

中美关系缓和+美国通胀超预期降温，金属价格共振上行

2023年11月19日

► **本周商品价格整体上行。**本周(11.13-11.17)上证综指上涨 0.51%，沪深300 指数下跌 0.51%，SW 有色指数上涨 1.08%，贵金属方面 COMEX 黄金上涨 2.10%，白银上涨 6.59%。工业金属价格 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动 -0.23%、3.42%、-0.06%、5.34%、-0.12%、1.69%；工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动 0.01%、0.71%、89.67%、1.51%、4.19%、4.01%。

► **工业金属：中美关系缓和，美国通胀超预期降温，国内经济数据向好，铜价上行。核心观点：**美国 10 月 CPI 同比增 3.2%，低于预期的 3.3%，中美首脑会晤关系缓和，国内 10 月社融等数据向好，看好金属价格。**铜方面**，供应端，本周 SMM 进口铜精矿指数报 84.37 美元/吨，较上周减少 0.38 美元/吨；需求端，价格攀升抑制新订单节奏，主要精铜杆企业周度开工率环比降 3.81pct 至 74.02%。**铝方面**，供给端，云南因限电继续减产，截至 11 月 16 日，停产产能约 94 万吨，总停产规模符合预期，SMM 预计到 11 月 20 日左右主流企业完成停产要求，其他地区电解铝企业持稳运行；需求端，消费淡季来临，下游开工维持弱势，海外需求未有好转迹象，周内电解铝迎来去库，截至 11 月 16 日国内铝锭社会库存 67.7 万吨，周度环比减少 1.1 万吨。**重点推荐：紫金矿业、洛阳钼业、云铝股份，关注神火股份，五矿资源、中国有色矿业、中国铝业。**

► **能源金属：需求维持弱势，锂精矿价格加速下跌。核心观点：**需求弱势持续，能源金属供需格局走向过剩，矿价加速下跌，锂冶炼环节盈利或将边际改善。**锂方面**，供应端，矿端新增产能释放，国内冶炼厂迫于成本压力持续压价，澳洲、非洲锂精矿进口价格明显下降，截至 11 月 16 日，SMM 锂辉石精矿 CIF 中值 1945 美元/吨，周度环比降 5.4%；需求端，维持弱势未见好转，锂价下跌趋势下，下游压缩库存周期减少损失，考虑到锂矿定价模式变化，锂价继续下探寻底。**钴方面**，供给端，电钴、钴盐供应较为充足；需求端，下游维持刚需采购，且对未来需求预期较弱，新增订单下滑，库存压力下，部分企业抛货，钴价承压下跌。**镍方面**，华飞项目爬坡并逐步到港，原料紧张有所缓解，三元前驱体需求疲软，供需宽松硫酸镍价格小幅下跌。**重点推荐：华友钴业、永兴材料、中矿资源。**

► **贵金属：美国通胀超预期回落，加息尾声临近，看好金价布局时机。**美国 10 月季调后 CPI 同比增 3.2%，创 7 月以来最低增幅，预期增 3.7%，前值增 3.7%，美国 10 月 PPI 同比增 1.3%，预期增 1.9%，前值增 2.2%，美国通胀数据超预期降温，联储 12 月维持利率不变预期继续走强，尽管美联储降通胀目标坚定，但美国 10 月份非农就业人数大幅低于预期，且失业率上升明显，美国经济前景或并不乐观，美联储加息尾声较为明确，货币政策拐点渐行渐近，持续看好金价。**重点推荐：山东黄金、中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金，关注招金矿业、中国黄金国际和湖南黄金。**

► **风险提示：**需求不及预期、供给超预期释放、海外地缘政治风险等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
601899.SH	紫金矿业	11.97	0.76	0.84	0.93	16	14	13	推荐
603993.SH	洛阳钼业	5.25	0.28	0.27	0.51	19	19	10	推荐
000807.SZ	云铝股份	13.26	1.32	1.08	1.75	10	12	8	推荐
603799.SH	华友钴业	36.28	2.29	2.38	3.21	16	15	11	推荐
002738.SZ	中矿资源	37.89	4.62	3.50	3.00	8	11	13	推荐
002756.SZ	永兴材料	47.30	11.72	6.75	3.04	4	7	16	推荐
600547.SH	山东黄金	22.76	0.28	0.46	0.65	81	49	35	推荐
600489.SH	中金黄金	10.56	0.44	0.58	0.70	24	18	15	推荐
600988.SH	赤峰黄金	14.10	0.27	0.44	0.73	52	32	19	推荐
000975.SZ	银泰黄金	14.40	0.40	0.58	0.72	36	25	20	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 11 月 17 日收盘价）

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

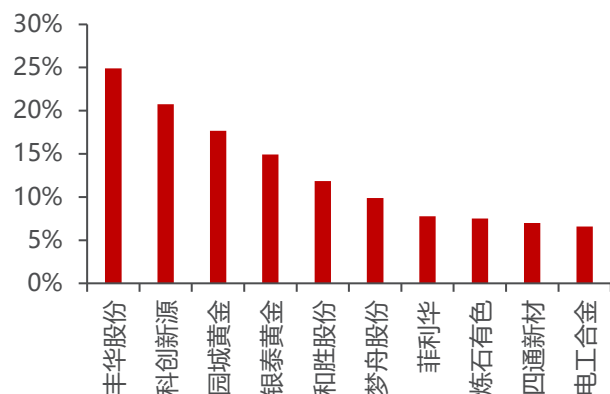
1. 有色金属周报 20231112：美联储货币政策拐点渐行渐近，金属价格有望上行-2023/11/12
2. 人形机器人对金属材料需求拉动专题报告：人形机器人，金属材料新机遇-2023/11/08
3. 有色金属行业 2023Q3 总结：2023Q3 盈利总体回升，进入最佳布局期-2023/11/05
4. 有色金属周报 20231105：联储鸽声嘹亮，金属价格迎来共振上行-2023/11/05
5. 有色金属周报 20231028：万亿国债提振需求信心，金属价格企稳回升-2023/10/29

目录

1 行业及个股表现	3
2 基本金属	3
2.1 价格和股票相关性复盘	5
2.2 工业金属	5
3 贵金属、小金属	15
3.1 贵金属	15
3.2 能源金属	18
3.3 其他小金属	21
4 稀土价格	23
5 风险提示	25
插图目录	26
表格目录	27

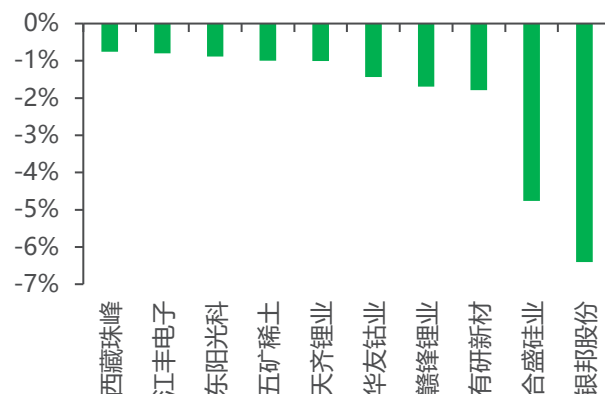
1 行业及个股表现

图1: 本周涨幅前 10 只股票 (11/13-11/17)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 本周跌幅前 10 只股票 (11/13-11/17)



资料来源: wind, 民生证券研究院

2 基本金属

表1: 金属价格、库存变化表

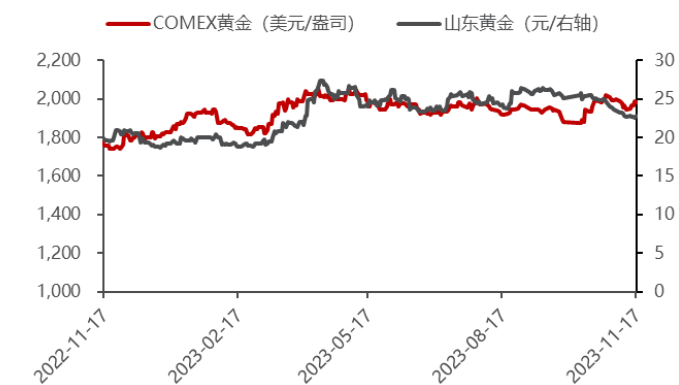
		单位	价格/库存 2023/11/17	一周以来	变化 本月以来	今年以来	
基本金属价格							
LME 价格	铝(当月)	美元/吨	2216	-0.23%	-2.81%	-7.22%	
	铜(当月)	美元/吨	8309	3.42%	1.14%	-0.78%	
	锌(当月)	美元/吨	2559	-0.06%	-2.59%	-13.77%	
	铅(当月)	美元/吨	2296.5	5.34%	4.60%	0.20%	
	镍(当月)	美元/吨	17170	-0.12%	-9.56%	-42.61%	
	锡(当月)	美元/吨	24925	1.69%	-1.11%	0.10%	
	国内价格	铝(当月)	元/吨	18865	-1.23%	-2.98%	0.88%
		铜(当月)	元/吨	67920	1.03%	1.01%	2.51%
		锌(当月)	元/吨	21430	-1.11%	-0.65%	-9.83%
		铅(当月)	元/吨	17030	3.18%	3.27%	6.94%
		镍(当月)	元/吨	136290	-2.84%	-10.28%	-41.25%
		锡(当月)	元/吨	213820	2.19%	-1.56%	0.91%
基本金属库存							
铝	LME 库存	万吨	48.18	0.01%	-1.73%	6.99%	
	上海期交所库存	万吨	12.60	-0.36%	59.08%	31.39%	
铜	LME 库存	万吨	18.13	0.71%	8.01%	67.92%	
	COMEX 库存	万吨	1.98	-2.88%	-21.80%	-43.53%	
	上海期交所库存	万吨	3.10	-10.96%	-20.44%	-55.21%	
	锌	LME 库存	万吨	13.31	89.67%	26.26%	315.46%
上海期交所库存		万吨	4.32	21.43%	34.47%	111.24%	
铅	LME 库存	万吨	13.59	1.51%	77.51%	440.46%	
	上海期交所库存	万吨	7.98	15.85%	11.74%	126.64%	
镍	LME 库存	万吨	4.43	4.19%	5.56%	-20.12%	
	上海期交所库存	万吨	1.08	-1.00%	45.21%	334.58%	
锡	LME 库存	万吨	0.78	4.01%	9.96%	160.37%	

