

➤ 本周 (5/20-5/24) 上证综指下跌 2.07%，沪深 300 指数下跌 2.08%，SW 有色金属指数下跌 3.95%，贵金属 COMEX 黄金下跌 3.50%，COMEX 白银下跌 3.89%。工业金属 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动+1.41%、-3.56%、+0.51%、+0.11%、-3.74%、-3.21%；工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动+2.87%、+8.71%、-0.83%、-6.65%、+2.67%、+0.20%。

➤ **美联储会议纪要偏鹰，国内房地产政策提振需求，价格高位震荡不改上行态势。核心观点：**美联储 5 月会议纪要偏鹰，国内房地产扶持政策持续落地，价格高位震荡压制短期需求，继续看好商品价格。**铜方面**，供应端，5 月 24 日 SMM 进口铜精矿 TC 指数报-0.65 美元/吨，周度环比上涨 0.43 美元/吨，依然维持铜矿比铜价贵的局面；需求端，铜价创新高并剧烈波动，下游采购愈发谨慎，消费整体承压，部分铜加工企业减停产以缓解库存压力，导致开工率超预期下滑，国内精铜杆开工率环比-5.20pct 至 64.46%，SMM 铜线缆开工率环比-3.95pct 至 75.87%。**铝方面**，供应端，云南复产进度较好，大部分企业开工率达到 85%以上，内蒙华云三期项目周内通电，国内电解铝产能维持增势；需求端，终端客户采购意愿不足，部分铝加工企业降低开工主动去库，铝价高位抑制消费，本周国内铝锭社库累库 2.0 万吨。**重点推荐：洛阳钼业、紫金矿业、神火股份、西部矿业、金诚信、中国有色矿业、中国铝业、云铝股份。**

➤ **能源金属：临近月底观望情绪走强，锂价趋弱，收储超预期支撑钴价上行。核心观点：**下游库存偏高，临近月底下游观望情绪走强，需求走弱。**锂方面**，供给端，江西中小型锂盐厂受环保督察小幅减产，但锂辉石及青海盐湖产量保持稳定，国内碳酸锂供应以稳为主。需求端，一是临近月底，长协折扣系数谈判即将进行，二是多数下游正在跟踪 6 月行业排产情况，观望和看跌情绪走强，在下游库存量较高的背景下，采买趋弱。**钴方面**，供给端，电钴新增产能爬坡，钴盐开工维持低位；需求端，前驱体排产有继续下行可能，钴酸锂需求维持弱势，但由于国家收储超预期，支撑钴价走强。**镍方面**，印尼 RKAB 未超预期，镍矿供应紧张持续，支撑镍价走强，硫酸镍利润倒挂程度加深，尽管需求仍然较弱，但成本支撑硫酸镍价格反弹。**重点推荐：藏格矿业、永兴材料、华友钴业、中矿资源。**

➤ **贵金属：美联储会议纪要偏鹰，继续看好贵金属长牛机会。**美联储公布 5 月会议纪要，尽管 4 月通胀数据出现降温，但多位官员表示无法根据单月数据预测通胀的后续走势，现在讨论降息还为时尚早，美联储利率态度转鹰，压制降息预期，联邦基金利率期货显示，9 月降息的概率再次回到 60%以下。伊朗总统坠机遇难、俄乌冲突持续，地缘政治风险不断加强，避险情绪提升。同时央行购金未来将持续增加，继续坚定看好未来金价上涨，同时我们认为当下要重视白银的投资机会，随着金银比修复+PMI 上行共振，白银价格弹性空间大。**重点推荐：中金黄金、银泰黄金、山东黄金、招金矿业、赤峰黄金、湖南黄金，关注中国黄金国际，白银标的关注盛达资源、兴业银锡。**

➤ **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
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601899.SH	紫金矿业	17.82	0.80	1.06	1.29	22	17	14	推荐
603993.SH	洛阳钼业	8.18	0.38	0.56	0.60	22	15	14	推荐
000807.SZ	云铝股份	14.09	1.14	1.35	1.49	12	10	9	推荐
603799.SH	华友钴业	28.91	2.05	2.14	2.79	14	14	10	推荐
002738.SZ	中矿资源	32.28	3.15	1.83	2.71	10	18	12	推荐
002756.SZ	永兴材料	44.90	6.32	2.71	3.50	7	17	13	推荐
603979.SH	金诚信	55.77	1.71	2.75	3.53	33	20	16	推荐
601168.SH	西部矿业	19.10	1.17	1.45	1.51	16	13	13	推荐
1258.HK	中国有色矿业	7.69	0.07	0.08	0.08	110	96	96	推荐
600547.SH	山东黄金	28.88	0.42	0.84	1.15	69	34	25	推荐
600489.SH	中金黄金	14.60	0.61	0.84	0.94	24	17	16	推荐
600988.SH	赤峰黄金	17.40	0.49	0.90	1.06	36	19	16	推荐
000975.SZ	银泰黄金	18.79	0.51	0.74	0.86	37	25	22	推荐
1818.HK	招金矿业	13.76	0.21	0.26	0.44	66	53	31	推荐
002155.SZ	湖南黄金	18.11	0.44	0.62	0.76	41	29	24	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测。（注：股价为 2024 年 5 月 24 日收盘价，港币/人民币 0.91）

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

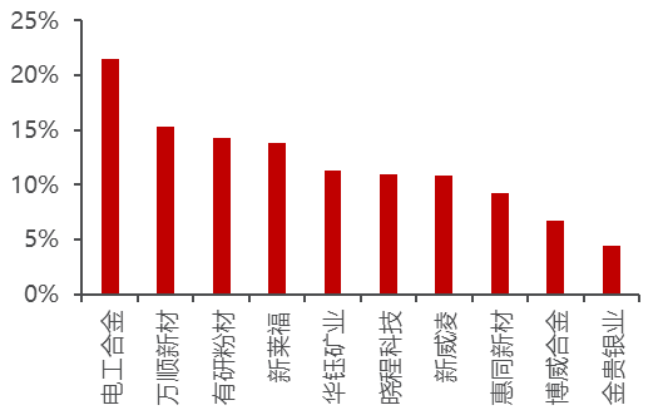
1. 贵金属行业专题报告：白银时代来临-2024/05/20
2. 有色金属周报 20240519：地产政策加码+海外降息预期提升，金属价格继续上行-2024/05/19
3. 有色金属周报 20240512：供需持续向好，金属价格继续上行-2024/05/12
4. 有色金属行业 2023 年&2024Q1 总结：春雷惊处，资源崛起-2024/05/05
5. 有色金属周报 20240427：美国经济数据分化，但商品价格上涨愈发确定-2024/04/27

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	24
5 风险提示	26
插图目录	27
表格目录	28

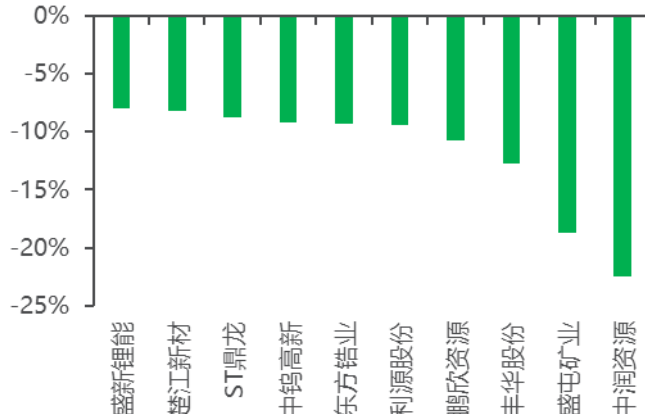
1 行业及个股表现

图1：期间涨幅前 10 只股票 (5/20-5/24)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图2：期间涨幅后 10 只股票 (5/20-5/24)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

