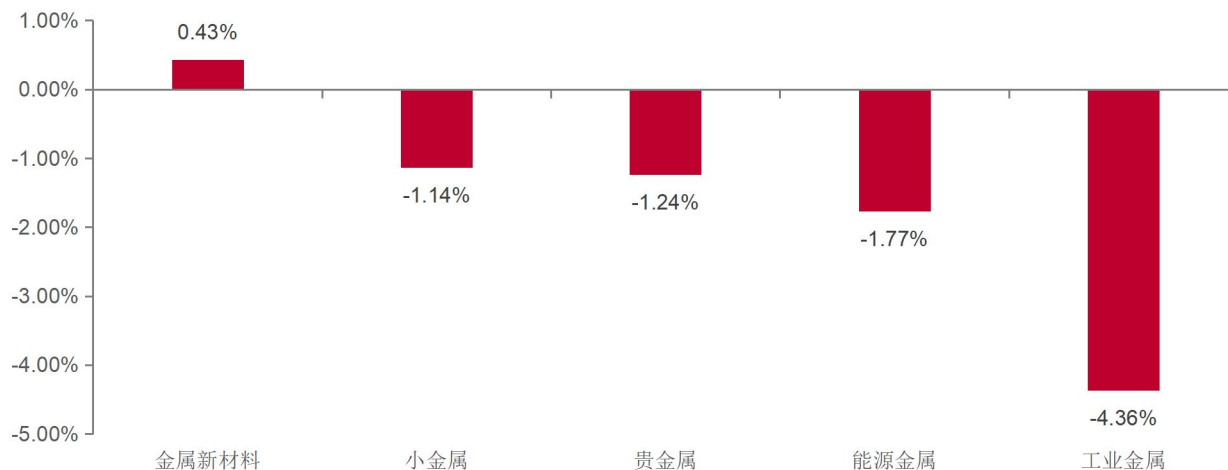
- 本周 A 股整体上涨：上证指数收于 3342.01 点，环比下跌 0.28%；深证成指收于 10365.73 点，环比下跌-2.28%；沪深 300 收于 3861.5 点，环比下跌 1.37%；申万有色金属指数收于 4737.9 点，环比下跌 2.86%，跑输上证综指 2.59 个百分点。
- 从子板块来看，金属新材料、小金属、贵金属、能源金属和工业金属的涨跌幅分别为 0.43%、-1.14%、-1.24%、-1.77%、-4.36%。

图表 1：申万一级行业与上证综指周涨跌幅



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 2：周内子板块涨跌幅表现



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 3：周内有有色金属领涨个股

证券代码	证券名称	2025.4.3 市值 (亿元)	2025.3.27 市值 (亿元)	周涨跌幅
601069.SH	西部黄金	156.46	127.74	22.5%
600988.SH	赤峰黄金	416.73	389.62	7.0%
002842.SZ	翔鹭钨业	22.26	20.88	6.6%
600259.SH	广晟有色	121.76	114.79	6.1%
002645.SZ	华宏科技	53.27	50.59	5.3%
688388.SH	嘉元科技	83.54	80.47	3.8%
300748.SZ	金力永磁	285.68	276.07	3.5%
300127.SZ	银河磁体	79.36	77.30	2.7%
600114.SH	东睦股份	124.20	121.00	2.6%
002182.SZ	宝武镁业	128.64	125.46	2.5%

来源：WIND，中泰证券研究所

图表 4：周内有有色金属领跌个股

证券代码	证券名称	2025.4.3 市值 (亿元)	2025.3.27 市值 (亿元)	周涨跌幅
000612.SZ	焦作万方	88.22	101.46	-13.0%
002155.SZ	湖南黄金	258.44	285.24	-9.4%
601137.SH	博威合金	156.55	169.68	-7.7%
003038.SZ	鑫铂股份	51.42	55.68	-7.7%
603993.SH	洛阳钼业	1554.40	1674.79	-7.2%
002996.SZ	顺博合金	44.18	47.60	-7.2%
002056.SZ	横店东磁	235.39	253.44	-7.1%
002497.SZ	雅化集团	137.73	147.76	-6.8%
600456.SH	宝钛股份	152.60	163.69	-6.8%
601600.SH	中国铝业	1230.06	1312.41	-6.3%

来源：WIND，中泰证券研究所

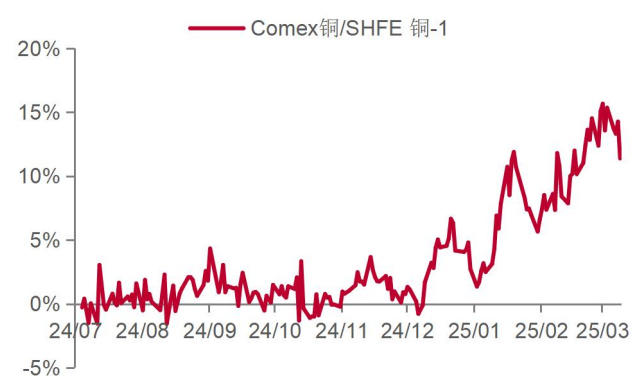
1.2 基本金属价格：多数金属价格大幅下跌，外盘跌幅更深

- 本周，多数基本金属价格大幅下跌。具体来看：LME 铜、铝、铅、锌本周涨跌幅为-4.4%、-3.9%、-3.5%、-5%；SHFE 铜、铝、铅、锌的涨跌幅为-2.0%、-0.8%、-2.0%、-2.6%。

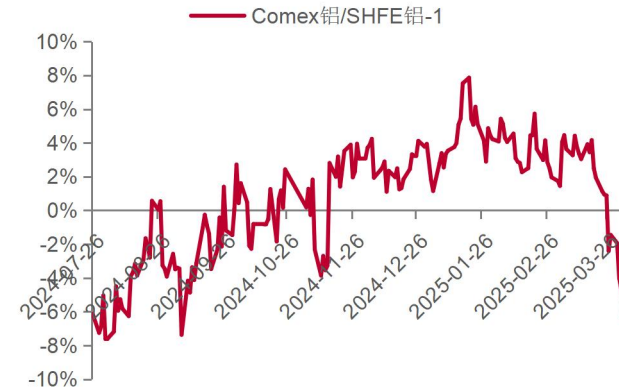
图表 5：基本金属及贵金属价格区间涨跌幅

	交易所	单位	最新价格	本周涨跌幅	月度涨跌幅	年初至今涨跌幅
铜	LME	美元/吨	9,367	-4.4%	-2.4%	6.7%
	SHFE	元/吨	78,860	-2.0%	1.7%	6.9%
铝	LME	美元/吨	2,448	-3.9%	-8.2%	-4.1%
	SHFE	元/吨	20,420	-0.8%	-1.0%	3.2%
铅	LME	美元/吨	1,956	-3.5%	-3.7%	0.2%
	SHFE	元/吨	17,100	-2.0%	-1.6%	2.0%
锌	LME	美元/吨	2,714	-5.0%	-6.0%	-9.2%
	SHFE	元/吨	23,155	-2.6%	-2.1%	-9.1%

来源：WIND，中泰证券研究所，注：LME 金属单位为美元/吨，SHFE 金属单位为元/吨。

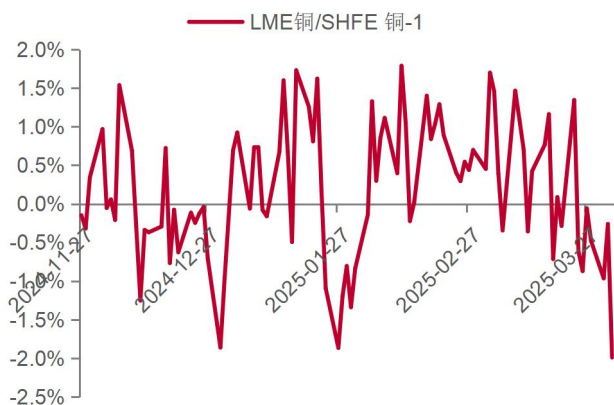
图表 6：Comex 铜和 SHFE 铜比价差


来源：WIND，中泰证券研究所

图表 7：Comex 铝和 SHFE 铝比价差


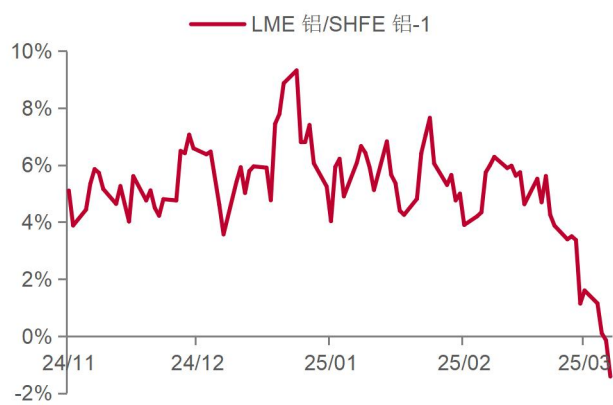
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 8：LME 铜和 SHFE 铜比价差