	上海期交所库存	万吨	0.58	-0.38%	-21.80%	6.55%
贵金属价格						
COMEX 价格	黄金	美元/盎司	1983.50	2.10%	4.77%	8.87%
	白银	美元/盎司	23.78	6.59%	4.37%	-1.41%
国内价格	黄金	元/克	473.44	0.44%	3.03%	15.27%
	白银	元/千克	5912.00	2.30%	2.37%	10.24%
小金属价格						
	钼精矿	元/吨度	3010	-0.99%	-24.18%	-30.16%
	钨精矿	元/吨	119000	0.42%	-0.83%	3.48%
	电解镁	元/吨	22380	-2.19%	-13.82%	-2.95%
	电解锰	元/吨	13580	-0.80%	-2.23%	-20.45%
	锑锭(1#)	元/吨	81440	-0.66%	-1.33%	8.56%
	海绵钛	元/千克	55.6	0.00%	3.93%	-30.33%
	铬铁(高碳)	元/吨	8750	0.00%	-5.41%	-2.78%
	钴	元/吨	227000	-3.40%	-4.62%	-27.71%
	铋	元/吨	57480	0.00%	-6.63%	22.32%
	钽铁矿	美元/磅	69	-2.82%	-9.21%	-19.30%
	二氧化锗	元/千克	6390	0.00%	-2.59%	30.14%
	铟	元/千克	1950	0.00%	-6.92%	34.02%
	碳酸锂(工业级)	元/吨	131500	-9.00%	-14.33%	-72.29%
	碳酸锂(电池级)	元/吨	140500	-5.39%	-15.62%	-72.95%
	五氧化二钒	元/吨	81000	0.00%	-12.90%	-35.97%
稀土						
稀土氧化物	氧化镧	元/吨	4240	0.00%	0.00%	-35.85%
	氧化铈	元/吨	5110	0.00%	16.67%	-24.74%
	氧化镨	元/吨	507670	-1.84%	-5.08%	-34.10%
	氧化钕	元/吨	507280	-1.47%	-4.31%	-27.07%
	氧化镝	元/千克	2550	1.19%	-9.25%	1.80%
	氧化铽	元/千克	7440	-3.75%	-12.37%	-46.70%
	镨钕氧化物	元/吨	497370	-2.61%	-4.40%	-30.10%
稀土金属	金属镧	元/吨	24980	0.00%	0.00%	-3.78%
	金属铈	元/吨	25290	0.00%	3.31%	-2.66%
	金属镨	元/吨	624740	-1.54%	-1.96%	-34.62%
	金属钕	元/吨	624740	-1.54%	-1.96%	-34.62%
	金属镝	元/千克	3270	-1.51%	-5.49%	2.03%
	金属铽	元/千克	9430	-5.04%	-11.29%	-46.36%

资料来源: Wind, 亚洲金属网, 民生证券研究院

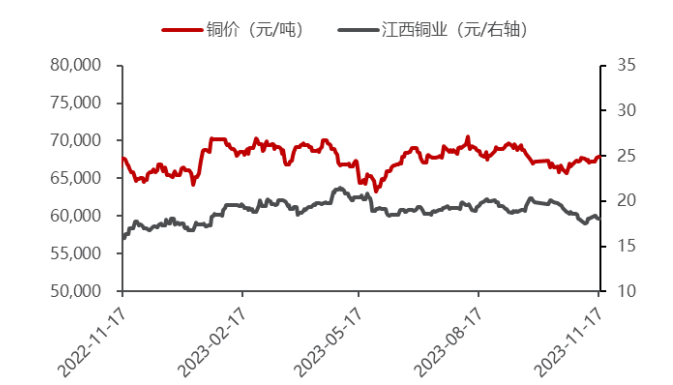
2.1 价格和股票相关性复盘

图3：黄金价格与山东黄金股价走势梳理



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理



资料来源：wind，民生证券研究院

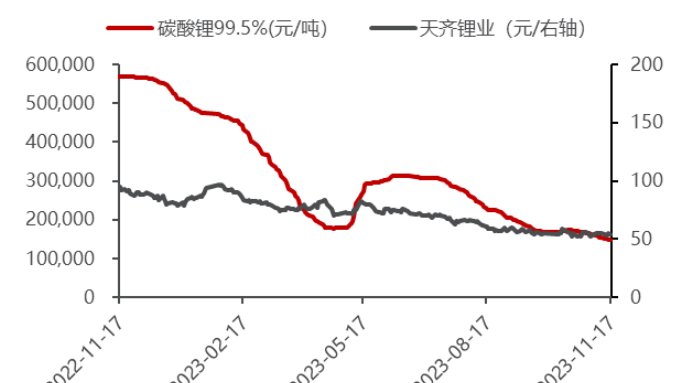
图5：华友钴业股价与硫酸钴价格走势梳理



资料来源：wind，民生证券研究院

注：左轴单位为元/kg

图6：天齐锂业股价与碳酸锂价格走势梳理



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 工业金属

2.2.1 铝

(1) 价格周度观点

本周（11.13-11.17） 综合来看，宏观方面，美国10月PPI指数录得2020年4月以来最大跌幅，美元指数明显回落，对大宗商品压制有所减弱。国内经济数据表现平稳，中美关系缓和，提振市场情绪。基本面方面，云南地区电解铝企业仍在持续减产，国内运行产能有减少2%以上的预期，但下游消费淡季来临，供应减量的影响延后性明显。短期铝价在消费疲软的基本面压力下，上行驱动力不足。但中长期在消费仍有较强预期及供应端恢复缓慢的情况下，铝价底部支撑稳健。**新闻方面：**根据SMM统计，10月铝杆供应端新投产能和停减产能并存，整体供应稳定。2023年10月国内铝杆建成产能722.0万吨，较上月增加3.6万吨，新投产能位于内蒙古地区。2023年10月全国铝杆总产量36.1万吨，环比持平。国内10月铝杆开工

率为 60.0%，9 月开工率为 60.2%，环比下降 0.2%，开工表现未出现明显变化，仍保持旺季水平。目前国内铝杆企业复产及新投产能的落地大部分已经告一段落，受国内铝杆市场竞争加剧、利润微薄影响，SMM 预计今年下半年铝杆供应端进一步提升空间已然不大。

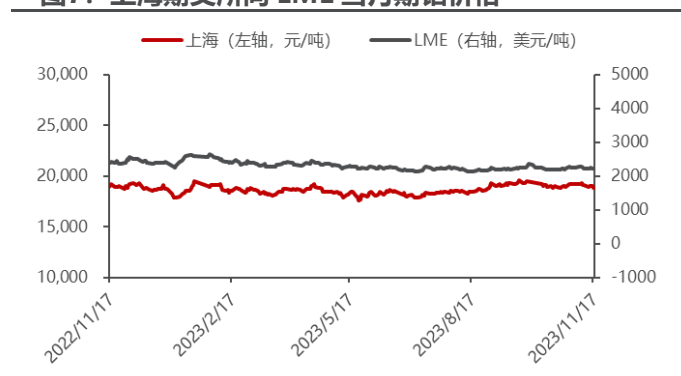
(2) 价格和库存

表2：铝价格统计

	2023-11-17	日变化		周变化		月变化	
	价格 (元/吨)	元/吨	涨跌幅	元/吨	涨跌幅	元/吨	涨跌幅
电解铝	18750	-110.0	-0.58%	-350.0	-1.83%	-140.0	-0.74%
氧化铝	2980	0.0	0.00%	-5.0	-0.17%	-10.0	-0.33%
铝土矿（澳洲进口）	438	-0.1	-0.02%	-0.1	-0.03%	-0.1	-0.03%
铝土矿（广西）	475	0.0	0.00%	0.0	0.00%	0.0	0.00%
铝土矿（山西）	542	0.0	0.00%	0.0	0.00%	0.0	0.00%
预焙阳极	4120	0.0	0.00%	-30.0	-0.72%	-220.0	-5.07%
动力煤	941	0.0	0.00%	-16.0	-1.67%	-77.0	-7.56%