2 基本金属

表1：金属价格、库存变化表

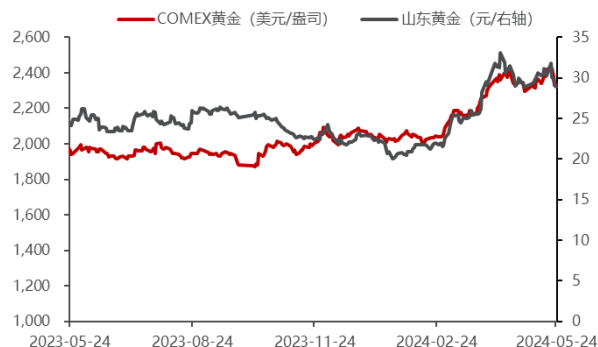
		单位	价格/库存 2024/5/24	一周以来	变化 本月以来	今年以来
基本金属价格						
LME 价格	铝(当月)	美元/吨	2658	1.41%	2.70%	14.30%
	铜(当月)	美元/吨	10334	-3.56%	1.69%	21.11%
	锌(当月)	美元/吨	3058.5	0.51%	3.80%	17.09%
	铅(当月)	美元/吨	2305	0.11%	3.48%	11.60%
	镍(当月)	美元/吨	20310	-3.74%	5.75%	22.50%
	锡(当月)	美元/吨	33200	-3.21%	1.76%	31.96%
国内价格	铝(当月)	元/吨	20855	-0.67%	1.36%	5.57%
	铜(当月)	元/吨	84050	-0.24%	2.28%	21.88%
	锌(当月)	元/吨	24725	3.54%	5.15%	14.28%
	铅(当月)	元/吨	18490	-1.10%	6.57%	15.89%
	镍(当月)	元/吨	152780	-0.44%	6.73%	19.82%
	锡(当月)	元/吨	274170	-1.02%	5.45%	30.12%
基本金属库存						
铝	LME 库存	万吨	112.47	2.87%	129.18%	98.58%
	上海期交所库存	万吨	21.49	-0.32%	-3.98%	117.05%
铜	LME 库存	万吨	11.27	8.71%	-2.97%	4.38%
	COMEX 库存	万吨	1.89	-6.20%	-22.69%	-0.77%
上海期交所库存	万吨	30.10	3.42%	4.68%	873.84%	
	锌	LME 库存	万吨	25.72	-0.83%	0.73%
上海期交所库存	万吨	12.91	-1.14%	1.01%	508.45%	
	铅	LME 库存	万吨	19.88	-6.65%	-27.04%
上海期交所库存	万吨	5.52	-24.23%	14.26%	4.40%	
	镍	LME 库存	万吨	8.40	2.67%	6.86%
上海期交所库存	万吨	2.57	4.94%	9.23%	86.70%	

锡	LME 库存	万吨	0.49	0.20%	2.91%	-35.78%
	上海期交所库存	万吨	1.78	2.56%	13.44%	180.78%
贵金属价格						
COMEX 价格	黄金	美元/盎司	2335.20	-3.50%	1.65%	12.94%
	白银	美元/盎司	30.54	-3.89%	14.94%	27.84%
国内价格	黄金	元/克	551.43	-1.78%	1.03%	14.01%
	白银	元/千克	7995.00	4.52%	14.21%	32.50%
小金属价格						
	钼精矿	元/吨度	3855	4.90%	9.36%	22.58%
	钨精矿	元/吨	156500	1.29%	9.82%	28.81%
	电解镁	元/吨	20100	1.01%	2.03%	-8.84%
	电解锰	元/吨	13200	-1.49%	3.94%	3.13%
	锑锭(1#)	元/吨	130000	13.04%	27.45%	53.85%
	海绵钛	元/千克	51500	0.00%	-1.90%	-6.36%
	铬铁(高碳)	元/吨	9100	0.00%	0.55%	1.68%
	钴	元/吨	203500	6.82%	6.27%	-1.69%
	铋	元/吨	63000	6.78%	7.69%	13.51%
	钽铁矿	美元/磅	76	1.33%	1.33%	15.15%
	二氧化锆	元/千克	6500	0.00%	0.00%	4.00%
	铟	元/千克	3075	0.00%	14.95%	53.37%
	碳酸锂(工业级)	元/吨	103500	0.00%	-5.48%	19.65%
	碳酸锂(电池级)	元/吨	105500	0.00%	-4.52%	7.11%
	五氧化二钒	元/吨	82000	2.50%	3.80%	-9.89%
稀土						
稀土氧化物	氧化镧	元/吨	4000	0.00%	0.00%	2.56%
	氧化铈	元/吨	7300	0.00%	0.00%	25.86%
	氧化镨	元/吨	387500	-4.91%	-5.95%	-14.84%
	氧化钆	元/吨	387500	-5.02%	-6.06%	-15.30%
	氧化镝	元/千克	2025	-1.70%	-0.74%	-18.67%
	氧化铽	元/千克	6425	-2.36%	-2.95%	-13.18%
	镨钆氧化物	元/吨	381500	-4.74%	-5.45%	-13.79%
稀土金属	金属镧	元/吨	25000	0.00%	0.00%	0.00%
	金属铈	元/吨	25000	0.00%	0.00%	-4.76%
	金属镨	元/吨	490000	-2.00%	-1.01%	-11.71%
	金属钆	元/吨	490000	-2.00%	-1.01%	-11.71%
	金属镝	元/千克	2600	-0.95%	-0.95%	-20.61%
	金属铽	元/千克	8150	-2.69%	0.00%	-10.93%
	镨钆合金	元/吨	381500	-4.74%	-5.45%	-13.79%

资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

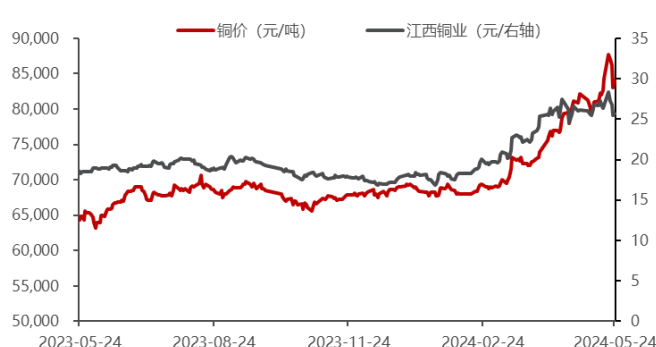
2.1 价格和股票相关性复盘

图3：黄金价格与山东黄金股价走势梳理



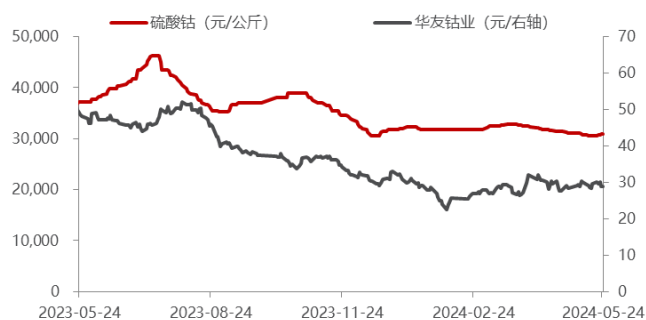
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图4：阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理



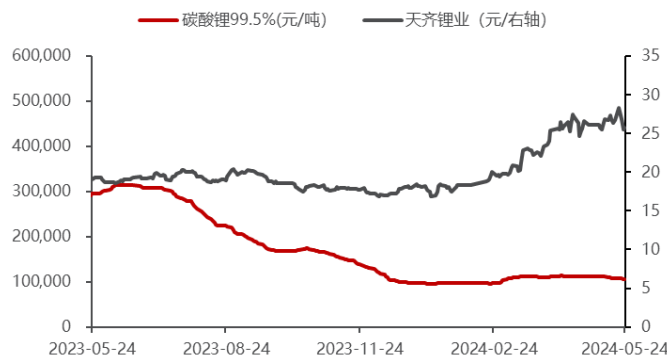
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图5：华友钴业股价与硫酸钴价格走势梳理



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图6：天齐锂业股价与碳酸锂价格走势梳理



资料来源：同花顺，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 (5/20-5/24)，综合来看，宏观方面，美联储会议纪要偏鹰，纪要显示出美联储降低通胀的决心，并透露出可能出现加息的可能性，并强调高利率对于经济的压制作用在变小。伊朗总理失事，乌俄冲突持续，地缘政局风险性不断加强，资金避险情绪浓厚。国内方面房地产政策再出大利好，放开限购，降低房贷利率，降低首付，政府收购房子等等，政策有利于房地产市场稳定，提振铝材等方面建材需求信心。基本面，国内电解铝运行产能维持增加态势，云南复产进度较好，6 月份或完成复产，国内电解铝产能继续向上推进。消费端，高位铝价对短期消费有一定的抑制，现货出货压力较大，持续贴水，但总终端需求角度上国内用铝仍有增量预期，阶段性的供需错配矛盾初现。**新闻方面**：2024 年 5 月 23 日，SMM 统计电解铝锭社会总库存 76.7 万吨，国内可流通电解铝库存 64.1 万吨，较上周四累库 2.0 万吨，较本周一累库 0.8 万吨。进入五月下半月，国内铝锭库存表现和铝价的走势紧密相关，自上周四失去近七

年的同期低位之后，目前较去年同期已多出 11 万吨之多，可见节节走高的铝价对国内铝锭库存的消耗已造成明显压力。出库方面，上周铝锭出库量 11.48 万吨，环比小增 0.53 万吨，但仍难及节前水平。

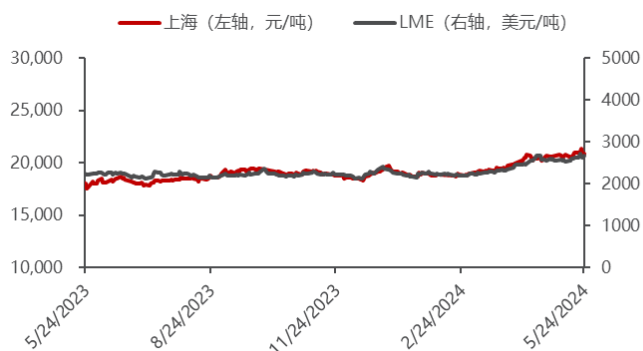
(2) 价格和库存

表2：铝产业链价格统计

	2024-5-24		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	20,780	-90	-0.43%	50.0	0.24%	510.0	2.52%	
氧化铝	3,750	100.0	2.74%	100.0	2.74%	650.0	20.97%	
铝土矿 (澳洲进口)	481.85	0.14	0.03%	0.1	0.02%	8.4	1.77%	
铝土矿 (广西)	531.1	0.0	0.00%	0.0	0.00%	22.6	4.44%	
铝土矿 (山西)	666.7	0.0	0.00%	0.0	0.00%	11.3	1.72%	
预焙阳极	3,950	0.0	0.00%	0.0	0.00%	60.0	1.54%	
动力煤	885.0	25.0	2.91%	28.0	3.27%	64.0	7.80%	