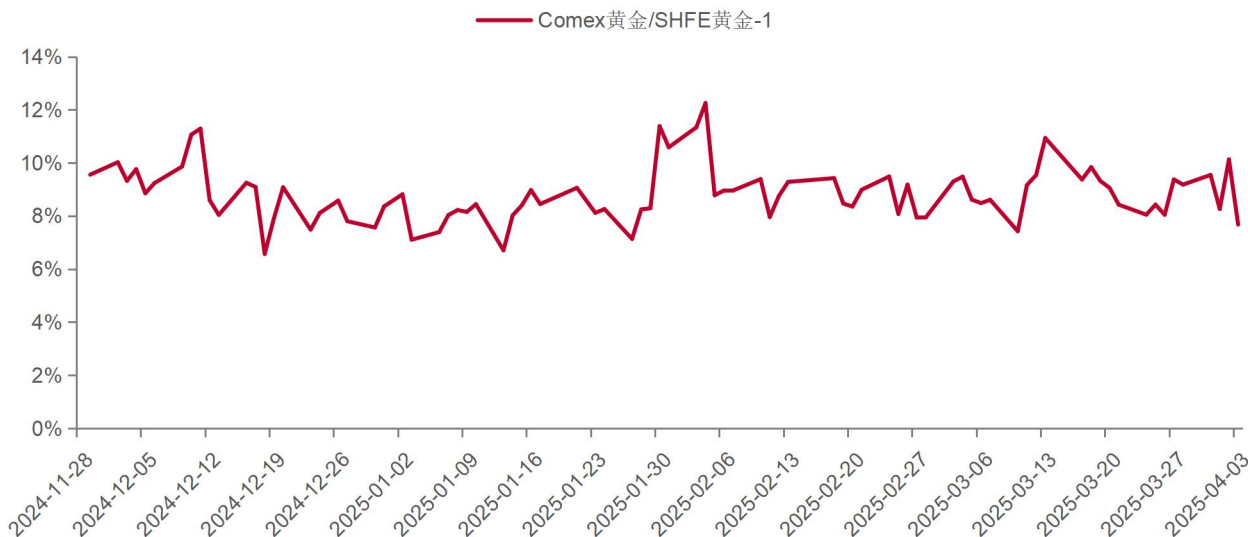
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 9：LME 铝和 SHFE 铝比价差



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 10：Comex 黄金和 SHFE 黄金比价差



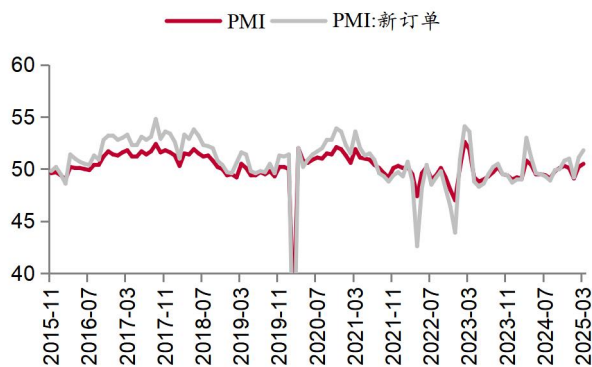
来源：WIND，中泰证券研究所

2.宏观“三因素”运行跟踪：3月全球制造业景气度走弱

2.1 中国因素：3月制造业 PMI 表现强势，需持续关注关税影响

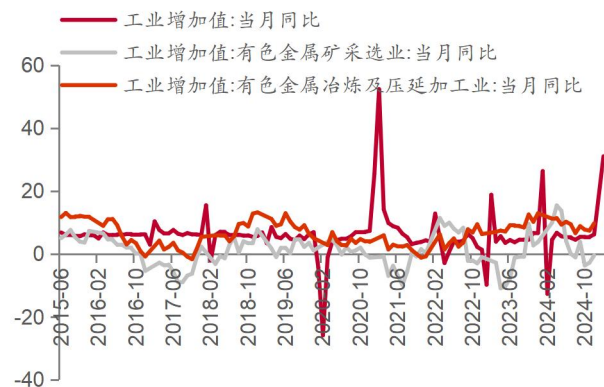
- 2025 年 3 月国内制造业 PMI 为 50.5(前值 50.2)，其中新订单 PMI 为 51.8(前值 51.1)。

图表 11：国内制造业 PMI (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 12：国内工业增加值当月同比 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

2.2 美国因素：3 月制造业 PMI 跌至荣枯线下，失业率小幅抬升

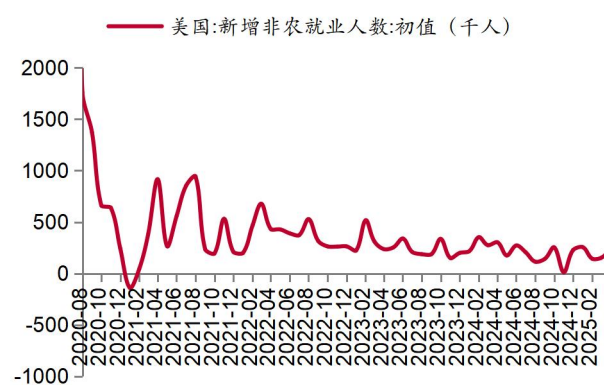
- **美国制造业 PMI 跌至荣枯线下，失业率小幅抬升：** 3 月美国 ISM 制造业 PMI 为 49(前值 50.3)，跌至荣枯线下；非制造业 PMI 为 50.8(前值 53.5)。3 月美国新增非农就业人数为 22.8 万人（前值 11.7 万人）。3 月美国失业率为 4.2%（前值 4.1%）。
- **本周美元指数下跌至 101.95：**美国 3 月 29 日首次申领失业救济人数为 21.9 万人（前值 22.5 万人）。本周美元指数 101.95，环比-2.01%。

图表 13：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 14：美国新增非农就业人数（千人）



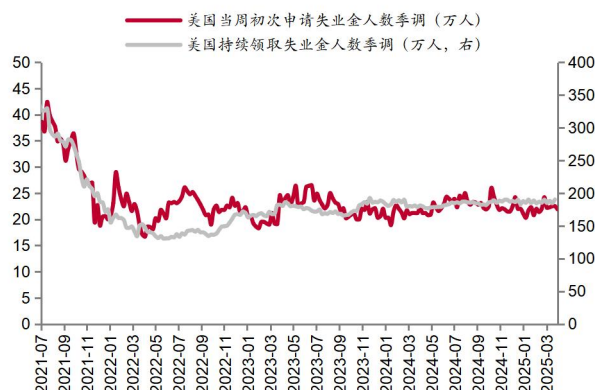
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 15：美国失业率季调 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 16：美国初请及续请失业金人数季调



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 17：美联储利率政策市场预期

FED FUND FUTURES											
ZQJ5	ZQK5	ZQM5	ZON5	ZOO5	ZOU5	ZQV5	ZQX5	ZOZ5	ZQF6	ZQG6	ZQH6
95.6850	95.7550	95.8600	96.0050	96.2300	96.3050	96.4200	96.5350	96.6300	96.6850	96.7550	96.8450

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.3%	66.7%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.6%	63.9%	5.6%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.4%	61.6%	9.6%	0.4%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	52.6%	23.7%	2.9%	0.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	36.4%	38.4%	13.5%	1.5%	0.1%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	25.1%	37.5%	24.2%	6.7%	0.7%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	11.8%	28.9%	33.4%	18.8%	4.8%	0.5%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.6%	5.3%	17.8%	30.5%	28.2%	13.8%	3.3%	0.3%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.1%	1.6%	7.9%	20.5%	30.0%	25.2%	11.7%	2.7%	0.3%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.4%	2.8%	10.4%	22.3%	29.1%	22.6%	9.9%	2.2%	0.2%	0.0%
2026/7/29	0.1%	0.6%	3.3%	11.1%	22.8%	28.7%	21.8%	9.4%	2.1%	0.2%	0.0%
2026/9/16	0.1%	0.7%	3.5%	11.5%	22.9%	28.5%	21.4%	9.2%	2.0%	0.2%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.6%	3.3%	10.8%	21.9%	28.0%	22.0%	10.3%	2.7%	0.3%	0.0%
2026/12/9	0.5%	3.0%	9.8%	20.5%	27.2%	22.8%	11.8%	3.6%	0.6%	0.1%	0.0%

来源：CME，中泰证券研究所，注：截至 2025 年 4 月 6 日

图表 18：美元指数走势图



来源：WIND，中泰证券研究所

2.3 欧洲因素：欧洲经济有复苏趋势

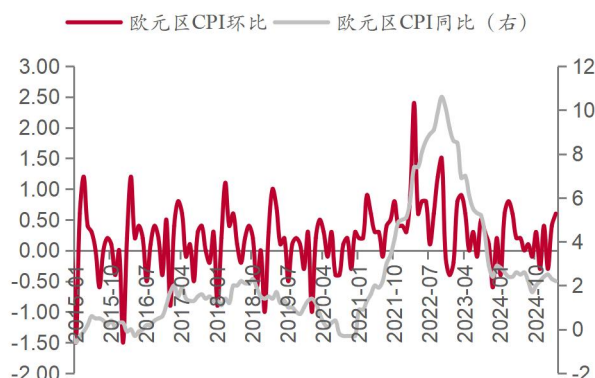
- 欧洲经济有复苏趋势。3 月欧元区制造业 PMI 为 48.6（前值 47.6），服务业 PMI 为 51（前值 50.2）。3 月欧元区 CPI 当月环比为 0.6%（前值 0.4%），同比 2.2%（前值 2.3%）。