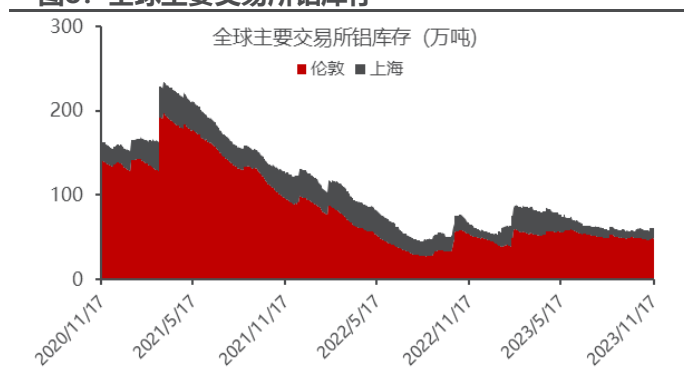
资料来源：wind，民生证券研究院整理

图7：上海期交所同 LME 当月期铝价格



资料来源：wind，民生证券研究院

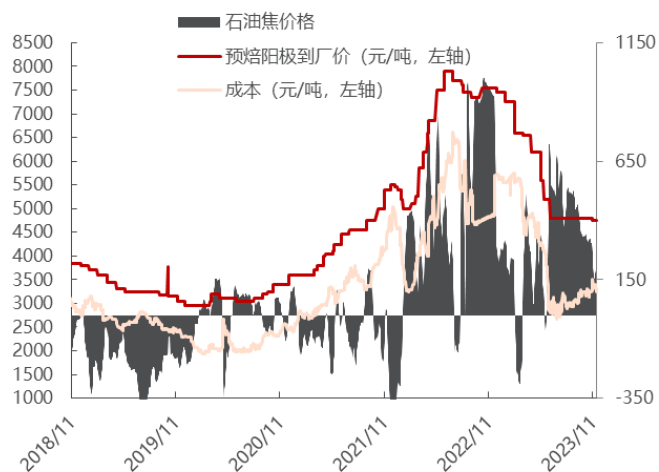
图8：全球主要交易所铝库存



资料来源：wind，民生证券研究院

(3) 利润

图9：预焙阳极盈利梳理



资料来源：SMM，民生证券研究院

图10：电解铝单吨盈利梳理



资料来源：SMM，民生证券研究院

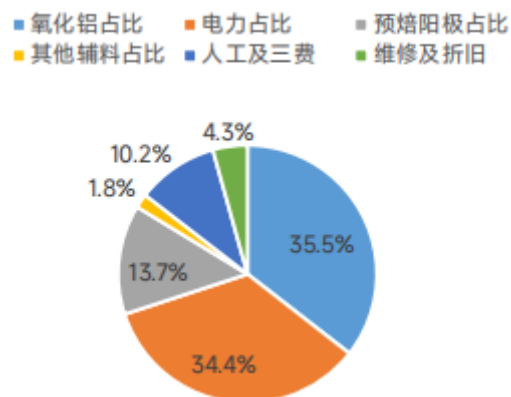
图11：氧化铝单吨盈利梳理（单位：元）



资料来源：wind，百川资讯，民生证券研究院测算

(4) 成本库存

图12：2023年10月全国平均电解铝完全成本构成



资料来源：SMM，民生证券研究院

图13：国内主要地区电解铝社会库存（单位：万吨）

日期	上海	无锡	南海	杭州	巩义	天津	重庆	临沂	合计
2023/11/9	5.2	22.1	17.5	6.0	9.6	5.7	1.0	1.7	68.8
2023/11/13	4.8	23.0	17.9	6.0	9.5	5.5	1.0	1.7	69.4
2023/11/16	4.9	22.8	17.3	6.0	8.7	5.3	1.0	1.7	67.7
较上周四变化	-0.3	0.7	-0.2	0.0	-0.9	-0.4	0.0	0.0	-1.1

资料来源：SMM，民生证券研究院

图14：国产和进口氧化铝价格走势



资料来源：SMM，民生证券研究院；注：图中澳大利亚氧化铝 FOB 价格为右轴

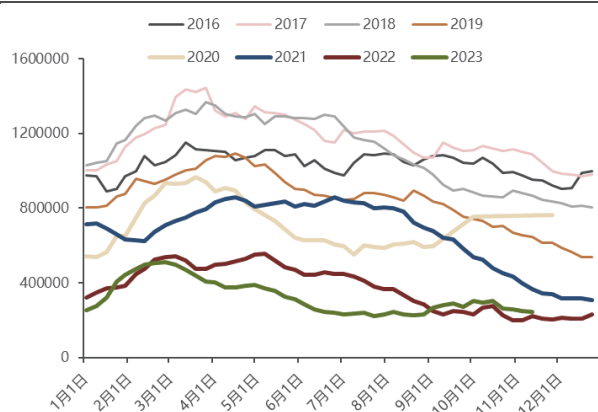
2.2.2 铜

(1) 价格周度观点

本周 (11.13-11.17) 周内铜价节节攀高。基本面“挤仓”风波在沪铜最后交易日月差直线走高后被落实。穆迪将美国评级展望从“稳定”调整为“负面”，美元指数随着美债收益率回落有所走跌。10月CPI数据出炉，同比上涨3.2%远低于前值与预期，令美联储12月加息预期几无，但从目前美联储鹰派态度来看，降息或“为时过早”；美元跌幅被进一步放大，测试104点位关口。预计下周伦铜运行于8100-8400美元/吨，沪铜运行于67000-68500元/吨。换月后高升水态势预计难引起下游买盘动力，下周仓单流出以及进口到货或能缓解供应紧张态势，但需关注沪粤价差，以及实际到货后被消化情况，预计现货升水300-600元/吨。**新闻方面：**据SMM调研数据显示，本周再生铜杆开工率为45.66%较上周上升2.78个百分点，由于精废价差自上周以来持续上涨，江西一再生铜杆企业重新投料生产，若剔除该企业数据，本周开工率39.10%，环比下降3.78个百分点。再生铜杆厂表示目前下游电线电缆厂的订单都需要账期，不愿意冒风险接单。再生铜原料处于高价，产品成本与销售价格形成倒挂，再生铜杆厂本周减少再生铜杆生产，转为生产阳极板。供应端，北方地区个别省份的再生铜杆厂表示由于采购不到再生铜，本周减产甚至停炉。再生铜杆成本价格倒挂，有企业改做阳极板或粗铜。消费端，每年11年至第二年春节前，下游电线电缆行业消费进入淡季，但鉴于目前再生铜杆每日价格对盘面贴水200-400元/吨，再生铜杆贸易商采购意愿尚可，主要执行固定价格定价。展望下周，再生铜原料供应紧张情况不改，将导致再生铜杆厂减产甚至停产规模进一步扩大。