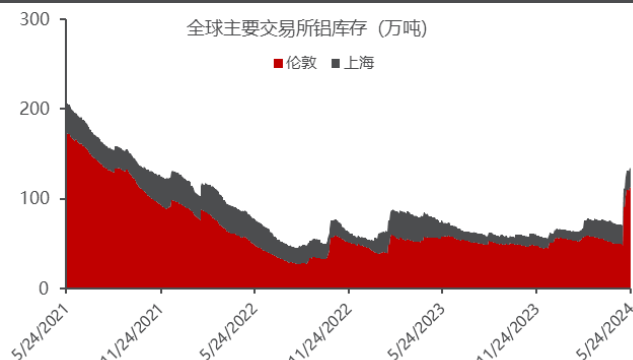
资料来源：同花顺，民生证券研究院整理

图7：上海期交所同 LME 当月期铝价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

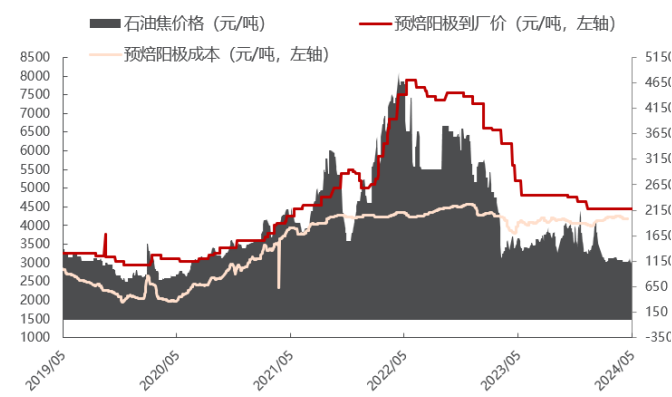
图8：全球主要交易所铝库存 (万吨)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

(3) 利润

图9：预焙阳极盈利梳理



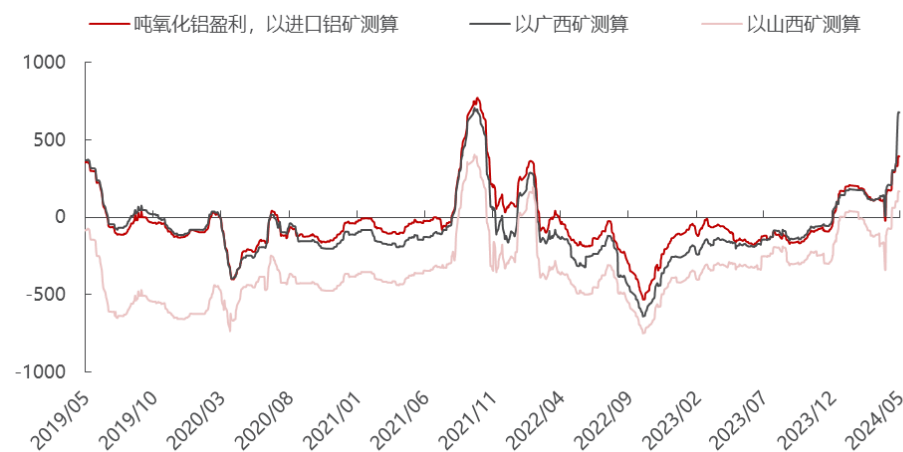
资料来源：SMM，民生证券研究院

图10：电解铝单吨盈利梳理



资料来源：SMM，民生证券研究院

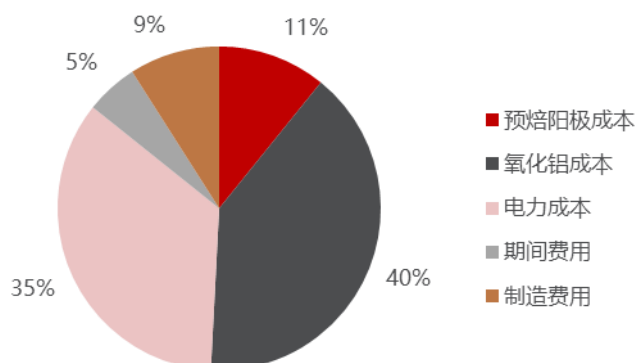
图11：氧化铝单吨盈利梳理（单位：元）



资料来源：同花顺，百川资讯，民生证券研究院测算

(4) 成本库存

图12: 2024年5月全国平均电解铝完全成本构成



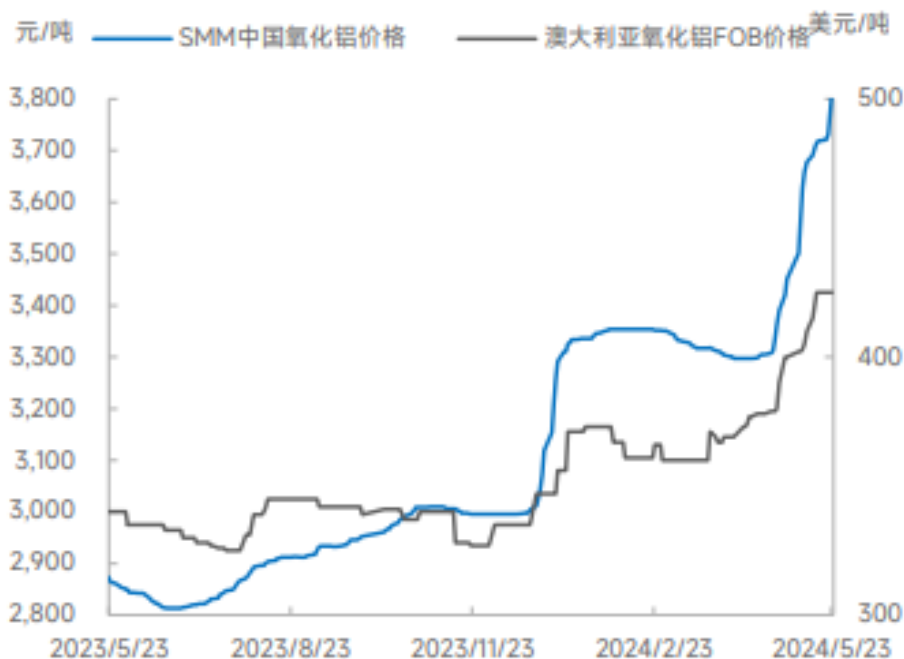
资料来源: SMM, 民生证券研究院

表3: 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
5/16/2024	3.7	27	24.3	4.1	9.4	3.2	1.5	1.5	74.7
5/20/2024	3.9	27.3	24.9	4.2	9.2	3.2	1.5	1.7	75.9
5/23/2024	3.9	27.5	25.2	4.2	9.2	3.2	1.8	1.7	76.7
较上周四变化	0.2	0.5	0.9	0.1	-0.2	0.0	0.3	0.2	2.0

资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 国产和进口氧化铝价格走势



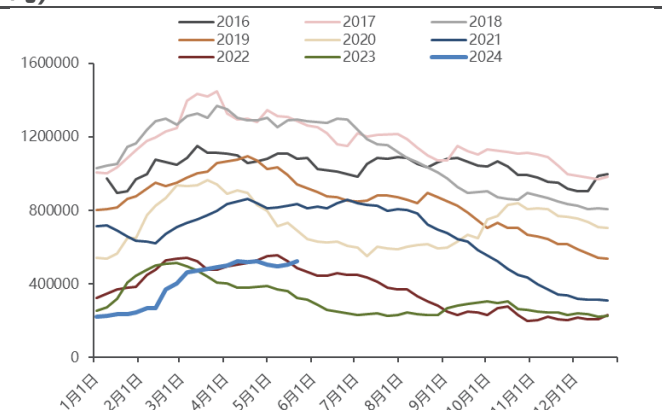
资料来源: SMM, 民生证券研究院; 注: 图中澳大利亚氧化铝 FOB 价格为右轴