图表 19：欧元区制造业和服务业 PMI



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 20：欧元区 CPI 环比和同比 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

2.4 全球因素：3 月全球制造业 PMI 走弱

- **全球 3 月制造业景气度走弱。**3 月全球制造业 PMI 为 50.3，环比-0.3，维持在荣枯线上。

图表 21：全球制造业 PMI



来源：WIND，中泰证券研究所

3.基本金属：供需紧平衡格局难以改变

3.1 电解铝：全球贸易局势紧张避险情绪升温 基本面稳健消费韧性支撑铝价

- **供给：电解铝行业开工产能增加 1 万吨。**本周电解铝企业有少量新投产产能释放，集中在青海地区，电解铝供应小幅增加，本周电解铝行业运行产能 4380.50 万吨，较上周增加 1 万吨。根据百川，本周电解铝产量 84.01 吨，环比增加 0.02%。
 - 1) **无新增减产。**截至 2025 年 4 月 3 日，2025 年中国电解铝已减产 4.5 万吨。
 - 2) **无新增复产。**截至 2025 年 4 月 3 日，2025 年中国电解铝总复产规模 56.5 万吨，已复产 33.5 万吨，待复产 23 万吨。
 - 3) **新增投产 1 万吨。**截至 2025 年 4 月 3 日，2025 年中国电解铝新产能 241.5 万吨，已投产 7 万吨，中铝青海本周新投产 1 万吨。
- **需求：铝加工板块开工率环比下降。**截止 2025 年 4 月 3 日，铝加工企业平均开工率为 62.58%，环比下降 0.85%。其中，铝板带箔下降 1%，铝线缆环比持平，铝型材环比下降 2%。内贸订单增速相对稳定，然而外贸订单却出现较大幅度下滑。尤其是近期内外价差缩窄，内外价差从-3000 元/吨左右缩窄至-1000 元/吨左右，这使得外贸订单利润不断受损，新订单数量随之减少。
- **库存：国内铝元素去库持续，海外 LME 铝稳定去库。**
 - 1) 国内方面，2025 年 4 月 4 日，根据钢联统计，国内铝锭库存 85 万吨，环比减 5.3 万吨；国内铝棒库存 38.89 万吨，环比减 6.81 万吨；国内铝锭+铝棒库存 123.89 万吨，环比减 12.11 万吨；
 - 2) 海外方面，截止 4 月 4 日，LME 铝库存 45.68 万吨，环比下降 0.93 万吨。全球库存 169.57 万吨，环比减少 24.49 万吨。
- **盈利：行业即时吨盈利维持 3000 元以上。**长江现货铝价 20520 元/吨，环比下降 1.44%；行业 90 分位现金成本(含税)17272 元/吨，完全成本 18482 元/吨，目前全行业盈利，即时吨盈利达 3417 元。
- **中国进出口：2025 年 1-2 月份未锻轧非合金铝(即铝锭)月度进口量分别为 16.15 万吨和 20.02 万吨，同比下降 34.81%和 10.69%，前两月累计进口 36.17 万吨，同比降幅超 23%。**2025 年 1-2 月份未锻轧非合金铝(即铝锭)

出口接近 1.2 万吨，去年同期出口量不足千吨。2025 年 1-2 月份未锻轧非合金铝(即铝锭)净进口量接近 35 万吨，同比下降近 26%。

图表 22：电解铝企业已减产、拟减产情况（单位：万吨）

省份	企业	总产能	现运行产能	已减产	减产时间	已确定减产	或减产但未明确
河南	河南豫港龙泉铝业有限公司	60	50	2.5	2025/1	12	
青海	中国铝业股份有限公司青海分公司	40	40	0	2025 年二季度	40	
新疆	新疆农六师铝业有限公司	163	163	0	待定	28	
山东	山东魏桥铝电有限公司	562	500	0	待定	24	76
山西	山西晋能集团朔州能源铝硅合金有限公司	7	5	2	2025/1		
	总计			4.5		104	76

来源：百川，中泰证券研究所

图表 23：电解铝企业已复产、拟复产情况（单位：万吨）

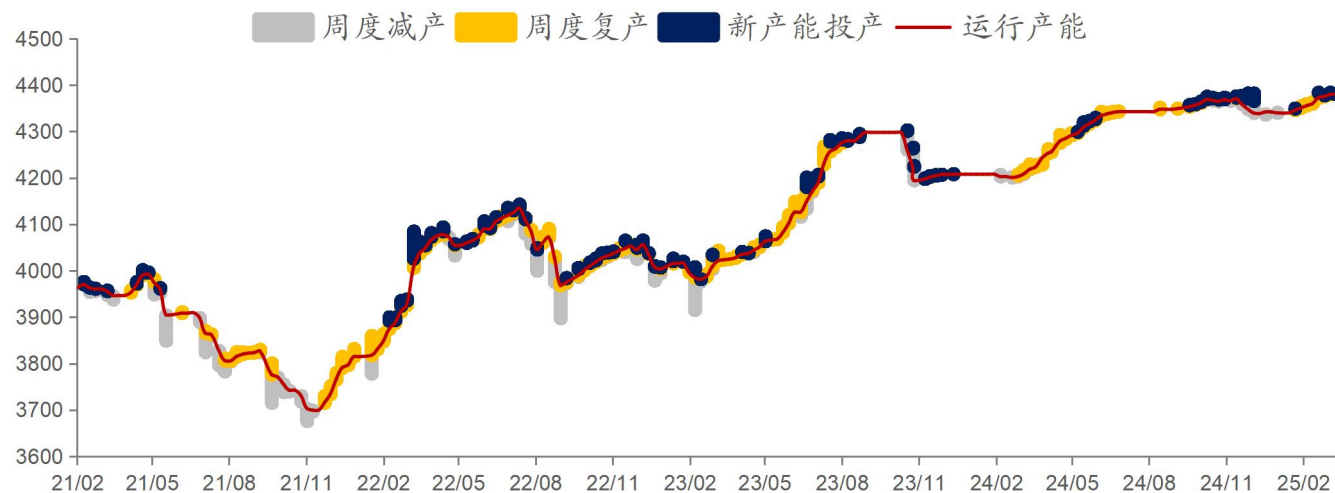
省份	企业	总复产规模	已复产	始复产通电时间	待复产	预期年内还可复产	预期年内最终实现累计
广西	广西百色广投银海铝业有限责任公司	10	0	2025 年二季度	10	10	10
广西	广西翔吉有色金属有限公司	3.5	0	2025/4	3.5	3.5	3.5
贵州	安顺市铝业有限公司	8.5	2	2025 年一季度	6.5	6.5	8.5
山西	山西兆丰铝电有限责任公司	2	2	2025/2	0	0	2
四川	四川启明星铝业有限责任公司	6	6	2025/2	0	0	6
四川	四川地区电解铝企业	22.5	21.5	2025 年一季度	1	1	22.5
新疆	新疆天龙矿业股份有限公司	2	2	2025/3	0	0	2
山西	山西晋能集团朔州能源铝硅合金有限公司	2	0	待定	2	2	2
	总计	56.5	33.5		23	23	56.5

来源：百川，中泰证券研究所

图表 24：电解铝企业拟投产、在建产能可投产情况（单位：万吨）

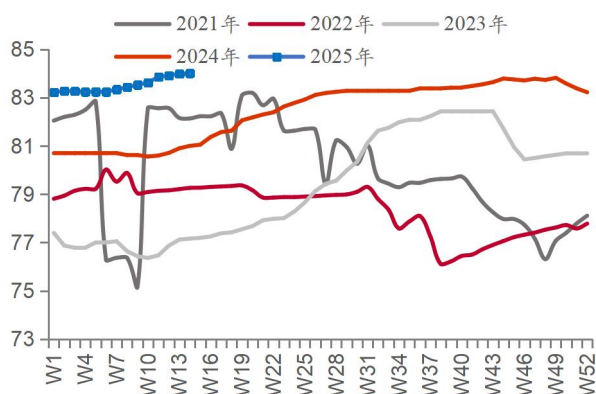
省份	企业	新产能规模	已投产	始投产时间	待投产	预期年内还可投产	预期年内最终实现累计
内蒙古	内蒙古东山铝业有限公司	20	0	2025 年四季度	20	20	20
内蒙古	内蒙古煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	35	0	2025 年年底	35	35	35
新疆	新疆农六师铝业有限公司准东项目	28	0	待定	28	28	28
贵州	六盘水双元铝业有限公司	3.5	0	2025 年二季度	3.5	3.5	3.5
青海	中国铝业股份有限公司青海分公司	49	7	2025 年一季度	42	42	49
	鹤庆溢鑫铝业有限公司	3	0	2025/5	3	3	3
云南	云南宏泰新型材料有限公司	53	0	2025 年二季度	53	53	53
云南	云南宏合新型材料有限公司	50	0	2025 年二季度	50	50	50
	总计	241.5	7		234.5	234.5	241.5