(2) 价格、库存和加工费

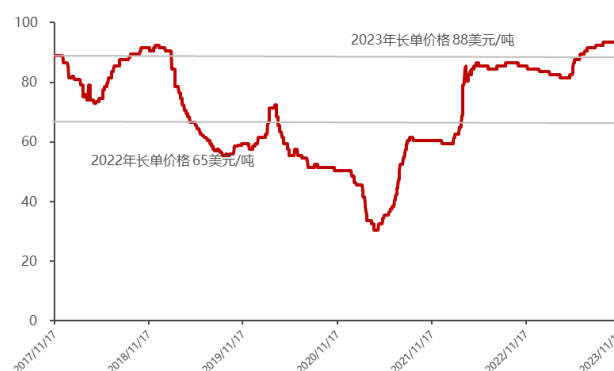
图15：三大期货交易所铜库存合计+保税区（单位：吨）



资料来源：wind, SMM, 同花顺, 民生证券研究院

注：2023年以来铜保税区库存数据采用同花顺数据来源

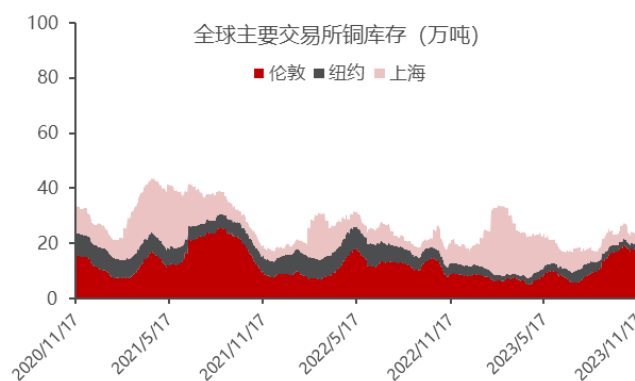
图16：铜精矿加工费（美元/吨）



资料来源：wind, SMM, 民生证券研究院

图17：上海期交所同 LME 当月期铜价格


资料来源：wind，民生证券研究院

图18：全球主要交易所铜库存


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2.3 锌

(1) 价格周度观点

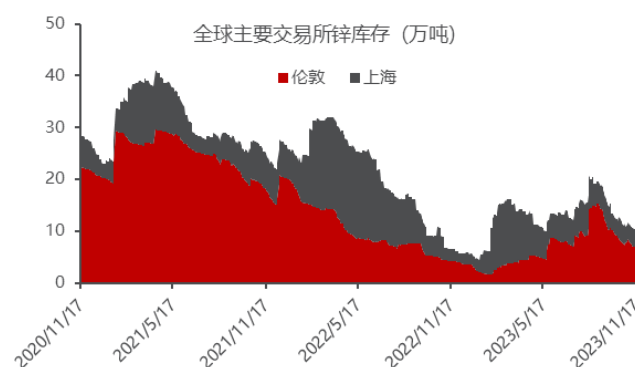
本周（11.13-11.17）伦锌方面：周初，受美国预期通胀率超预期，叠加美联储官员发言偏鹰，伦锌重心下移触及近期低位；随后俄罗斯铜业旗下 VerkhnyUfalei 冶炼厂与德国 Nordenham 锌冶炼厂明年料重启，市场对于远期供应存在预期增长，伦锌维持低位盘整；但是美国 10 月末季调 CPI 年率低于预期录得 3.2%，10 月核心 CPI 月率低于预期录得 0.2%，提振市场对于美联储已完成加息的希望，美元指数下挫，带动伦锌直线拉涨，随后美国 10 月 PPI 指数月率低于预期录得 -0.5%，再次佐证美国通胀降温，伦锌重心再度攀升，但是美国 10 月零售销售月率超预期录得 -0.1%，纽约联储制造业指数超预期录得 9.1，叠加美联储官员鹰声不断，LME 库存暴增 6.5 万吨至 13.32 万吨，伦锌超预期增长随后回调，周内伦锌重心上移，伦锌截止至本周四 15:00，伦锌终收 2604 美元/吨，周内涨 43.5 美元/吨，涨幅 1.70%。

沪锌方面：周初，SMM 七地锌锭库存录得增至 10.48 万吨，沪锌维持低位震荡，随后国内 10 月末社融规模同比增长 9.3%，M2 同比增长 10.3%，叠加房产新一轮万亿投资或将出台，提振房地产板块信心，市场情绪较为乐观，沪锌重心震荡上移；随后受外盘利好消息提振，沪锌重心迅速上移并跳空高开突破 22000 元/吨关口压制，随后情绪逐渐恢复冷静叠加锌价高企下下游采买情绪不佳，基本面支撑较弱，沪锌回吐近乎周内全部涨幅；周内沪锌录得倒 V 走势；沪锌截止至本周四 15:00，沪锌终收 21640 元/吨，周内跌 30 元/吨，跌幅 0.14%。

新闻方面：产业内，最近海外矿端消息不断，继新星公司小型矿山因成本问题计划停产和 OZ 矿山发生火灾之后，冶炼厂消息再起，嘉能可计划明年一季度重启年产能 16.5 万吨的 Nordenham 锌冶炼厂，同时俄罗斯铜业公司旗下的年产 12 万吨的 VerkhnyUfalei 冶炼厂计划 2024 年三季度投产，虽然这些均为中长期计划，但另矿冶博弈加剧；另外周内 LME 结束了长达 2 个月的去库现象，海外交仓导致库存增加 65075 吨至 13.32 万吨，表明当前海外锌市场仍处于宽松的状态，亦给供应端施压。国内消费上最近市场关于房地产的城中村改造和保障性住房项目的新一轮万亿投资或将出台的消息不断，消费预期带动下，锌价突破前期高位，但落实到近期的消费来看，整体表现依然偏弱，同时现货表现不佳，社会库存小幅累增。整体来看，宏观和此前矿山减产带来的乐观情绪消化完毕后，基本面对锌价仍有施压，海外库存压力加大，预计锌价高位向下调整，套利上，内外比价或有修复。

图19：上海期交所同 LME 当月期锌价格


资料来源：wind，民生证券研究院

图20：全球主要交易所锌库存


资料来源：wind，民生证券研究院

(2) 加工费&社会库存

图21：国产-进口锌加工费周均价

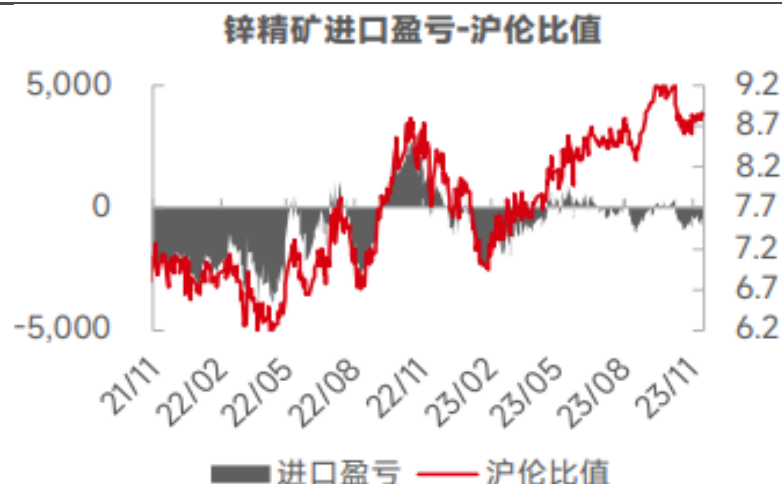

资料来源：SMM，民生证券研究院，注：图中进口周均价为右轴

图22：锌七地库存（万吨）

国内主流消费地锌锭社会库存（含SHFE仓单 单位:万吨）									
日期	上海	广东	天津	江苏	浙江	山东	河北	原三地总计	七地总计
2023/10/27	3.22	0.91	4.05	0.35	0.67	0.20	0.29	8.18	9.69
2023/10/30	3.37	0.89	4.13	0.3	0.68	0.20	0.33	8.39	9.90
2023/11/3	3.21	0.81	4.18	0.28	0.46	0.21	0.35	8.20	9.50
2023/11/6	3.45	0.9	4.13	0.33	0.47	0.20	0.28	8.48	9.76
2023/11/10	3.51	0.82	4.20	0.34	0.49	0.18	0.26	8.53	9.80
2023/11/13	3.7	1.06	4.28	0.37	0.63	0.18	0.26	9.04	10.48
2023/11/17	4.05	0.96	4.16	0.3	0.62	0.18	0.28	9.17	10.55
较上周五变化	0.54	0.14	-0.04	-0.04	0.13	0.00	0.02	0.64	0.75
较本周一变化	0.35	-0.1	-0.12	-0.07	-0.01	0.00	0.02	0.13	0.07

资料来源：SMM，民生证券研究院

图23：锌进口比值及盈亏



资料来源：SMM，民生证券研究院；

注：沪伦比值为右轴，进口盈亏单位为元/吨

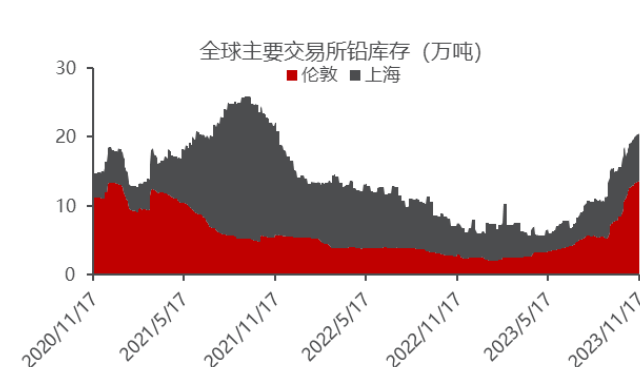
2.3 铅、锡、镍

- **铅：本周（11.13-11.17）** 本周伦铅开于 2177 美元/吨，盘初震荡下行触低 2156 美元/吨；周中美通胀意外爆冷，市场交易者对美联储加息预期放缓，美元走弱，有色金属普涨；下半周多头入场，再度提振伦铅上行探高至 2286 美元/吨，截至周五 16:15，伦铅收于 2273.5 美元/吨，涨幅约 3.81%。**新闻方面：**原生铅方面，冶炼企业生产平稳，同时交割后货源重新流入市场，市场流通货源增加，但出口预期上升，现货铅交割与非交割品牌价差将扩大；再生铅方面，废电瓶价格接连上涨，而冶炼企业因出货困难，再生铅跟涨有限，出货维持大贴水，另冶炼企业利润空间受到挤压，部分企业出现减产意向。铅消费方面，铅蓄电池市场消费不旺，下游企业仅按需采购，对于铅价支持有限。
- **锡：本周（11.13-11.17）** 本周沪锡价格在周初大幅上涨后维持高位盘整态势，下游企业多持观望态度采购热情较低，这是由于两周前锡价回落至 20.5 万元/吨附近已经吸引了下游企业大量采购备库，市场大部分需求得以满足。而本周初价格大幅上涨后，下游企业纷纷持观望态度，采购热情大幅下降，现货市场成交遇冷，据 SMM 调研了解每日下游企业除刚需采购成交少量锡锭外暂无其他采购计划，贸易企业也反应成交量级少于上周，本周成交情况较为惨淡。周内 LME 锡库存增加 25 吨，至 7785 吨，其中亚洲库存为 6505 吨，欧洲库存为 895 吨，美洲库存为 385 吨。**新闻方面：**本周国内冶炼企业生产状态相对稳定，整体开工率较上周有小幅上升，云南，江西的冶炼企业近期无检修计划且近期市场中的锡矿供应相对平稳，预计月度生产计划无较大改变，不过废料供应仍相对偏紧，部分废锡回收企业表示较难回收到充足的废料进行加工，无法保持较高开工率，再生锡产品供应较少。本周沪锡价格在周初迅速拉升后维持在相对高位，下游企业多持观望态度采购热情较低，多为刚需采购，现货市场成交较为冷清，本周锡锭社会库存累库 593 吨。在前周锡价回落至较低位置时，多数下游企业存在采购及备库的情况，而本周锡价逐渐回升，下游企业采买情绪低迷，以消化库存进行生产为主，若后续锡价持续维持较高位置，预期亦难吸引下游进行采购，但随着常备库存的消耗，下游企业将逐渐进行刚需为主的采买，而锡锭社会库存或也难发生长期大量累库的现象。