2.2.2 铜

(1) 价格周度观点

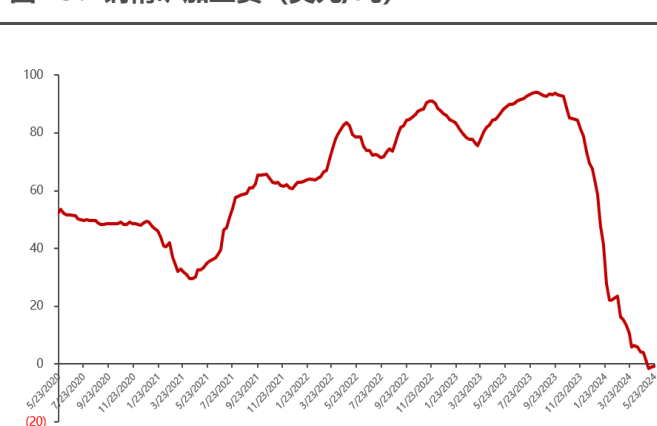
本周 (5/20-5/24)，基本面，铜价冲高回落，现货市场情绪由悲观转为略微乐观，但注意铜价目前仍居于 83000 元/吨高位，加工材新订单补充有限，铜杆开工率走跌。据 SMM 数据显示，SMM 中国境内电解铜社会库存仍在持续垒库至 41.51 万吨，保税区库存因国内出口以及国外进口补充亦呈现垒库状态。LME 库存周内垒库明显，亚洲仓库增库存在在中国冶炼厂出口补充；COMEX 挤仓风波在空头积极准备货源交仓后有所降温，但其库存仍在走低，需继续警惕风险。目前部分机构已经警惕铜此轮急速上涨后带来的消费面负反馈风险，“短空长多”话题突出；下周宏观面需关注中国 PMI 以及美国 PCE 数据，基本面需终端关注价格走跌后库存是否存在去化迹象以及下游采购积极度。**库存方面**，本周四 (5 月 23 日) 国内保税区铜库存环比 (5 月 16 日) 增加 0.91 万吨至 9.98 万吨。其中上海保税保税区库存环比增加 0.75 万吨至 9.28 万吨；广东保税环比上升 0.16 万吨至 0.7 万吨。本周保税区库存持续增加，主要是由于进口比价长期亏损严重，长单客户亦是面临巨大亏损，部分货源被迫入库。关注后续比价走势，比价修复预期下，国内主流铜炼厂 6 月计划出口量或将减少。

图14：三大期货交易所铜库存合计+保税区 (单位：吨)



资料来源：同花顺，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

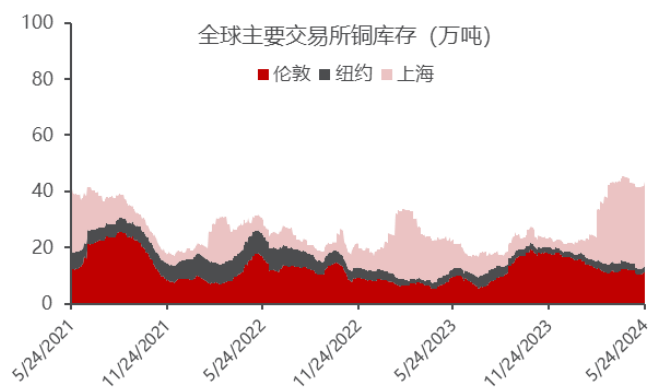
图 15：铜精矿加工费 (美元/吨)



资料来源：同花顺，SMM，民生证券研究院

图 16: 上海期交所同 LME 当月期铜价格


资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 17: 全球主要交易所铜库存 (万吨)


资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

2.2.3 锌

(1) 价格周度观点

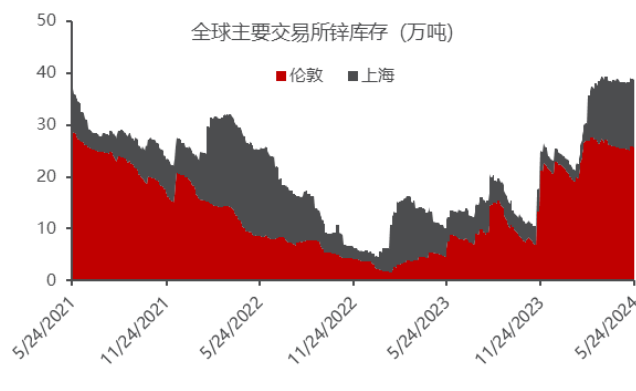
本周 (5/20-5/24), 伦锌方面: 周初, 海外宏观积极情绪持续, 市场对有色仍持看多态度, 伦锌继续上行冲至一年多高位; 随后伦锌止涨反跌, 并且美联储官员鹰言频频, 重申谨慎看待通胀走势, 宏观利空因素显现影响有色, 伦锌迅速下跌开启下行走势; 接着虽然美国 4 月成屋销售总数年化低于预期录得 414 万户, 然而美联储 5 月会议纪要继续放鹰, 市场对美联储不止一次降息预期押注减少, 降息情绪再受打击, 美元指数同样反弹, 伦锌继续下行, 关注后续各国 PMI 制造业数据以及美国经济数据。本周伦锌录得倒 V 走势, 截止本周四 15:00, 伦锌终收 3035 美元/吨, 周内跌 8 美元/吨, 跌幅 0.26%。**沪锌方面:** 上周房地产政策三箭齐发, 市场情绪再次点燃, 周初情绪延续, 叠加国内锌精矿加工费再度下调, 多方因素支撑沪锌于 24000 元/吨上方继续上行, 冲高失败后沪锌短暂回调盘整; 接着受外盘走势拉扯沪锌跳空高开, 短暂上行后触摸一年多高位 25190 元/吨; 随后沪锌止涨反跌, 叠加美元指数反弹, 沪锌高位调整开启下行走势; 并且锌价绝对高位持续打击现货成交, 消费端持续偏弱沪锌重心继续下移。周内沪锌先涨后跌高位震荡, 截止本周四 15:00, 沪锌终收 24345 元/吨, 涨 465 元/吨, 涨幅 1.95%。**新闻方面:** 据 SMM 调研, 截至本周四 (5 月 23 日), SMM 七地锌锭库存总量为 21.29 万吨, 较 5 月 16 日降低 0.21 万吨, 较 5 月 20 日降低 0.29 万吨, 国内库存录减。上海地区库存录减明显, 周内上海国产到货正常, 进口基无到货, 以消化库存为主, 叠加下游企业后点价带动去库明显; 广东地区库存增加, 周内仓库正常到货, 然锌价高位影响下游采买点价, 提货不多整体库存小幅录增; 天津地区库存同样增加, 周内天津仓库到货小幅增加, 叠加锌价接连上涨打击下游接货情绪, 整体库存录增。整体来看, 原三地库存降低 0.20 万吨, 七地库存降低 0.29 万吨。

图 18: 上海期交所同 LME 当月期锌价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

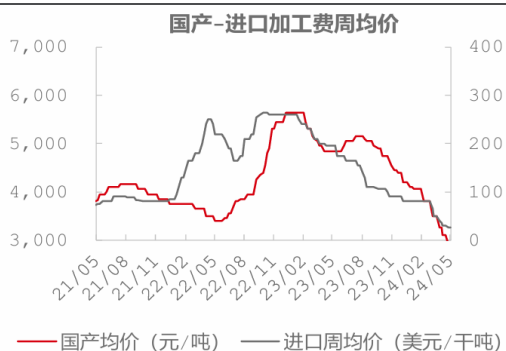
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

(2) 加工费&社会库存

图 20: 国产-进口锌加工费周均价



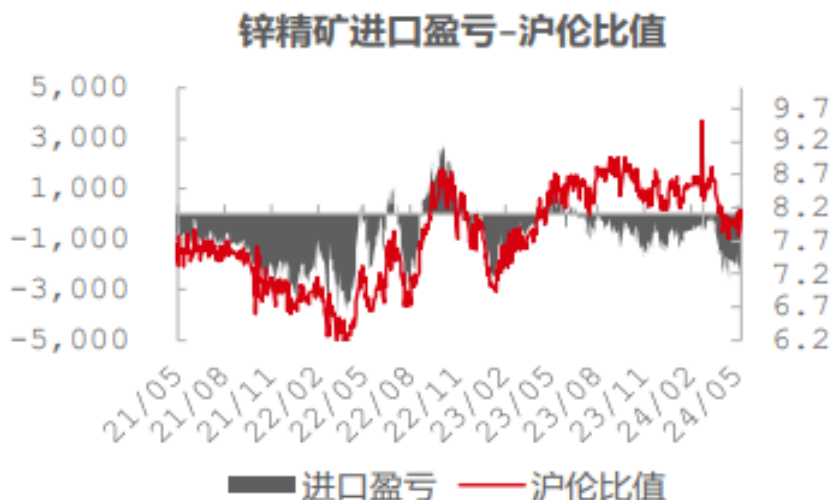
资料来源: SMM, 民生证券研究院

表4: 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
4/29/2024	10.00	2.48	6.57	1.00	0.67	0.17	0.27	19.05	21.16
5/6/2024	10.17	2.73	6.85	0.89	0.55	0.17	0.27	19.75	21.63
5/9/2024	10.13	2.56	6.81	0.75	0.60	0.17	0.27	19.50	21.29
5/13/2024	10.35	2.47	6.71	0.81	0.68	0.17	0.27	19.53	21.46
5/16/2024	10.23	2.43	6.74	0.83	0.83	0.17	0.27	19.40	21.50
5/20/2024	10.43	2.47	6.49	0.81	0.94	0.17	0.27	19.39	21.58
5/23/2024	10.11	2.54	6.54	0.80	0.86	0.17	0.27	19.19	21.29
较上周四变化	-0.12	0.11	-0.20	-0.03	0.03	0.00	0.00	-0.21	-0.21
较本周一变化	-0.32	0.07	0.05	-0.01	-0.08	0.00	0.00	-0.20	-0.29