来源：百川，中泰证券研究所

图表 25：国内电解铝产能周度运行情况统计（万吨）


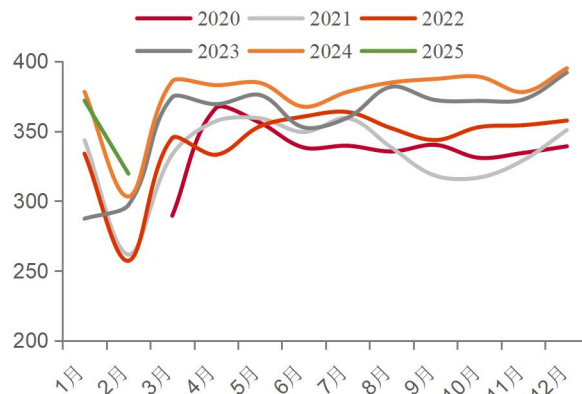
来源：百川，中泰证券研究所

图表 26：电解铝周度产量（万吨）



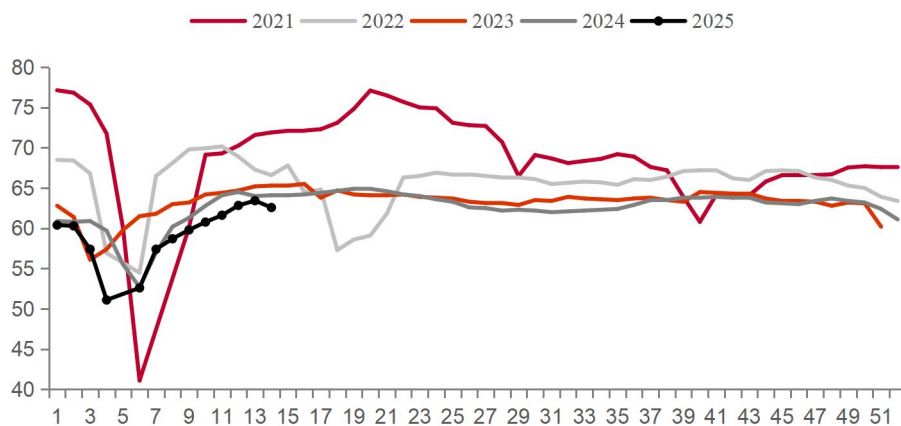
来源：百川，中泰证券研究所

图表 27：国内电解铝月度表观需求（万吨）



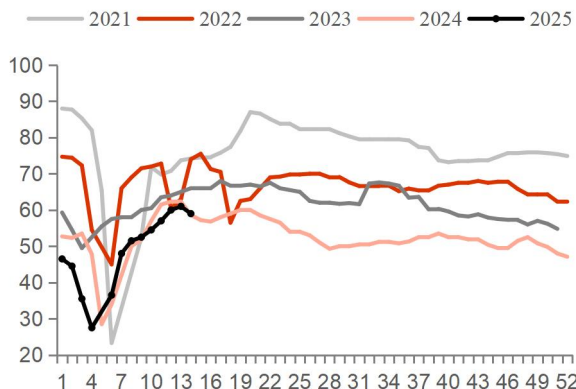
来源：百川，中泰证券研究所

图表 28：铝加工行业平均开工率（%）



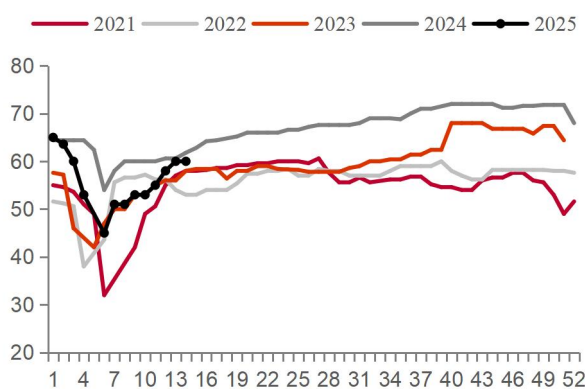
来源：WIND，SMM，中泰证券研究所

图表 29：铝型材开工率（%）



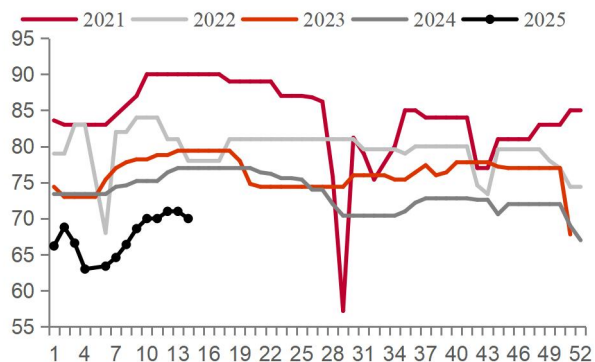
来源：百川，中泰证券研究所

图表 30：铝线缆开工率（%）



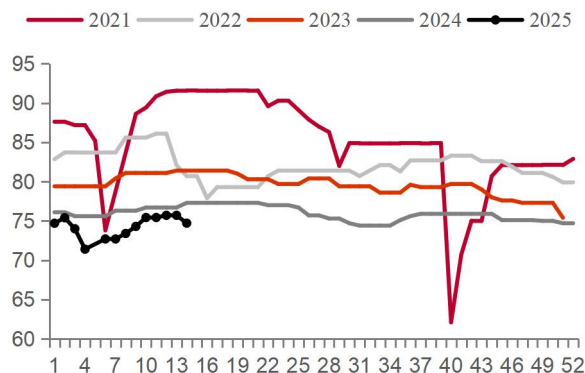
来源：百川，中泰证券研究所

图表 31：铝板带开工率 (%)



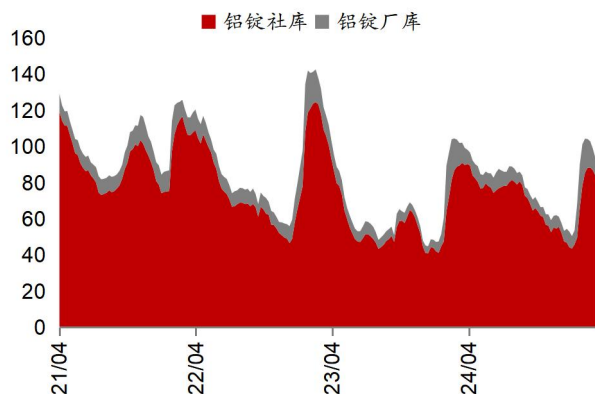
来源：百川，中泰证券研究所

图表 32：铝箔开工率 (%)



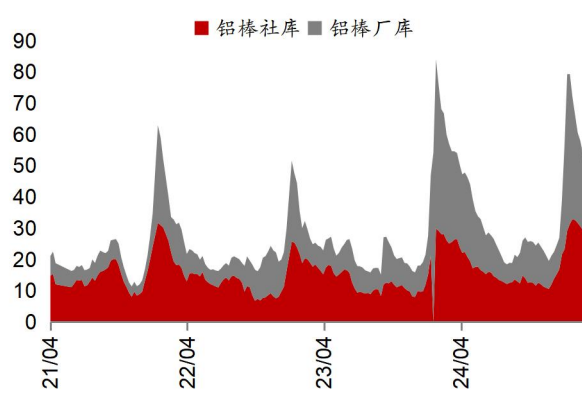
来源：百川，中泰证券研究所

图表 33：国内铝锭总库存走势 (万吨)



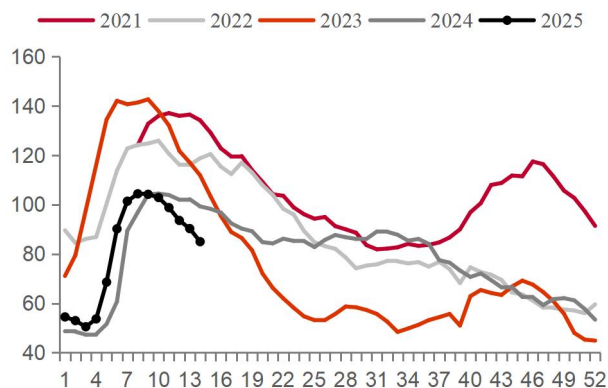
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 34：国内铝棒总库存走势 (万吨)



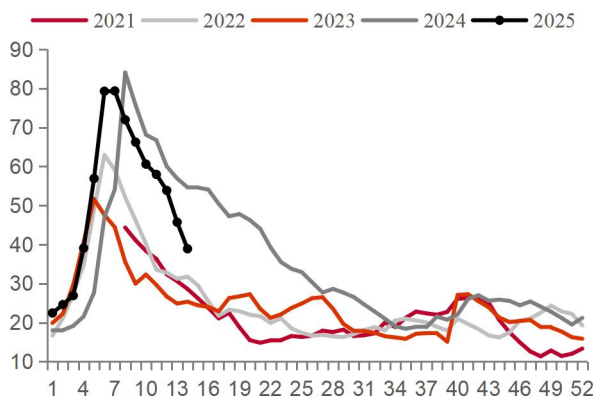
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 35：国内铝锭年度社会库存走势对比 (万吨)



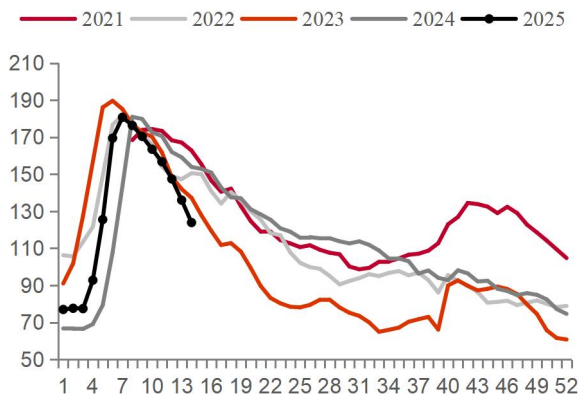
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 36：国内铝棒年度总库存走势对比 (万吨)