- 镍：本周（11.13-11.17）**宏观面来看，美国10月CPI同比上涨3.2%，10月末季调核心CPI年率录得4%。通胀数据的超预期降温使市场进一步押注美联储在2024年进行四次降息的预期。基本面来看，本周沪镍现货市场成交整体寡淡，据SMM调研了解，部分贸易商反馈周内仅有零星现货成交，并且本周四、五有少量进口镍板入境流入市场，国内现货供给增加。需求端来看，合金行业已经进入行业的传统淡季，对纯镍的需求有一定下滑，但镍板耗量下降幅度优于预期，并且受军工订单的支撑，合金行业整体对镍价的支撑仍然较为关键。其次是不锈钢方面，不锈钢受订单下行影响，对300系不锈钢的减产预计按计划执行，对镍板的耗量有一定下滑。其次当前仍需要关注镍豆与硫酸镍的价差关系看。当前镍豆持续低于硫酸镍价格，但仍未达到生产硫酸镍有利润的水平，并且值得注意的是，硫酸镍价格受下游需求缩减叠加原料价格受沪镍持续下行影响，成本支撑不在，而需求端转弱，后续硫酸镍价格或继续下行，镍豆较硫酸镍价差可能缩窄。综上，当前宏观情绪仍然向好，但暂无特大利好事件推动镍价上行，基本面持续处于供需错配阶段，纯镍供应过剩幅度持续增加。综上，预计下周2312合约镍价136000-146000元/吨。**新闻方面：**本周保税区库存较上周相比小幅去库400吨。据SMM调研了解本周保税区库存4500吨，镍豆及镍板分别为1720吨、2780吨。本周保税区去库主因近期沪镍大幅下跌，导致硫酸镍较镍豆价差转正，镍豆需求有所回暖叠加本周内需仍差，部分镍板出口利润扩大，保税区内出口增加。预计下周国内现货市场延续低迷，纯镍出口增加，保税区延续去库。

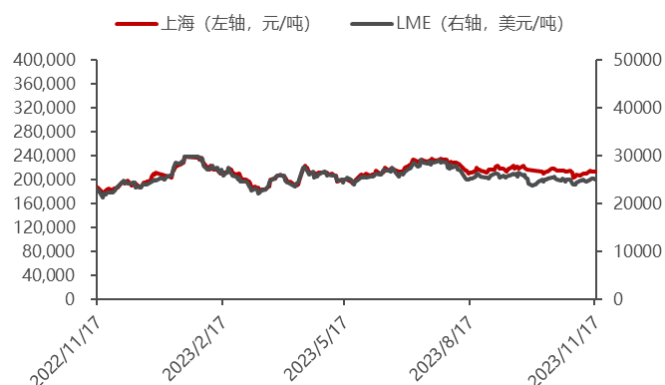
图24：上海期交所同LME 当月期铅价格


资料来源：wind，民生证券研究院

图25：全球主要交易所铅库存


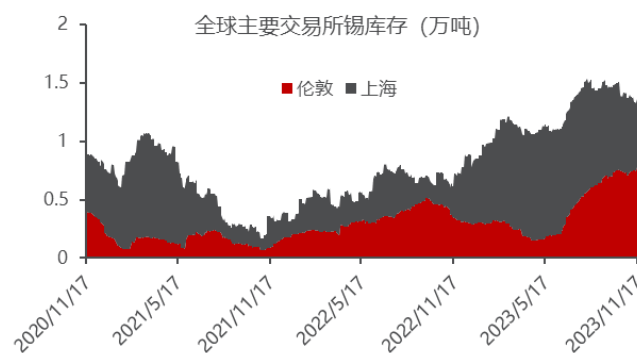
资料来源：wind，民生证券研究院

图26: 上海期交所同 LME 当月期锡价格



资料来源: wind, 民生证券研究院

图27: 全球主要交易所锡库存



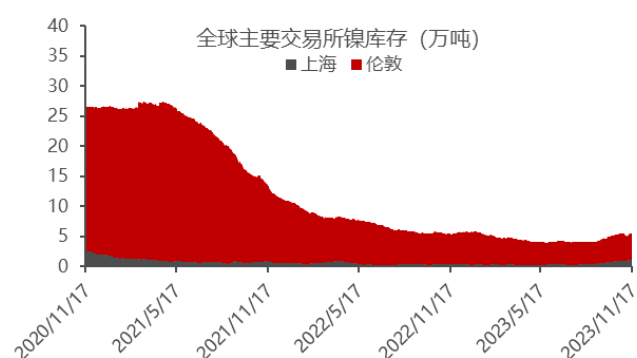
资料来源: wind, 民生证券研究院

图28: 上海期交所同 LME 当月期镍价格



资料来源: wind, 民生证券研究院

图29: 全球主要交易所镍库存



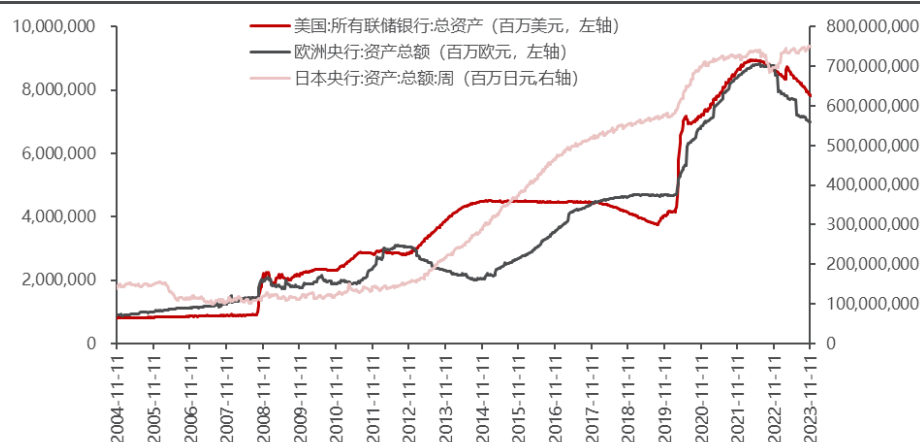
资料来源: wind, 民生证券研究院

3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

- **金银：本周（11.13-11.17）金银价格下跌。**截至 11 月 16 日，国内 99.95%黄金市场价格为 470.09 元/克，较上周同期下跌 0.68%，上海现货 1#白银市场价格为 5751 元/千克，较上周同期下跌 0.47%。周中前期，鲍威尔在国际货币基金组织上发表的偏鹰言论打击了市场对美联储明年降息的预期，金银价格延续上周的跌势，COMEX 金银主力最低分别至 1935 和 21.925 美元/盎司，国内金银现货触及近一个月低位至 468.21 元/克和 5650 元/千克。窄幅调整过后，市场迎来美国 10 月通胀数据超预期回落的利好消息，美联储基本结束本轮加息且对未来更早些时候降息的预期升温，当日尾盘美元指数跌至 104 关口，金银市场士气大受鼓舞。然美联储官员数据结果审慎乐观的态度为市场乐观情绪降温，COMEX 金银在 1960 和 23.5 美元/盎司水平后涨幅放缓，国内金银价格重回 470-475 元/克和 5800-5900 元/千克的震荡区间。

图30：各国央行的资产总额情况



资料来源：wind，民生证券研究院

(1) 央行 BS、实际利率与黄金

图31：美联储资产负债表资产



资料来源：wind，民生证券研究院

图32：Comex 黄金与实际利率



资料来源：wind，民生证券研究院

(2) ETF 持仓

图33：黄金 ETF 持仓（单位：金衡盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

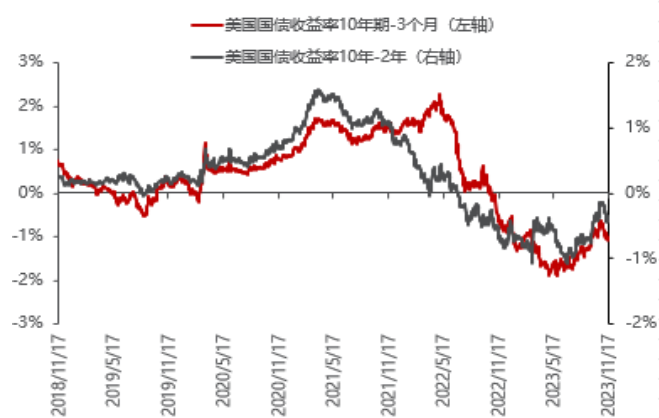
图34：白银 ETF 持仓（单位：盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