资料来源: SMM, 民生证券研究院

图 21: 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 (5/20-5/24)** 本周伦铅开于 2293 美元/吨，盘初轻触低位 2265 美元/吨，随着 LME 铅库存连续下滑，伦铅震荡上行探高至 2359 美元/吨，截至周五 18:20，终收于 2291.5 美元/吨，跌幅 0.48%。本周沪铅主力 2407 合约开于 18730 元/吨，周初上期所铅仓单库存大降近万吨，沪铅摸高 19175 元/吨；下半周多空胶着，沪铅于 18500 元/吨一线盘整，期间低位在 18300 元/吨，终收于 18490 元/吨，跌幅 0.56%。现货市场上，本周 (05 月 20 日-05 月 24 日) SMM1#铅价运行于 18225-18525 元/吨。本周沪期铅冲高回落，期现价差继续收窄。河南地区持货商对沪期铅 2406 合约贴水外扩至 210-200 元/吨报价或对 SMM1#铅升水下滑至 0-50 元/吨报价，但冶炼厂库存累增有限，仍维持升水 30-50 元/吨惜售观望。湖南、广东等地区非品牌铅现货升水下滑至 0-50 元/吨报价成交。贸易市场江浙沪地区仓单报价仍对沪期铅 2406 合约仍维持 0-30 元/吨升水报价，此前交割的社会库存逐渐流出，市场成交情况较上周稍有好转，小幅去库。再生精铅方面，随着铅价走弱，冶炼厂为尽早出货报价逐渐松动，临近周末，再生精铅主流价格自平水逐渐转为贴水 150-50 元/吨出厂，现货升水下调后，下游企业陆续逢低采购，现货散单成交情况较上周稍有好转。**新闻方面：**据 SMM 调研，截至 5 月 23 日，SMM 铅锭五地社会库存总量至 5.84 万吨，较上周四 (5 月 16 日) 减少 2.01 万吨；较本周一 (5 月 20 日) 减少 1.49 万吨。据调研，河南、云南和湖南等地原生铅冶炼企业处于检修状态，同时安徽、江西等地区再生铅企业减产停产情况不改，铅锭供应地域性偏紧，迫使下游企业转而采购社会仓库货源，且交割后货源重新进入流通市场，本周已消化绝大多数库存。另下半周铅价冲高回落，废电瓶贸易商畏跌抛货，叠加铅精矿进口补充，原料供应矛盾缓和，后续关注冶炼企业生产动向，锭端供应预期增加。此外，铅价若继续回落，下游企业采购需求或阶段性释放，届时供需双增，铅锭社会库存降幅将收窄。
- 锡：本周 (5/20-5/24)** 据调研，本周锡价呈现冲高回落。周一开盘，沪锡价格大幅拉升突破前高，涨至 29 万元/吨，随后快速回落。周二时，下探至周内相对低价 27.1 万元/吨，随后反弹回升，周二沪锡价格呈现 V 型走势。自周中起，锡价自 28.3 万元/吨持续下行，周五尾盘小幅回升。在本周的价格波动过程中，周一突破前高的沪锡价格抑制了下游采购的积极性，绝大多数下游企业保持观望态度。而随后周二沪锡价格的探底，刺激了下游企业进行少量补库。总的来说，本周二现货市场成交较为活跃，其他时间现货市场成交较为平淡。同时 SMM 调研了解到现货市场中小牌锡锭货源较为紧张。**新闻方面：**据 SMM 调研，截止 5 月 24 日，SMM 锡锭三地社会库存总量为 19411 吨，较上周 (5 月 17 日) 库存数据累库 685 吨。
- 镍：本周 (5/20-5/24)** 本周沪镍价格走势整体为冲高回落，周内价格最高冲破 16 万，随后周五收盘镍价回调至 152780 元/吨。但总体来看镍价走势较为强劲，主要原因仍然为宏观面的利好情绪为主导，叠加周内更新的印尼 RKAB 进度并未超出市场预期，披露的数值与 SMM 所调研到的量相匹配。因此一方面印尼政府放出 RKAB 审批进度让市场对于镍矿审批在 6 月会继续停滞的预期降低，市场对于后续镍矿供应担忧情绪下降。但另一方面，本轮更新的数据较低且为三年配额的批复量级而非一年的配额，这意味着当前 1-5 月的印尼镍矿 RKAB 配额批复总量并不会全部于今年内被印尼市场需求所消化。因此短期内镍矿紧张的预期并无法消散，镍价支撑仍存，但受到远月镍矿可流通量的增加预期升温，各镍产品在下半年的产能过剩预期不变。因此镍价后续上行将会受到来自基本面的阻力。宏观面来看，周内事件频发，首先是周初伊朗总统莱希乘坐直升机遇难，在当前中东地区的震荡形式的背景下，有色普涨。另一方面，美国 4 月通胀结束了之前 3 个月的反弹，4 月零售数据走弱，5 月以来非农等就业数据同样走弱，市场对于美联储年内降息的预期进

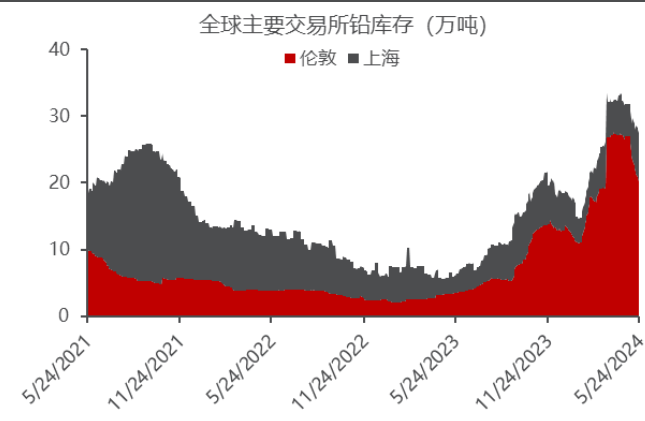
一步强化。而在美联储最新会议明确降息将会被延后后，市场最担心的加息被否认，与此同时6月开始放缓缩表，也就是开启渐进式货币宽松。综合地缘政治与美联储降息预期的强化，推动了有色金属的价格上行。综上，当前镍价受宏观情绪提振明显，但印尼RKAB的进展仍然会左右镍价是否继续上行或是向下回调，但整体来看镍价在宏观的强势支撑下向下空间有限。

图 22：上海期交所同 LME 当月期铅价格



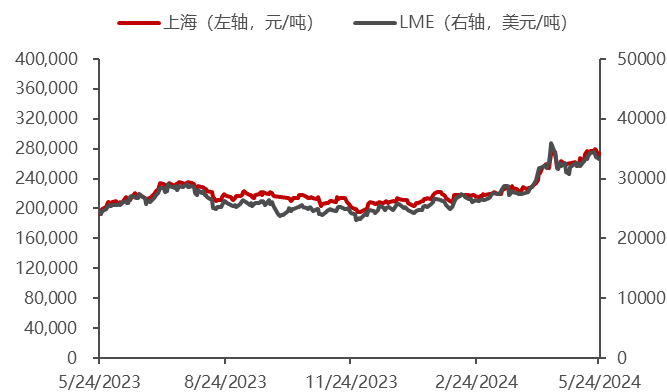
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 23：全球主要交易所铅库存（万吨）



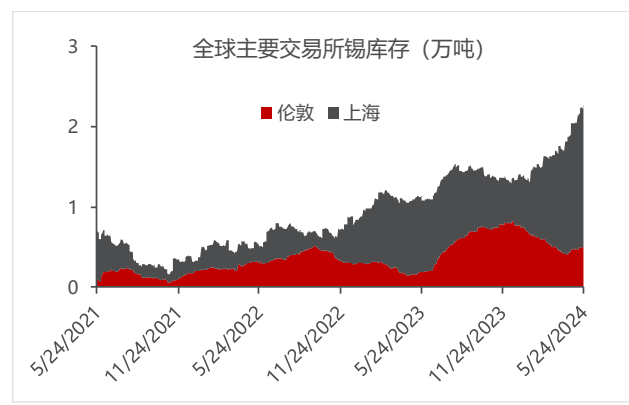
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 24：上海期交所同 LME 当月期锡价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 25：全球主要交易所锡库存（万吨）



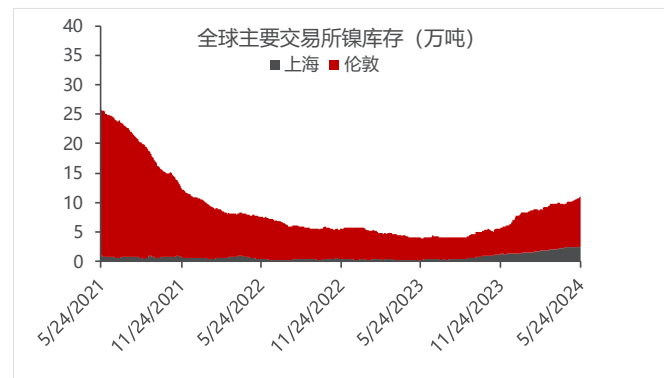
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 26: 上海期交所同 LME 当月期镍价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 27: 全球主要交易所镍库存 (万吨)