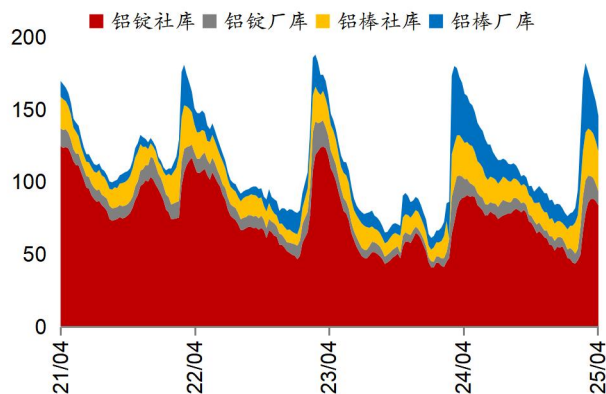
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 37：国内铝锭及铝棒总库存走势对比（万吨）



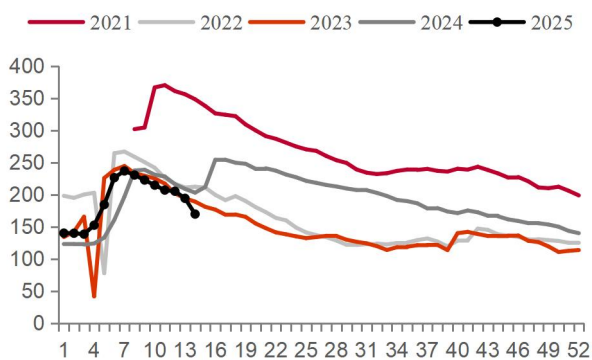
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 38：国内铝锭及铝棒总库存走势（万吨）



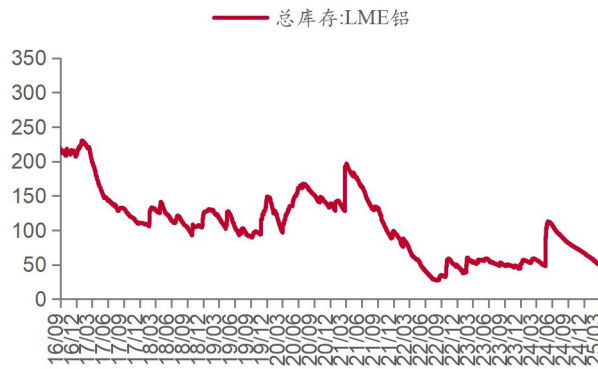
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 39：全球铝年度总库存走势对比（万吨）



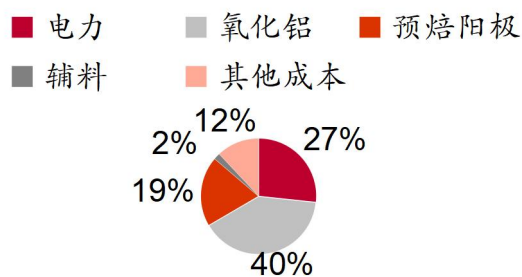
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 40：LME 铝期货库存变动（万吨）



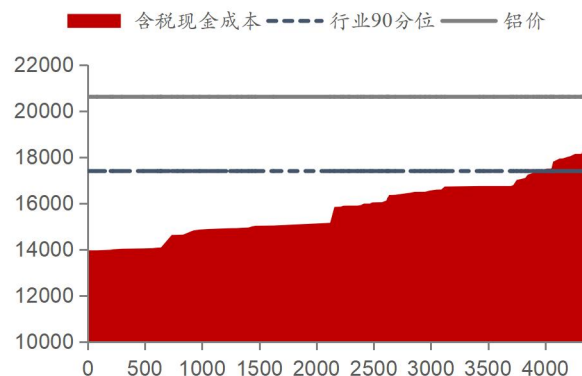
来源：钢联，中泰证券研究所

图表 41：电解铝的完全成本构成



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 42：电解铝成本曲线（元/吨）



来源：WIND，阿拉丁，钢联，中泰证券研究所

3.2 氧化铝：矿价下调，氧化铝看跌预期仍存

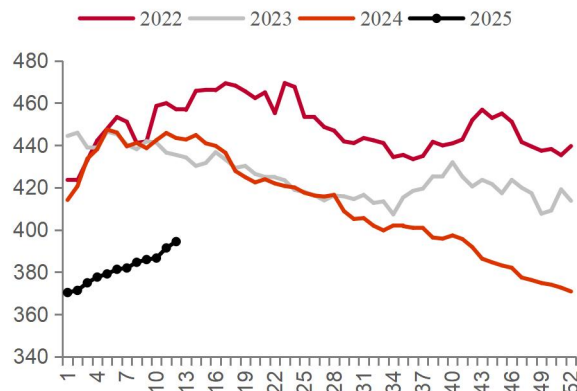
- **氧化铝产量减少。**2025 年 4 月 4 日, 根据钢联统计, 氧化铝建成产能 10595 万吨, 环比持平; 运行产能 8840 万吨, 环比减少 20 万吨。氧化铝周度产量 173.4 万吨, 环比上周减少 0.2 万吨。
- **供应较需求仍有余量。**氧化铝/电解铝产能运行比 2.02, 供给过剩。近期氧化铝厂检修减产齐发, 下游需求增量空间有限, 但截至目前氧化铝供需尚未达到平衡, 供应较需求仍有余量, 氧化铝现货价格依旧承压。除此之外, 本周矿价回落, 氧化铝成本支撑下移; 氧化铝现货价格持续下跌, 市场看跌情绪浓厚, 下游采购谨慎, 备货意愿较弱。
- **库存增加。**库存从上周 395.8 万吨上升至 398 万吨, 环比增加 2.2 万吨。
- **氧化铝价格进一步下跌。**截至 4 月 3 日, 氧化铝价格 3030 元/吨, 较上周 -2.82%。铝土矿方面, 国产矿 582 元/吨, 环比下降 4.73%; 几内亚进口矿 91 美金, 环比下降 2.15%。按照国产矿价计算, 氧化铝成本 2998 元/吨, 环比下降 2.62%, 吨毛利 28 元/吨, 环比减少 18.89%; 按照几内亚进口铝土矿价格计算, 氧化铝的成本 3366 元/吨, 吨毛利-297 元/吨, 环比减少 14.63%。
- **中国进出口:** 2025 年 1 月份中国出口氧化铝 19.76 万吨, 环比增 4.9%, 同比增 42.9%; 1 月进口氧化铝 3.59 万吨, 环比增 134.8%, 同比降 89.8%。1 月净出口氧化铝达到 16.17 万吨。2025 年 2 月份中国出口氧化铝 20.73 万吨, 环比增 4.9%, 同比增 48.9%; 1-2 月出口氧化铝 40.49 万吨, 累计同比增 45.9%; 2 月进口氧化铝 4.17 万吨, 环比增 16.2%, 同比降 85.7%; 1-2 月进口氧化铝 7.76 万吨, 累计同比降 87.9%。2 月净出口氧化铝达到 16.56 万吨, 1-2 月累计净出口达到 32.73 万吨。

图表 43: 氧化铝运行产能 (万吨)



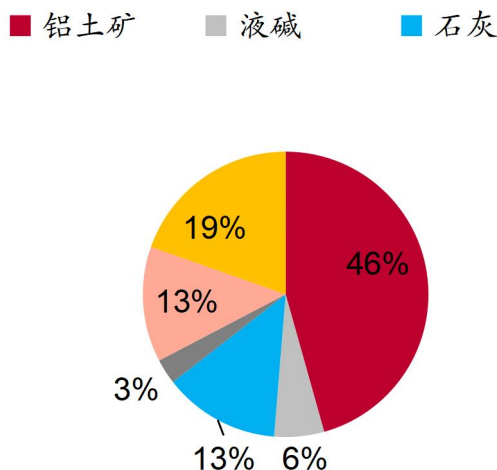
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 44: 氧化铝库存 (万吨)



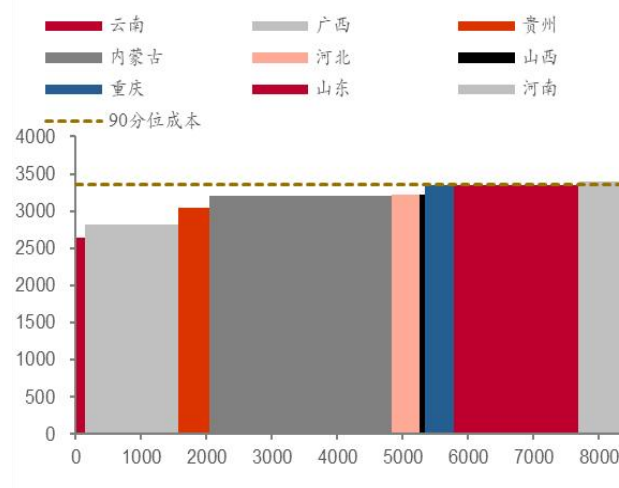
来源: 钢联, 中泰证券研究所

图表 45：氧化铝生产成本构成



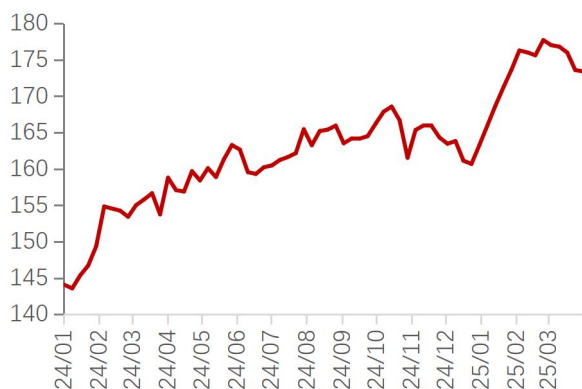
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 46：氧化铝现金成本曲线（元/吨）