(3) 长短端利差和金银比

图35: 美国国债收益率 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图36: 金银比



资料来源: wind, 民生证券研究院

(4) COMEX 期货收盘价

图37: COMEX 黄金期货收盘价



资料来源: wind, 民生证券研究院

图38: COMEX 白银期货收盘价



资料来源: wind, 民生证券研究院

3.2 能源金属

3.2.1 钴

- **电解钴：本周（11.13-11.17）** 本周电钴价格维持下行。目前供给端产量维持正常，社会层面仍有一定的库存。需求端高温合金需求较为稳定，其他环节多以刚需采购为主。综合供需来看，整体市场供需格局仍偏过剩，因此需求一般下，贸易商降价出货行为拉跌现货价格。
- **钴盐及四钴：本周（11.13-11.17）** 本周钴盐价格维持下行。硫酸钴方面，供给端由于近期冶炼厂出货不畅，厂库有所积累，贸易环节亦有一定的库存量，因此整体供应较为充足。从需求端来看，下游维持刚需采购，且由于市场对于后市预期较为悲观，因此采购并未大范围展开。综合来看，由于市场供强需弱的状态下，部分企业在库存压力的加持下，降价抛货，拉低硫酸钴价格。氯化钴方面，由于前期需求提前消耗，本周氯化钴市场成交寡淡，周内冶炼厂有一定的累库加重，现货价格同步承压下跌。本周四钴价格下行。从供给端来看，目前整体市场供应较为充足。从下游需求端来看，新增订单明显下滑，散单成交有限。综合来看，由于近期市场询盘较为冷清，市场对于后市预期较弱，因此市场供大于求，现货价格承压下跌。
- **三元材料：本周（11.13-11.17）** 本周三元材料价格下跌。成本端，镍钴锂价格持续下降，联动正极材料制造成本下降。供应端，动力端头部电池厂体系下正极企业排产持稳为主，高镍存在小幅下滑。消费市场，头部正极企业排产存在微弱增量，中小厂订单存在下滑，存量竞争下出货价格不断下滑。需求端，头部电芯厂需求较稳定，但是部分二三线电芯厂需求持续走弱。预期后市，三元材料价格仍将随成本下降继续走低。

表3：钴系产品价格一览

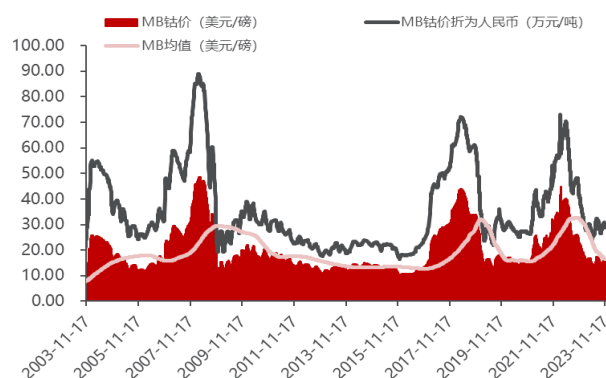
品种	产品类别	价格单位	当周价格	双周变动	1 个月变动	年初至今	12 个月最高	12 个月最低
钴粉	99.5%min 中国	元/公斤	229.50	0.00%	-0.86%	-28.39%	652.50	222.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	15.50	-4.20%	-0.96%	-19.90%	26.10	13.63
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	230.00	-4.96%	-5.74%	-26.75%	560.00	205.00
钴精矿	6-8%中国到岸	美元/磅	6.65	0.00%	4.72%	-28.11%	29.15	6.15
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	153.50	-2.54%	-1.92%	-22.28%	427.50	138.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	35000.00	-9.09%	-10.26%	-27.08%	122000.00	35000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	153.50	-0.65%	-0.65%	-21.08%	402.50	138.50

资料来源：Wind，LME，上期所，COMEX，民生证券研究院整理

注：数据截至 2023 年 11 月 17 日

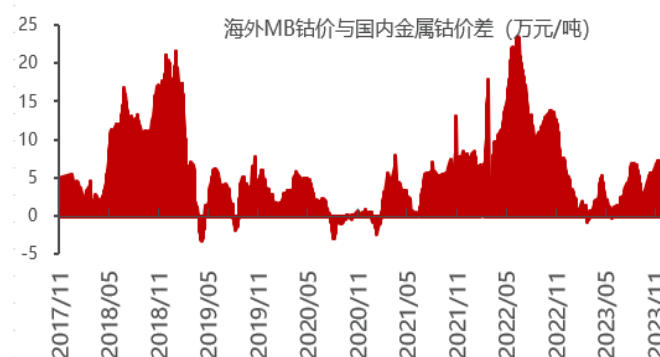
(1) 价差跟踪

图39：MB 钴美金及折合人民币价格



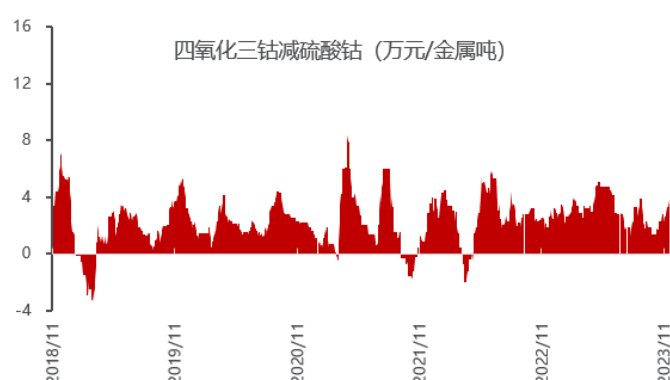
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院
注：美元汇率为对应当日中间汇率

图40：海内外钴价及价差



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图41：硫酸钴和四氧化三钴价差



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图42：金属钴现货和无锡盘价格差



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

3.2.2 锂

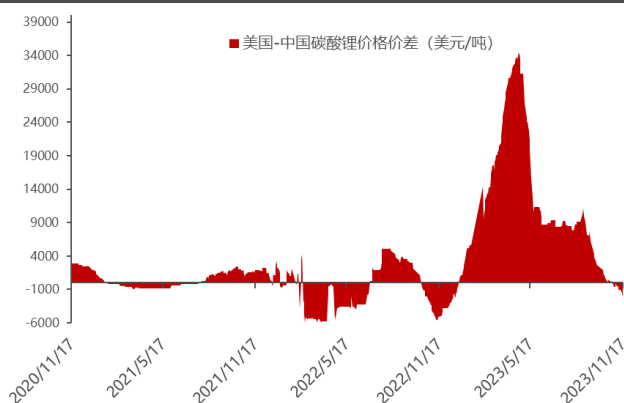
(1) 高频价格跟踪及观点

- **碳酸锂：本周（11.13-11.17）** 本周碳酸锂价格延续跌势。近期上游盐厂依然挺价出售散单，但整体成交寥寥，现货成交价格延续下行趋势。而近期也了解到有个别下游正极材料企业在出售部分碳酸锂的原材料，反映下游市场短期内仍以降低库存以压缩库存周期而降本增效为主，短期市场中碳酸锂的消费增量相对有限。上周广期所碳酸锂 2401 期货合约和 2407 期货合约间价差一度达到 28000 元/吨附近，为期货上市以来相对高位，在短期市场价格波动逻辑变动不大等影响下，资金进行盘面反套操作的空间亦压缩近期、远期合约间价差价格下跌亦影响部分锂盐厂进行降价出售的操作。但随着价格的不断下探，在外采云的收窄，周内碳酸锂母锂矿亏损状态且锂盐厂挺价心理状态下，预计后续现货市场成交价格跌幅呈放缓趋势。

- **氢氧化锂：本周（11.13-11.17）** 本周氢氧化锂价格下跌。本周氢氧化锂价格下行。近期氢氧化锂供需格局仍显弱势，由于氢氧化锂与碳酸锂价格持续倒挂，同时下游高镍需求仍处逐月下行状态，正极端采买需求偏向消极，向下出货较难。氢氧化锂冶炼厂普遍挺价心态松动，报价持续下行。而部分苛化法厂家因成本倒挂陷入持续亏损，迫于年末回款压力，存在将现有氢氧化锂碳化后出货心理。
- **磷酸铁锂：本周（11.13-11.17）** 本周，磷酸铁锂价格下行，市场成交平淡。成本方面，铁锂材料生产成本随锂盐价格下跌而下行。供应端，铁锂生产企业按需生产，尽量消化成品库存。需求端，动力端和储能端没有明显的需求增量，对铁锂材料的带动有限。预估后市，磷酸铁锂价格仍将稳中下行。
- **钴酸锂：本周（11.13-11.17）** 本周钴酸锂价格下行，伴随四钴，碳酸锂成本走弱，陆续已有大厂释放价格下调信号。下游需求方面，进入11月来，新增订单或不及9月10月，多数是在交货的过程中，正极厂生产情况比较平稳，并未出现大幅度减量。但较少量的散单也时有成交，成交价格可以根据订单量有谈价空间。