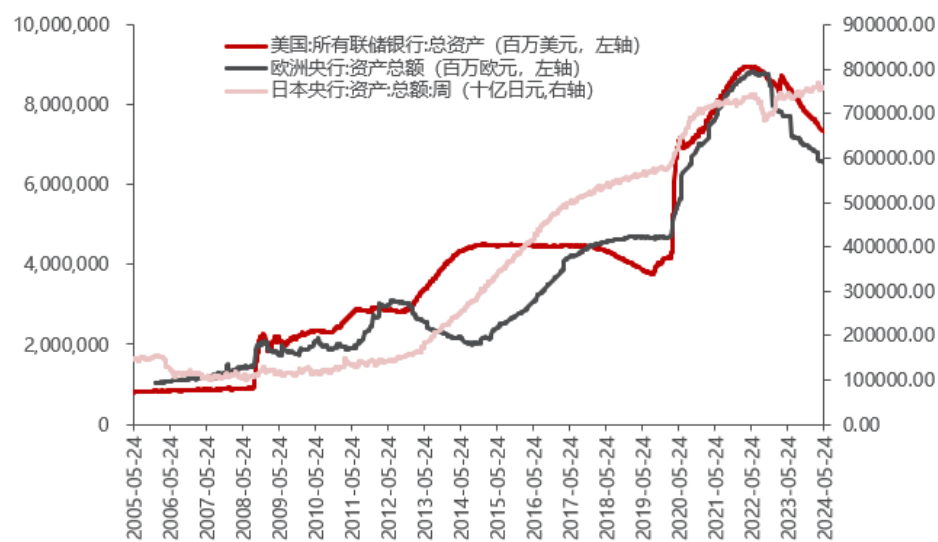
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

- 金银：本周（5.17-5.23）金银价格上涨。**截至5月23日，国内99.95%黄金市场均价为562.95元/克，较上周上涨2.27%。上海现货1#白银市场均价为8062元/千克，较上周上涨9.35%。周中前期，市场对美联储降息的热情持续，资金层面主导铜的逼仓行情带动有色金属板块全线上行。金银延续上周的上探行情，COMEX黄金主力刷新历史高位至2452.2美元/盎司，COMEX白银刷新近十几年高位至32.75美元/盎司；沪金主力跟涨重心重回历史高位至570元/克，沪银主力刷新高位至8733元/千克。期间多位美联储官员发表讲话，金银价格窄幅震荡调整。北京时间5月23日凌晨，美联储公布会议纪要显示，官员们对最近的通胀数据感到失望，联邦基金利率需维持在当前水平更长时间以实现目标。市场中解读出鹰派信号，有色板块应声集体回落，COMEX金银主力回落至2370和30.5美元/盎司附近，沪金主力下行至560元/克，沪银单日跌幅近5%直接下破8000关口。

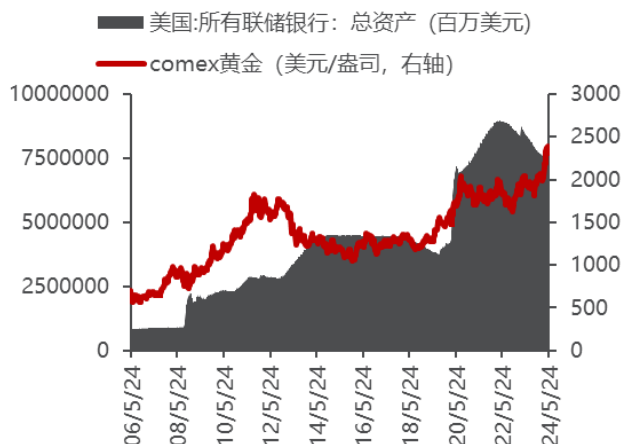
图 28：各国央行的资产总额情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

(1) 央行 BS、实际利率与黄金

图 29: 美联储资产负债表资产



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 30: Comex 黄金与实际利率



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

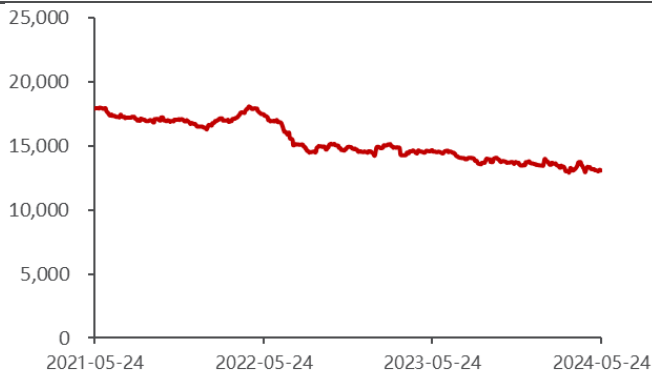
(2) ETF 持仓

图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

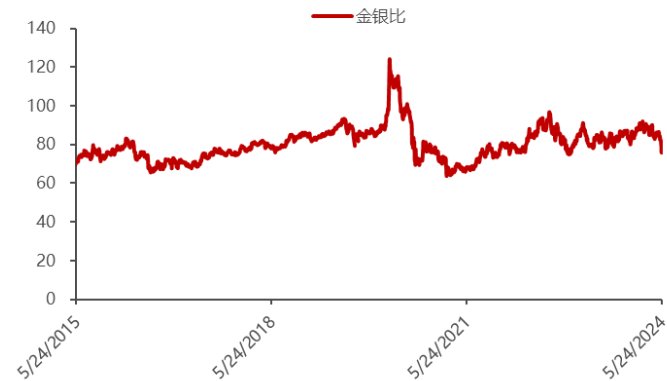
(3) 长短端利差和金银比

图 33: 美国国债收益率 (%)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 34: 金银比



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

(4) COMEX 期货收盘价

图 35: COMEX 黄金期货结算价



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 36: COMEX 白银期货结算价



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

3.2 能源金属

3.2.1 钴

(1) 高频价格跟踪及观点

- **电解钴：本周 (5/20-5/24)** 本周电钴价格延续涨势。从供给端来看，新增产能持续爬坡，市场开工率维持偏高水平。从下游需求端来看，终端需求恢复不及预期，周内仅部分刚需采购；但由于收储的影响，今年需求有一定支撑。从市场情况来看，受收储超预期影响，市场情绪维持偏强水平，现货价格维持坚挺。
- **钴盐及四钴：本周 (5/20-5/24)** 本周钴盐价格止跌反弹。从供给端来看，目前市场开工率维持低位。从需求端来看，前驱排产有进一步下行的可能；四钴需求暂无明显恢复的迹象；因此新能源方向采购意愿有限。而从传统方向来看，由于低价原料流通性较少，受利于收储量的支撑，电钴方向存在部分少量采购现象。从市场情况来看，本周情绪指引较重，虽盐厂挺价意愿较强，但成交仍难以向高价传达，预期后市在此供需关系下，价格上行空间较小。本周四钴价格小幅下行。从供给端来看，四钴开工率维持偏低水平，产量暂无增量。从下游需求端来看，钴酸锂需求维持弱势，暂无明显复苏迹象。从整体市场情况来看，虽周内钴盐价格止跌反弹，但难以将成本传导至四钴上面，整体市场价格维持弱势运行。
- **三元材料：本周 (5/20-5/24)** 本周三元材料价格上涨。从成本端来看，本周镍钴锰均有不同程度的上行带动前驱体价格上涨，金属价格上涨带动三元材料成本上行。从原料端来看，部分三元材料企业近期锂的客供量有所上行，后续零单外采需求或将减弱。从供应端来看，由于5月中下旬以来部分三元材料厂家的订单出现下调，5月三元材料排产减量超过月初预期。需求端来看，5月主流电芯厂由于考虑自身成品库存和材料库存情况，对三元材料采购需求存在一定的下滑。消费和小动力市场，由于锂价近期出现波动，下游观望情绪渐起。