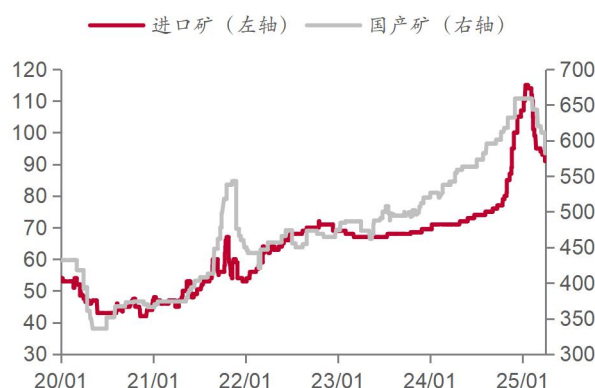
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 47：氧化铝产量（万吨）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 48：海内外铝土矿价格（美元/吨；元/吨）



来源：钢联，百川，中泰证券研究所

3.3 铜：矿冶矛盾持续加深，全球库存转为累库

■ 供应：矿冶矛盾持续加深，炼厂减产预期增强

1) 铜精矿：铜精矿加工费仍在下探。4月3日 SMM 进口铜精矿指数（周）报-26.4 美元/吨，较上一期下降 2.26 美元/吨，长单谈判后现货 TC 持续走低。美国特朗普政府于当地时间 4 月 2 日正式宣布“对等关税”政策，该政策设定 10% 的基准关税税率，同时豁免铜、半导体、药品等关键品类。

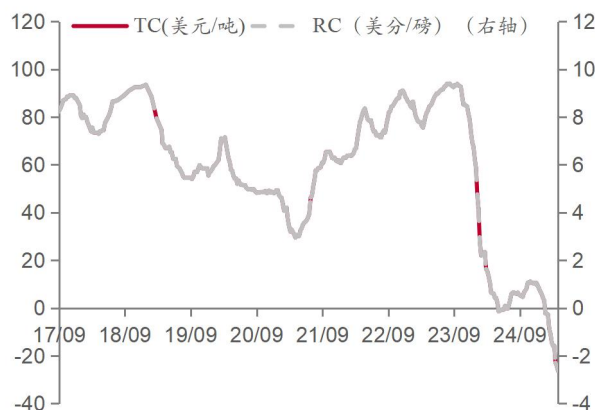
2) 电解铜：国内炼厂周度产量下降。百川统计截止 3 月 28 日国内电解铜周产量 22.46 万吨，环比-0.65 万吨，同比增加 1.98 万吨。

■ 需求：初端加工开工率修复至高位。本周国内主要精铜杆企业周度开工率录得 74.55%，环比上升 10.49%。铜线缆企业开工率为 81.06%，环比上升 8.2 个百分点。

■ 库存：全球库存转为累库。海外库存方面，LME 铜库存 21.08 万吨，环比下降 0.21 万吨，较去年同期增加 9.53 万吨。COMEX 库存 10.41 万吨，环比上升 0.96 万吨，较去年同期增加 7.46 万吨。国内库存方面，国内现货库存 40.92 万吨，环比下降 0.42 万吨，同比减少 4.26 万吨。全球库存总计 72.41 万吨，环比增加 0.33 万吨，同比增加 12.73 万吨，转为累库。

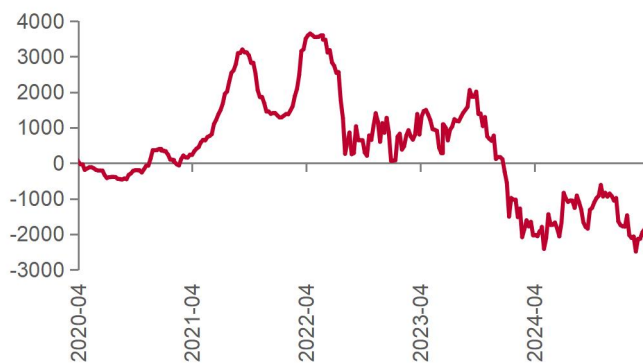
■ 中国 2 月精炼铜出口大幅增加：2025 年 2 月中国进口精炼铜约 53.3 万吨，同比增加 6.2%。出口精炼铜约 3.2 万吨，同比增加 131%。

图表 49：铜矿 TC/RC



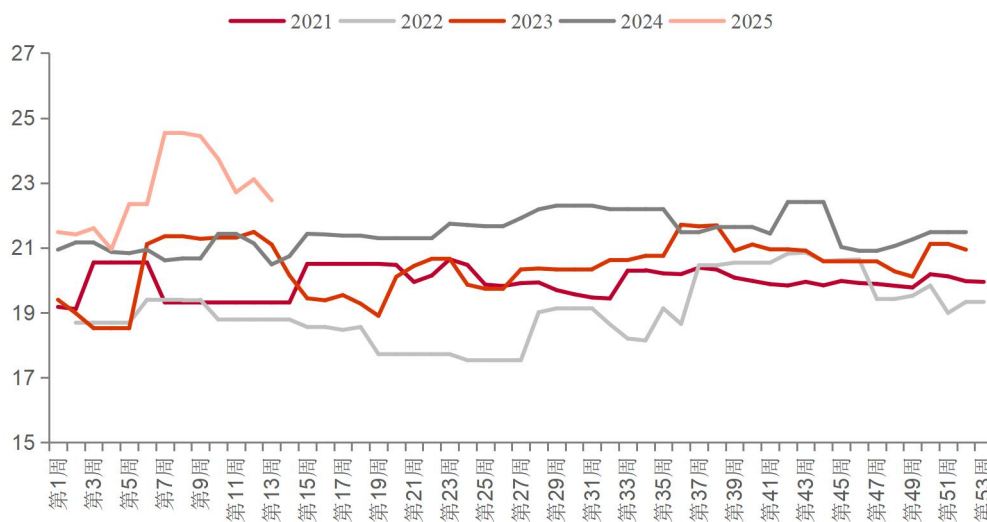
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 50：国内冶炼厂理论冶炼利润



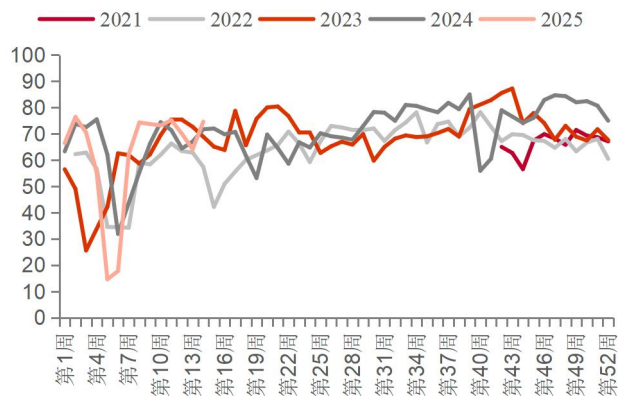
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 51：电解铜周度产量（万吨）



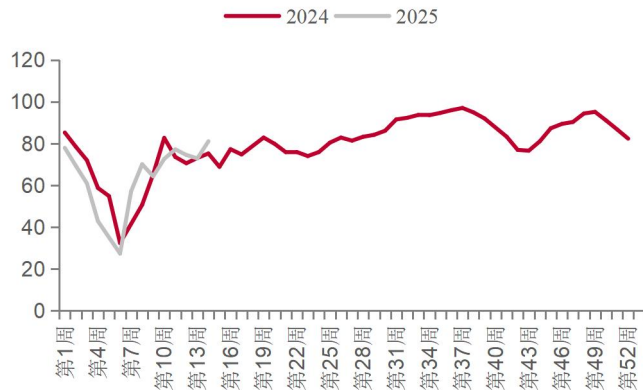
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 52：中国电解铜制杆周度开工率（%）



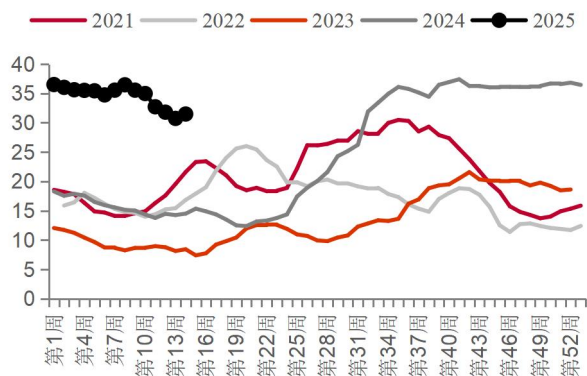
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 53：中国电线电缆周度开工率（%）