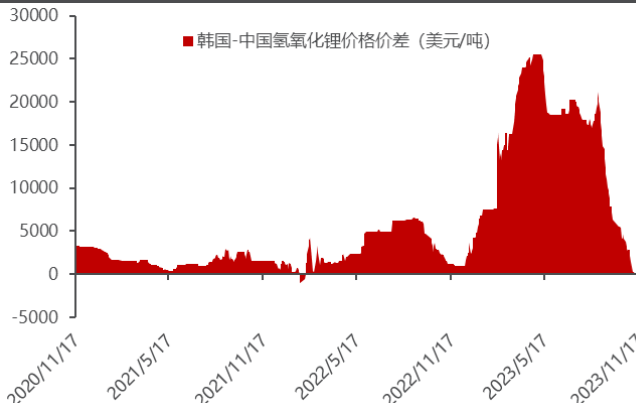
(2) 价差跟踪

图43：国内外碳酸锂价差



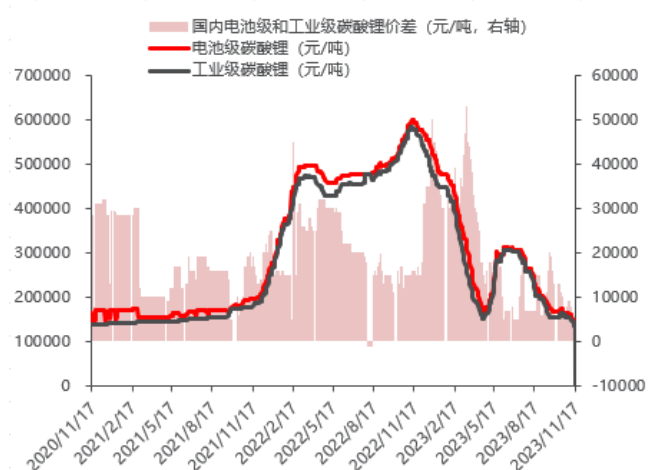
资料来源：wind，亚洲金属网，民生证券研究院

图44：国内外氢氧化锂价差



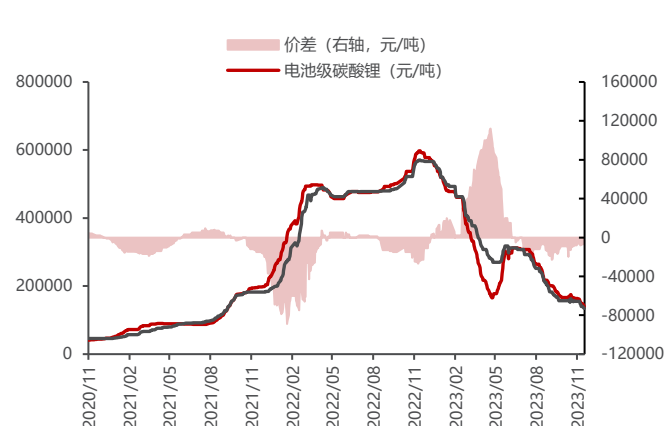
资料来源：wind，亚洲金属网，民生证券研究院

图45：国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差



资料来源：wind，亚洲金属网，民生证券研究院

图46：国内氢氧化锂和碳酸锂价差



资料来源：wind，亚洲金属网，民生证券研究院

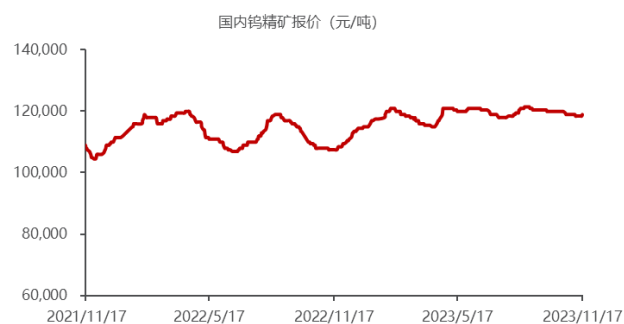
3.3 其他小金属

图47：国内钼精矿价格



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图48：国内钨精矿价格



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图49：长江现货市场电解镁价格



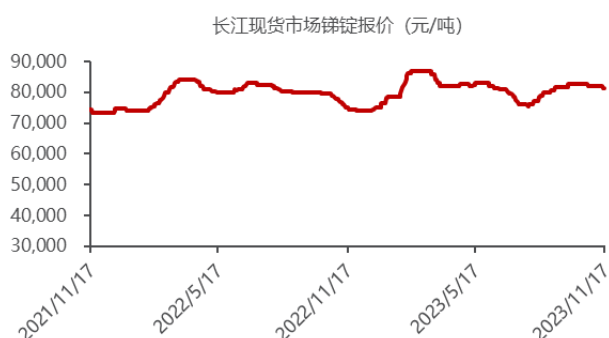
资料来源：wind，民生证券研究院

图50：长江现货市场电解锰价格



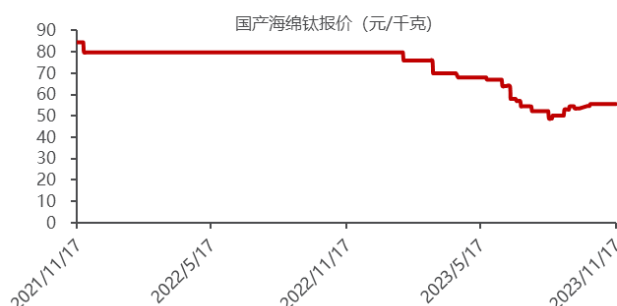
资料来源：wind，民生证券研究院

图51：长江现货市场铈锭价格



资料来源：wind，民生证券研究院

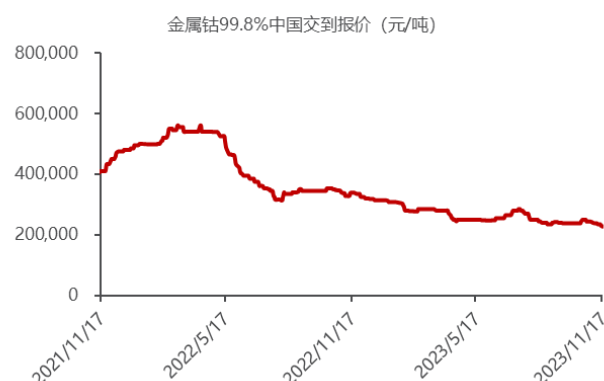
图52：国产海绵钛价格



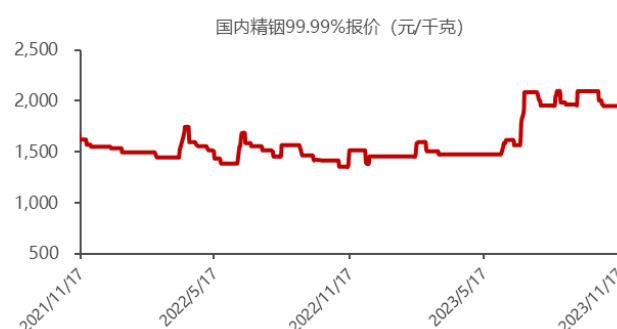
资料来源：wind，民生证券研究院

图53：国产高碳铬铁价格

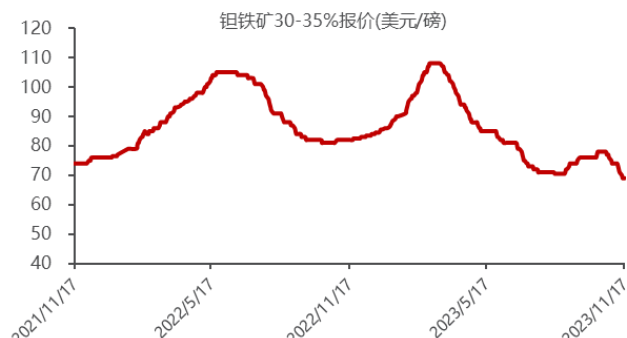

资料来源：wind，民生证券研究院

图54：长江现货市场金属钴价格


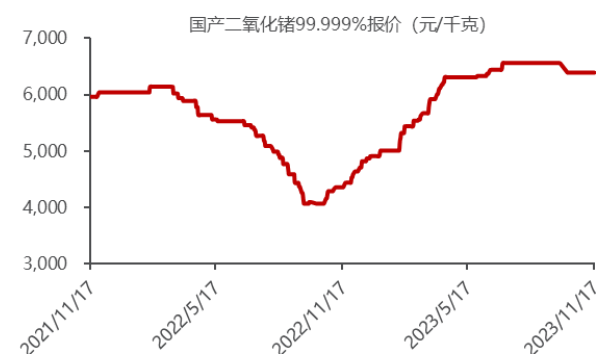
资料来源：wind，民生证券研究院

图55：国内精钢 99.99%价格


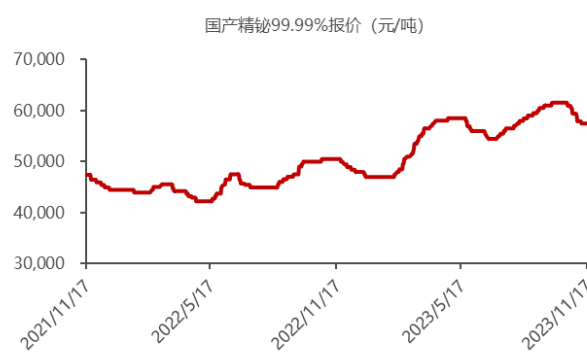
资料来源：wind，民生证券研究院

图56：钽铁矿 30%-35%价格


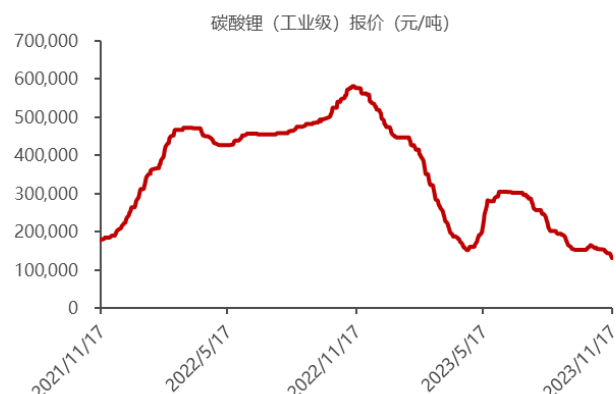
资料来源：wind，民生证券研究院

图57：国产二氧化锆价格


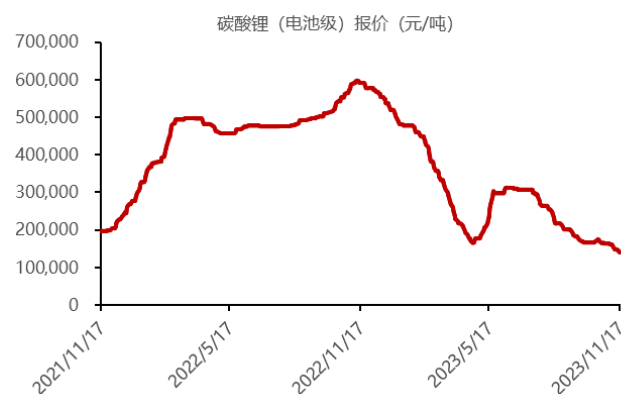
资料来源：wind，民生证券研究院

图58：国产精铋价格


资料来源：wind，民生证券研究院

图59：碳酸锂（工业级）价格


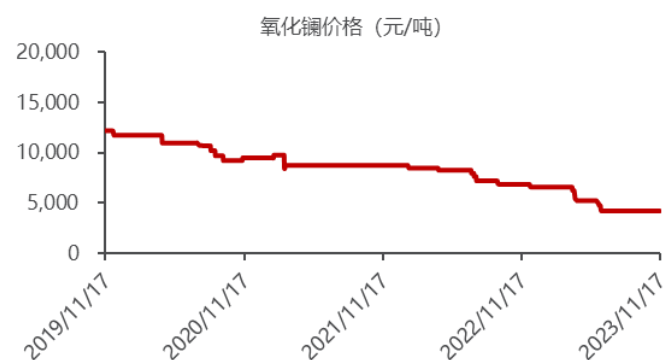
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图60：碳酸锂（电池级）价格


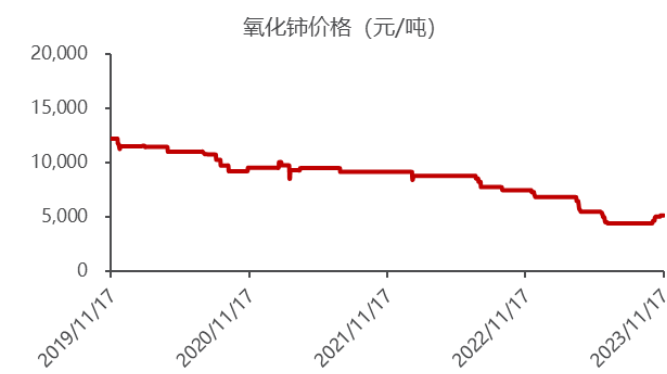
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

4 稀土价格

- **稀土磁材：**本周（11.13-11.17）本周氧化镨钕价格走势持续偏弱。周内，氧化镨钕主流价格由上周四的51-51.3万元/吨下调至本周四的50-50.4万元/吨，整体下调幅度约为2%。镨钕金属价格由上周四的62.5-63万元/吨下调至本周四的61.5-62万元/吨，下调幅度约为1.6%。本周，在下游需求持续偏弱的情况下，镨钕产品市场主流成交价格继续走低，持货商急于抛货，报价活跃度较高。

图61：氧化镧价格


资料来源：wind，民生证券研究院

图62：氧化铈价格


资料来源：wind，民生证券研究院

图63：氧化锆价格



资料来源：wind，民生证券研究院

图64：氧化钨价格



资料来源：wind，民生证券研究院

图65：氧化镓价格



资料来源：wind，民生证券研究院

图66：氧化铽价格



资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