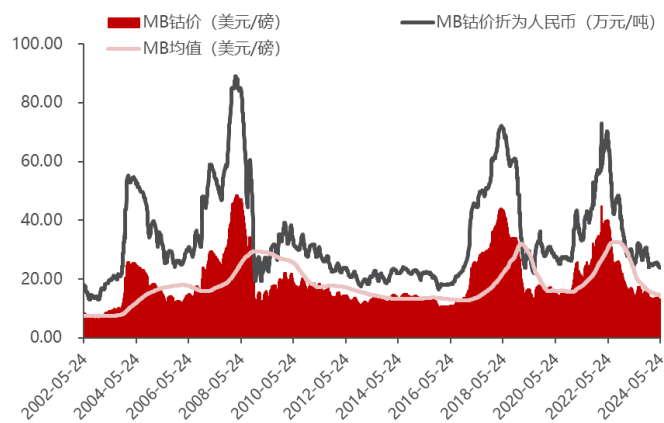
表5：钴系产品价格一览

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	202.50	2.53%	2.53%	-4.71%	277.50	197.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	12.68	-3.06%	-3.47%	-6.04%	17.40	13.25
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	203.50	6.82%	4.63%	-1.69%	285.00	190.50
钴精矿	6-8%中国到岸	美元/磅	5.30	-1.85%	-9.40%	-4.50%	8.75	5.30
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	128.50	-0.77%	-0.77%	0.78%	182.50	127.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	31000.00	1.64%	1.64%	3.33%	47000.00	30000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	125.50	0.00%	-0.79%	-1.57%	179.50	124.50

资料来源：同花顺，LME，上期所，COMEX，民生证券研究院整理

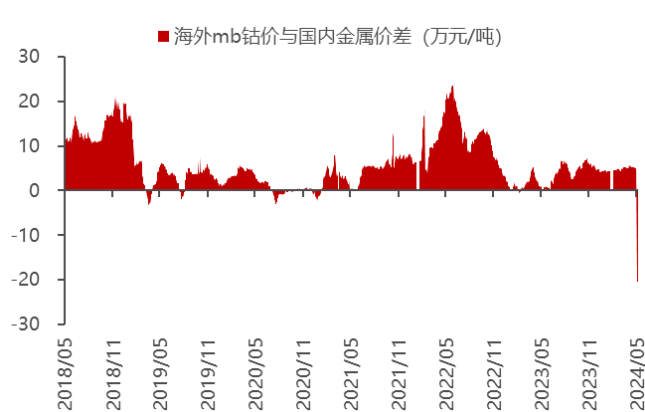
注：数据截至 2024 年 5 月 24 日

(2) 价差跟踪

图 37：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 38：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 39：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 40：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

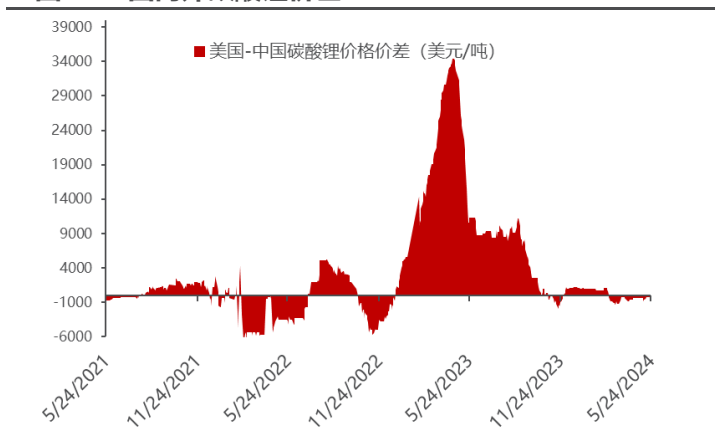
3.2.2 锂

(1) 高频价格跟踪及观点

- **碳酸锂：本周（5/20-5/24）** 本周碳酸锂价格整体持小幅下行趋势。供应端，部分江西地区的中小型锂盐厂受到环保督查因素有小幅减产，但由于锂辉石端以及青海盐湖的产量在本周仍较为稳定，使得本周的全国碳酸锂产量仍保持相对稳定。价格方面，上游锂盐企业目前对散单的出售以及报价仍然持有挺价的态度。但随着近期市场上可出售货源的大幅增加，下游买方的看空意愿以及观望心态有所增强。除了部分下游企业对现货仍有逢低买入的情况存在以外，其余买方则有表示当下库存量仍然较高，并且后续 6 月的碳酸锂客供量级也有所增加，在当下仍处于去库的阶段，因此也使得市场现货交投维在本周持相对清淡。并且，部分下游目前也在观望 6 月整体行业的排产情况而进行后续的采购策略。并且当下也是接近月底长协折扣协商的节点，大部分下游在近期对现货仍处于观望态势。
- **氢氧化锂：本周（5/20-5/24）** 本周氢氧化锂价格进一步下行。从市场供需来看，部分高镍正极厂商后市订单预期存在较为明显的下调，部分正极厂商在自身签有长协，原料供应基本充足，对后市氢氧化锂供需存一定过剩预期的背景下，当前对氢氧化锂少有采买。近期多以消耗自身原料库存为主，致使市场呈现成交寥寥得局面。而在下游采买、提货节奏明显放缓得情况下，冶炼端近期报价多有下移，致使市场成交重心持续下行。
- **磷酸铁锂：本周（5/20-5/24）** 近期磷酸铁锂价格较稳定，较上周相比跌幅缩小，跟随碳酸锂价格趋势下行，磷酸铁锂加工费未有明显调整。5 月磷酸铁锂市场表现相对较稳，下游储能增速表现依旧较好，新能源汽车市场表现较为平稳，磷酸铁锂正极出货顺利。但市场近期有反馈 6 月市场预期或有下滑，电芯厂对于 6 月的订单有所减量，可能与电芯库存累积有关，但目前磷酸铁锂企业尚未有明显减单反馈。
- **钴酸锂：本周（5/20-5/24）** 本周钴酸锂价格暂稳。市场情况，前期厂家报价已经出现下调，本周由于金属钴 SH 消息落定，量级超预期，使得钴市场情绪转好，钴价暂稳。供应端，5 月钴酸锂供应稳中小增。存量市场中厂家之间竞争仍激烈。需求端，电芯厂维持按需采购。后市锂价仍有下行预期，预期钴酸锂材料价格偏弱运行。

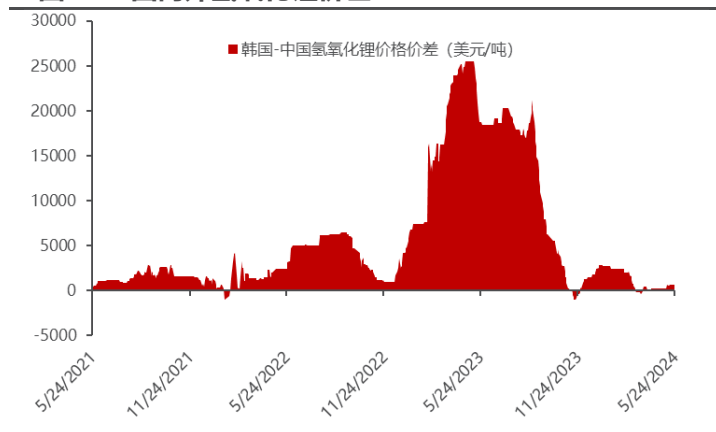
(2) 价差跟踪

图 41：国内外碳酸锂价差



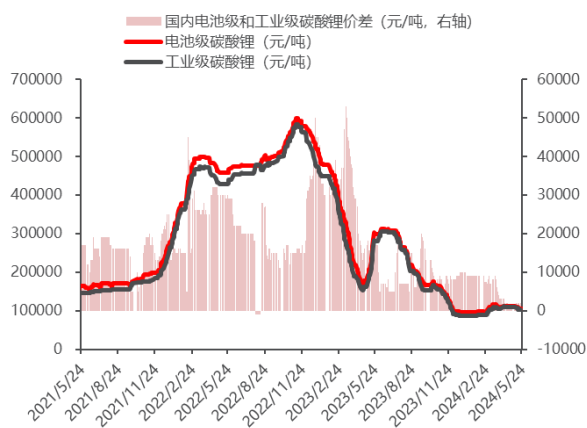
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 42：国内外氢氧化锂价差



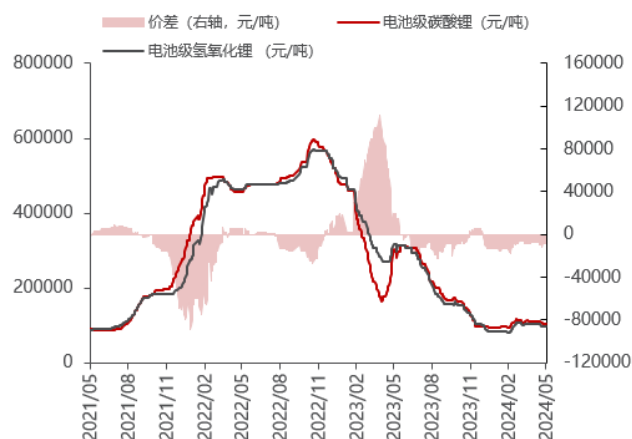
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 43: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差



资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 44: 国内氢氧化锂和碳酸锂价差



资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

3.3 其他小金属

图 45: 国内钼精矿价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 46: 国内钨精矿价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 47: 长江现货市场电解镁价格



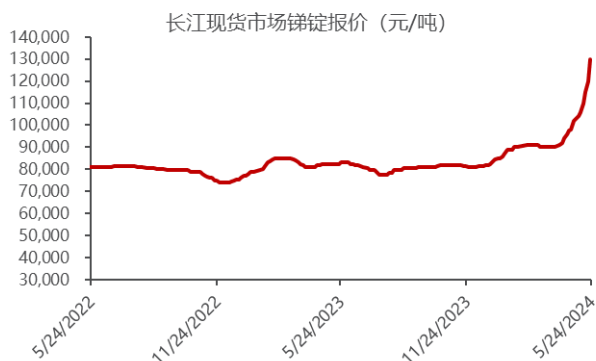
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 48: 长江现货市场电解锰价格