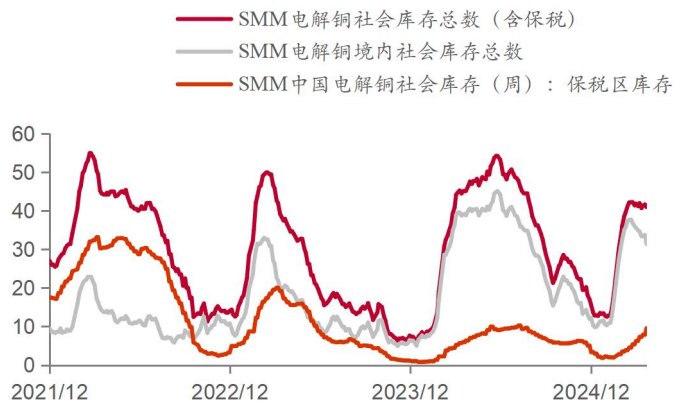
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 54: LME+COMEX 库存变动趋势 (吨)



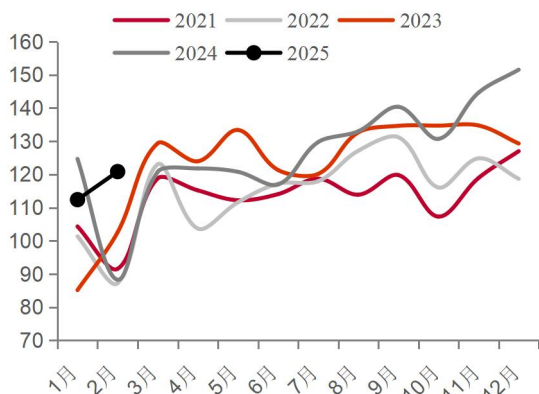
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 55: 境内及保税区社会库存变动 (万吨)



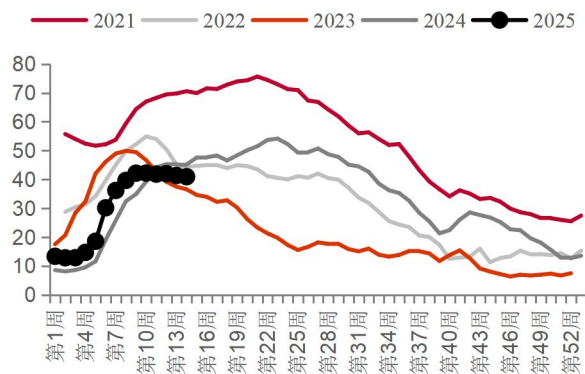
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 56: 电解铜月度表观消费变动 (万吨)



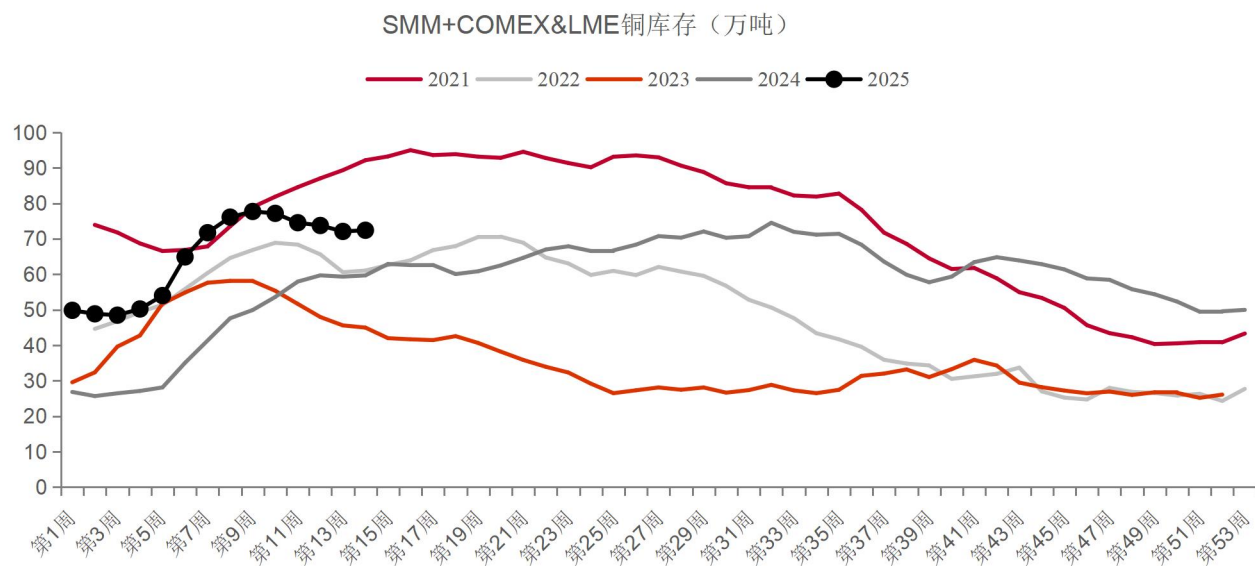
来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 57: 电解铜社会库存变动 (万吨)



来源: SMM, 中泰证券研究所

图表 58: 全球铜库存变动趋势 (万吨)



来源: WIND, SMM, 中泰证券研究所

3.4 锌：长单加工费基本符合预期，国内库存大幅去化

■ 供应：加工费小幅上涨，精炼锌周度产量增加

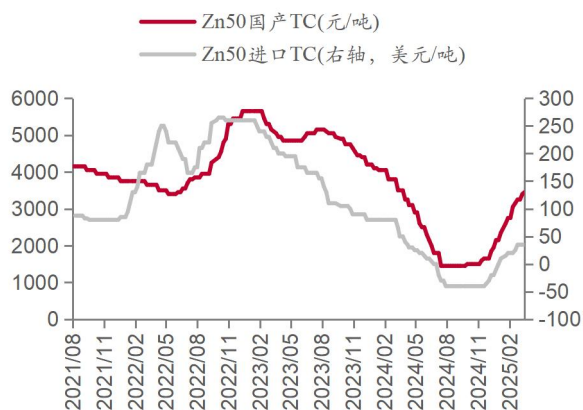
1) 锌精矿：加工费小幅上涨，港口库存环比增加。本周 SMM 锌精矿国产和进口加工费较上周上涨，SMM Zn50 国产周度 TC 均价上升 50 元至 3450 元/金属吨，SMM Zn50 进口周度 TC 均价持平于 35 美元/干吨。本周 SMM 锌精矿在防城港、连云港、锦州港、黄埔港、钦州港、南京港和葫芦岛港等 7 个港口的库存总计 32.3 万吨，环比上周增加 1.29 万吨。据 SMM，泰克资源和韩国锌业的 BM 已经达成成交，约定 2025 年进口锌精矿成交基准加工费为 80 美元/干吨，较 2024 年的 165 美元/干吨下降 52%，创历史新低，但市场前期预计在 70-100 美元/干吨，基本符合预期，另外前期市场已经交易了部分海外冶炼减产预期，目前对锌价影响有限。

2) 精炼锌：国内炼厂周度产量上行。百川统计截止 4 月 4 日国内电解铜周产量 11.64 万吨，环比+0.28 万吨，同比+0.42 万吨。

■ 需求：初端加工开工率持稳低位。本周国内镀锌周度开工率录得 60.3%，环比+0.55%。压铸锌开工率为 54.1%，环比-3.34%，氧化锌开工率为 60.65%，环比+0.57%。

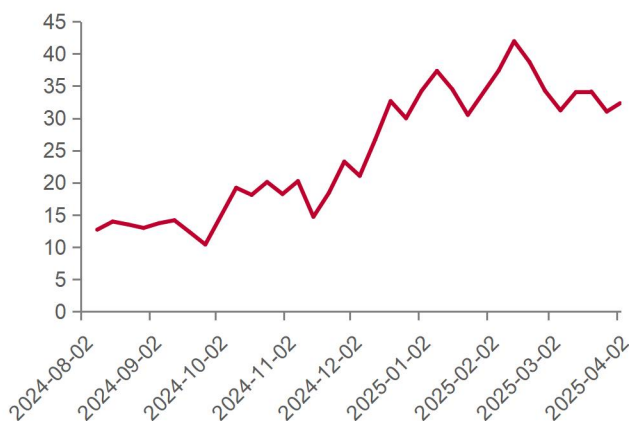
■ 库存变化：全球库存下降。本周，国内 SMM 七地锌锭库存总量为 10.91 万吨，较上周降低 2.05 万；LME 库存为 13 万吨，较上涨增加 0.79 万吨。