1、需求不及预期：美联储加息，全球经济有下行风险，国内需求恢复可能存在弱于预期的风险。

2、供给超预期释放：受限于产能，加上供应干扰较大，供给端释放较慢，若资本开支大幅上升，供应可能有超预期释放。

3、海外地缘政治风险：俄乌冲突持续影响供应，同时地缘冲突风险也影响市场避险情绪，影响未来金属需求。

插图目录

图 1: 本周涨幅前 10 只股票 (11/13-11/17)	3
图 2: 本周跌幅前 10 只股票 (11/13-11/17)	3
图 3: 黄金价格与山东黄金股价走势梳理	5
图 4: 阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理	5
图 5: 华友钴业股价与硫酸钴价格走势梳理	5
图 6: 天齐锂业股价与碳酸锂价格走势梳理	5
图 7: 上海期交所同 LME 当月期铝价格	6
图 8: 全球主要交易所铝库存	6
图 9: 预焙阳极盈利梳理	7
图 10: 电解铝单吨盈利梳理	7
图 11: 氧化铝单吨盈利梳理 (单位: 元)	7
图 12: 2023 年 10 月全国平均电解铝完全成本构成	8
图 13: 国内主要地区电解铝社会库存 (单位: 万吨)	8
图 14: 国产和进口氧化铝价格走势	8
图 15: 三大期货交易所铜库存合计+保税区 (单位: 吨)	9
图 16: 铜精矿加工费 (美元/吨)	9
图 17: 上海期交所同 LME 当月期铜价格	10
图 18: 全球主要交易所铜库存	10
图 19: 上海期交所同 LME 当月期锌价格	11
图 20: 全球主要交易所锌库存	11
图 21: 国产-进口锌加工费周均价	11
图 22: 锌七地库存 (万吨)	11
图 23: 锌进口比值及盈亏	12
图 24: 上海期交所同 LME 当月期铅价格	13
图 25: 全球主要交易所铅库存	13
图 26: 上海期交所同 LME 当月期锡价格	14
图 27: 全球主要交易所锡库存	14
图 28: 上海期交所同 LME 当月期镍价格	14
图 29: 全球主要交易所镍库存	14
图 30: 各国央行的资产总额情况	15
图 31: 美联储资产负债表资产	16
图 32: Comex 黄金与实际利率	16
图 33: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)	16
图 34: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)	16
图 35: 美国国债收益率 (%)	17
图 36: 金银比	17
图 37: COMEX 黄金期货收盘价	17
图 38: COMEX 白银期货收盘价	17
图 39: MB 钴美金及折合人民币价格	19
图 40: 海内外钴价及价差	19
图 41: 硫酸钴和四氧化三钴价差	19
图 42: 金属钴现货和无锡盘价格差	19
图 43: 国内外碳酸锂价差	20
图 44: 国内外氢氧化锂价差	20
图 45: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差	20
图 46: 国内氢氧化锂和碳酸锂价差	20
图 47: 国内铝精矿价格	21
图 48: 国内钨精矿价格	21
图 49: 长江现货市场电解镁价格	21
图 50: 长江现货市场电解锰价格	21
图 51: 长江现货市场锑锭价格	21
图 52: 国产海绵钛价格	21
图 53: 国产高碳铬铁价格	22
图 54: 长江现货市场金属钴价格	22

图 55: 国内精钢 99.99%价格.....	22
图 56: 钼铁矿 30%-35%价格	22
图 57: 国产二氧化锆价格	22
图 58: 国产精铋价格	22
图 59: 碳酸锂（工业级）价格.....	23
图 60: 碳酸锂（电池级）价格.....	23
图 61: 氧化镧价格	23
图 62: 氧化铈价格	23
图 63: 氧化镨价格	24
图 64: 氧化钕价格	24
图 65: 氧化镝价格	24
图 66: 氧化铽价格	24

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 金属价格、库存变化表	3
表 2: 铝价格统计	6
表 3: 钴系产品价格一览	18

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026