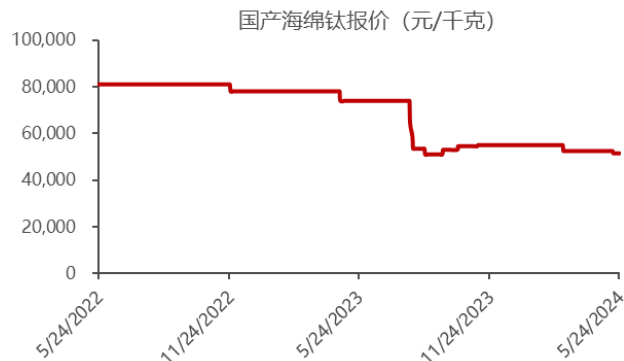
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 49: 长江现货市场锑锭价格



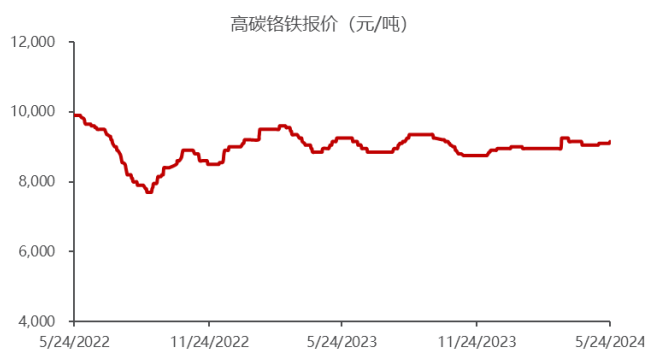
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 50: 国产海绵钛价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 51: 国产高碳铬铁价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 52: 长江现货市场金属钴价格



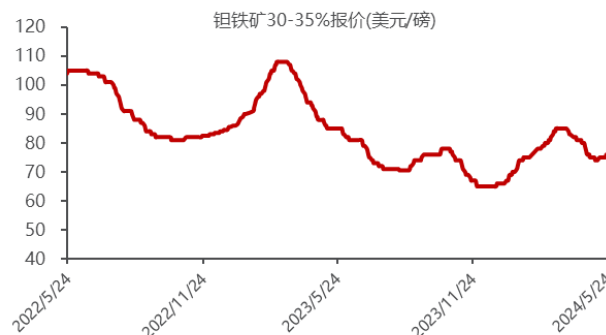
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 53: 国内精锆 99.99%价格



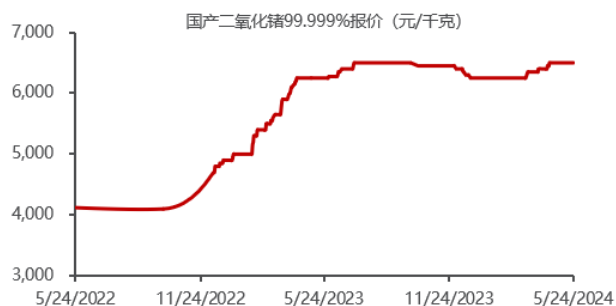
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 54: 钼铁矿 30%-35%价格



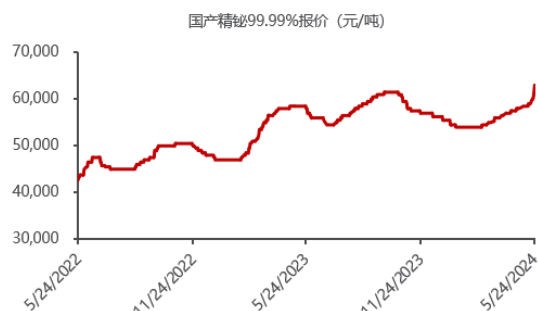
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 55: 国产氧化锆价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 56: 国产精铋价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 57: 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 58: 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

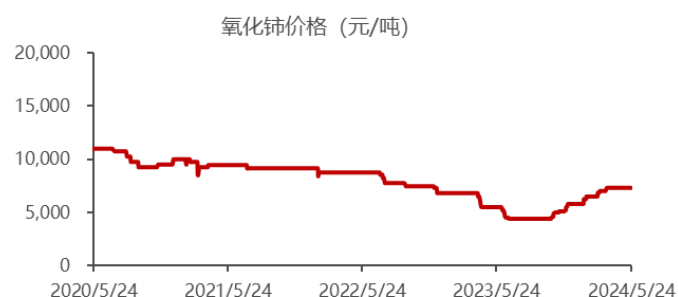
- **稀土磁材：本周（5/20-5/24）** 本周，稀土价格继续下跌。由于价格不稳定，市场参与者多持观望态度。买卖双方的交易意愿均不强，市场处于胶着状态。氧化物的下行趋势以及下游磁材订单的不及预期，对稀土市场产生了负面影响，金属市场报价减少。目前，稀土市场面临着价格下跌、成交困难、市场信心不足等多重挑战，SMM 预计短期稀土价格仍将有一定幅度的下降。

图 59：氧化镧价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 60：氧化铈价格



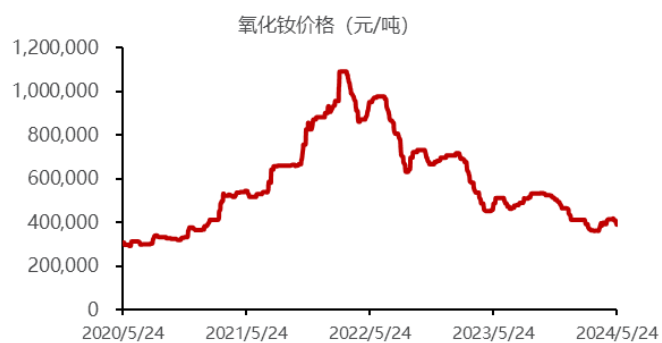
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 61：氧化镨价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 62：氧化钕价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 63: 氧化镓价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 64: 氧化铯价格



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

5 风险提示

1、需求不及预期：若全球经济出现系统性下滑风险，则会对各类金属需求端产生打击，需求恢复或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: 期间涨幅前 10 只股票 (5/20-5/24)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (5/20-5/24)	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 (万吨)	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: 2024 年 5 月全国平均电解铝完全成本构成	8
图 13: 国产和进口氧化铝价格走势	8
图 14: 三大期货交易所铜库存合计+保税区 (单位: 吨)	9
图 15: 铜精矿加工费 (美元/吨)	9
图 16: 上海期交所同 LME 当月期铜价格	10
图 17: 全球主要交易所铜库存 (万吨)	10
图 18: 上海期交所同 LME 当月期锌价格	11
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)	11
图 20: 国产-进口锌加工费周均价	11
图 21: 锌进口比值及盈亏	11
图 22: 上海期交所同 LME 当月期铅价格	13
图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)	13
图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格	13
图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)	13
图 26: 上海期交所同 LME 当月期镍价格	14
图 27: 全球主要交易所镍库存 (万吨)	14
图 28: 各国央行的资产总额情况	15
图 29: 美联储资产负债表资产	16
图 30: Comex 黄金与实际利率	16
图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)	16
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)	16
图 33: 美国国债收益率 (%)	16
图 34: 金银比	16
图 35: COMEX 黄金期货结算价	17
图 36: COMEX 白银期货结算价	17
图 37: MB 钴美金及折合人民币价格	19
图 38: 海内外钴价及价差	19
图 39: 硫酸钴和四氧化三钴价差	19
图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差	19
图 41: 国内外碳酸锂价差	20
图 42: 国内外氢氧化锂价差	20
图 43: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差	21
图 44: 国内氢氧化锂和碳酸锂价差	21
图 45: 国内钼精矿价格	21
图 46: 国内钨精矿价格	21
图 47: 长江现货市场电解镁价格	21
图 48: 长江现货市场电解锰价格	21
图 49: 长江现货市场锑锭价格	22
图 50: 国产海绵钛价格	22
图 51: 国产高碳铬铁价格	22
图 52: 长江现货市场金属钴价格	22
图 53: 国内精钢 99.99% 价格	22
图 54: 钽铁矿 30%-35% 价格	22

图 55: 国产氧化锆价格	23
图 56: 国产精铋价格	23
图 57: 碳酸锂 (工业级) 价格	23
图 58: 碳酸锂 (电池级) 价格	23
图 59: 氧化镧价格	24
图 60: 氧化铈价格	24
图 61: 氧化镨价格	24
图 62: 氧化钕价格	24
图 63: 氧化镝价格	25
图 64: 氧化铽价格	25

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: 铝产业链价格统计	6
表 3: 国内主要地区电解铝社会库存 (单位: 万吨)	8
表 4: 锌七地库存 (万吨)	11
表 5: 钴系产品价格一览	19

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。	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
	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