图表 59：国产及进口锌精矿加工费对比



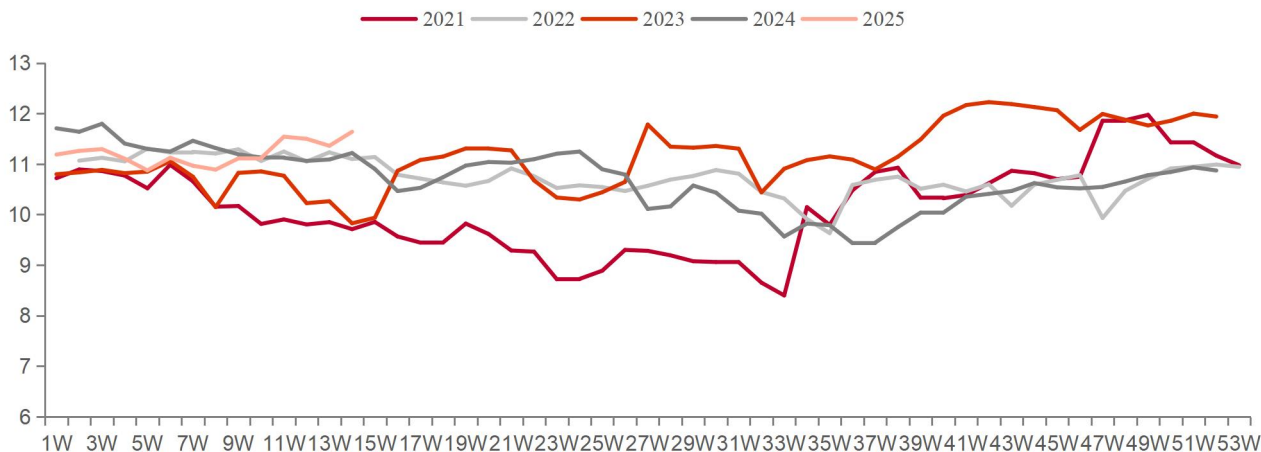
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 60：进口锌精矿港口库存（万实物吨）



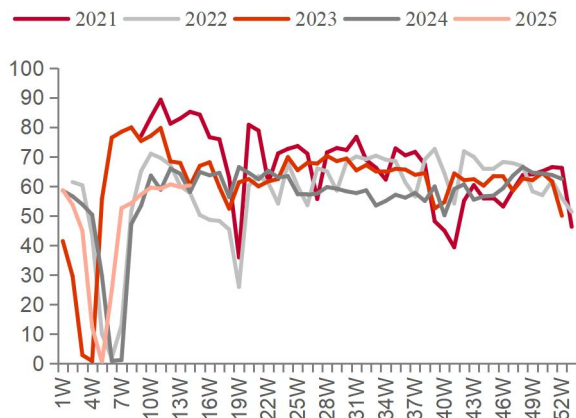
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 61：国内锌周度产量（万吨）



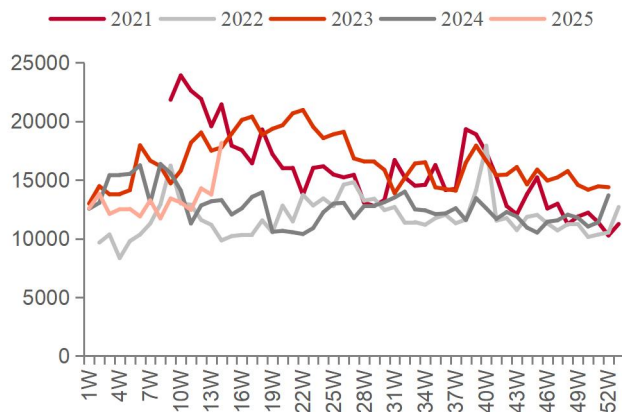
来源：WIND，SMM，中泰证券研究所

图表 62：镀锌开工率（%）



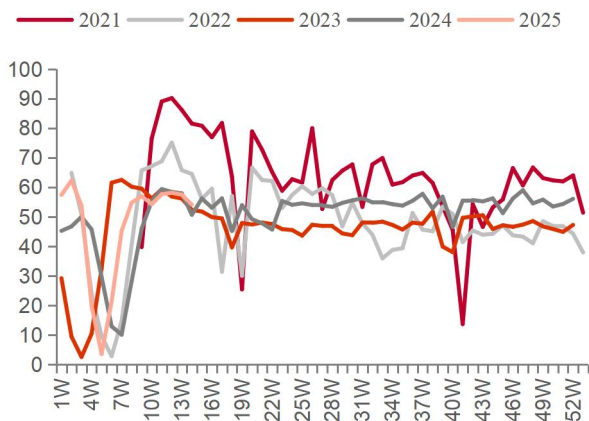
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 63：镀锌原料库存（吨）



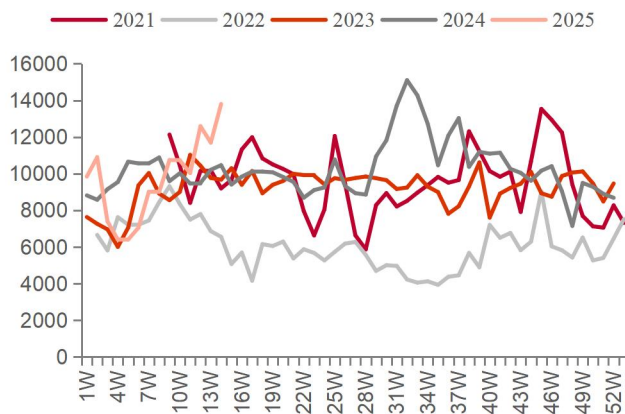
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 64：压铸锌开工率（%）



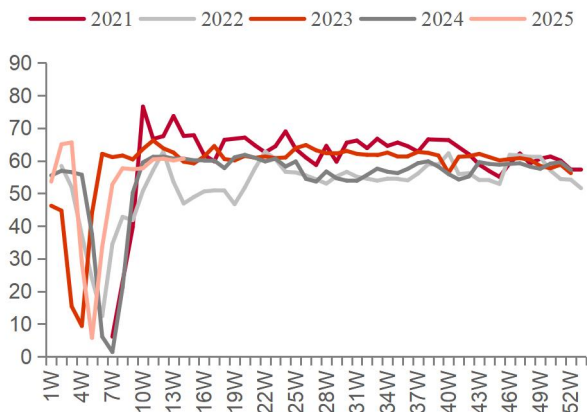
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 65：压铸锌原料库存（吨）



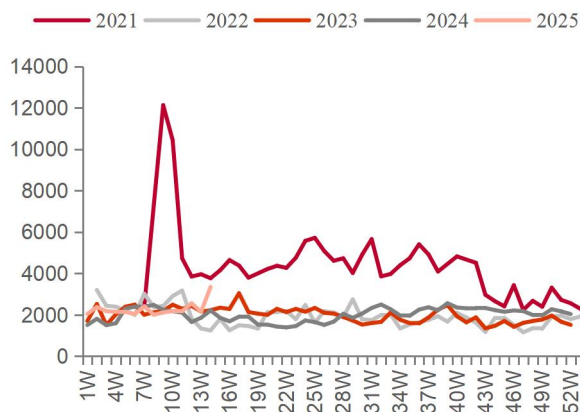
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 66：氧化锌开工率（%）



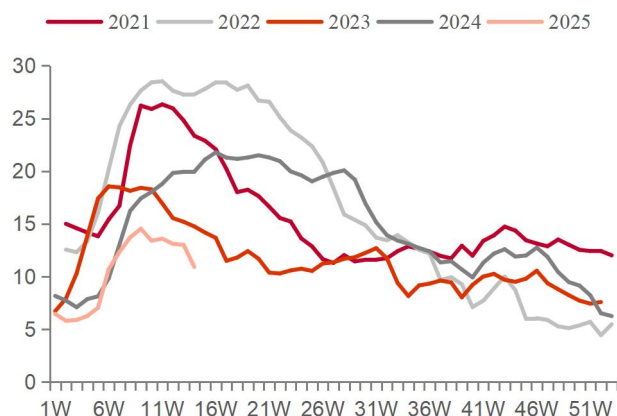
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 67：氧化锌原料库存（吨）



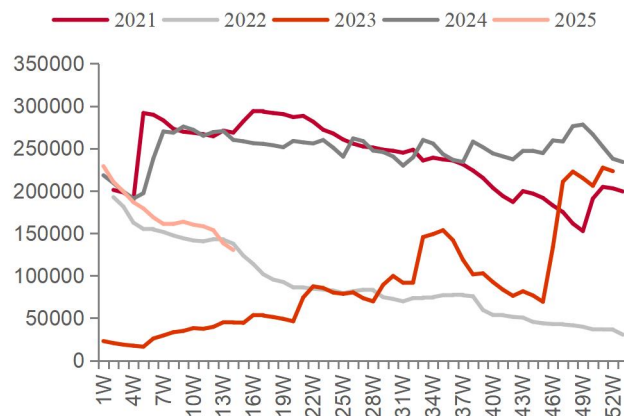
来源：SMM，中泰证券研究所

图表 68：国内锌七地库存（万吨）



来源：SMM，中泰证券研究所

图表 69：LME 锌库存变动趋势（吨）



来源：WIND，中泰证券研究所

4.投资建议：维持“增持”评级

- 特朗普于 4 月 2 日宣布“对等关税”，幅度超出市场预期，关税摩擦引发市场对全球经济衰退的担忧，基本金属价格普跌。但在长期供需格局重塑背景下，基本金属价格进一步下行的空间或有限，随着利空情绪的逐步消化，寻找下一个介入机会，尤其是对于供应刚性品种铝和铜尤为如此。

5.风险提示

- 宏观经济波动带来的风险
- 政策变动带来的风险
- 测算前提假设不及预期
- 金属价格波动风险
- 产业政策不及预期的风险
- 下游消费不及预期的风险
- 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。