

“特朗普交易”引发衰退预期，商品价格迎来调整

2024年07月21日

本周 (7/15-7/19) 上证综指上涨 0.37%，沪深 300 指数上涨 1.92%，SW 有色指数下跌 2.80%，贵金属 COMEX 黄金下跌 0.55%，COMEX 白银下跌 5.22%。工业金属 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动 -5.60%、-5.94%、-5.93%、-4.18%、-4.17%、-7.66%；工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动 -1.70%、+12.22%、-4.32%、-1.57%、+4.07%、+2.70%。

工业金属：海外经济降温，“特朗普交易”导致商品价格继续回调，但原料趋紧和去库趋势预计形成有力支撑，长期价格中枢上行的趋势不变。核心观点：美国褐皮书指出下半年经济放缓趋势将持续，叠加近期美国大选带来不确定性，“特朗普交易”引发衰退担忧加剧，商品价格迎来全面回调，但原料紧张预期与去库趋势预计将对价格形成有力支撑，国内三中全会结束后也有望释放更多积极信号。**铜方面**，供应端，本周 SMM 进口铜精矿 TC 指数报 5.75 美元/吨，较上周增加 2.51 美元/吨，Antofagasta 宣布，受品位下滑影响，预计全年铜产量将触及 67-71 万吨指引下限，原料依然趋紧；需求端，国内主要精铜杆企业周度开工率如期明显回升至 72.86%，铜价重心下移带动订单逐渐释放，社库去库趋势继续。**铝方面**，供应端，目前国内电解铝运行总产能约为 4334 万吨，处于历史同期高位水平；需求端，下游开工维持弱势，社会库存去库不畅，本周累库 0.8 万吨，目前国内铝锭库存已增加至下半年新高，同比去年高出 24.3 万吨。**重点推荐：洛阳钼业、紫金矿业、西部矿业、金诚信、中国有色矿业、中国铝业、云铝股份、中国宏桥、神火股份。**

能源金属：供应压力延续，价格震荡走弱。核心观点：下游采购需求疲弱，供应过剩依旧明显，本周商品价格继续走弱。**锂方面**，矿端仍然存在挺价情绪，现货市场呈现弱稳下行的趋势；锂盐端本周价格下降跌幅明显，但材料厂仍呈现谨慎观望态度，需求依旧疲软。**钴方面**，供给端钴中间品价格小幅下行，电钴市场开工率维持高位，下行空间或有限，钴盐暂稳运行，开工率偏低；需求端三元前驱体因 5、6 月正极调配库存及订单不及预期后出现小幅累库致价格出现松动，上行承压。**镍方面**，镍盐厂处于亏损节点挺价心态较强，但需求端基本完成刚需采购，接受程度不高，同时镍价走低致成本面支撑走弱，镍盐上行空间有限。**重点推荐：藏格矿业、中矿资源、永兴材料、华友钴业。**

贵金属：价格波动有所放大，坚定看好贵金属价格。在市场对 9 月降息预期信心显著提升后，周内黄金创历史新高，站上 2480 美元/盎司，而后则遭遇连续回调，价格波动放大，我们认为短期的波动或更多是来自短期交易资金的获利了结；而从长期来看，美元信用处于下行周期，全球地缘冲突不确定性仍存，我们继续坚定看好金价中枢的不断上移，同时白银兼具金融属性和工业属性，近年来光伏用银增长带动供需格局紧张，金银比修复空间较大，银价弹性较黄金更大。**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，白银标的关注兴业银锡、盛达资源。**

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	17.94	0.80	1.06	1.3	22	17	14	推荐
603993.SH	洛阳钼业	8.41	0.38	0.56	0.6	22	15	14	推荐
000807.SZ	云铝股份	12.85	1.14	1.35	1.49	11	10	9	推荐
603799.SH	华友钴业	23.55	2.05	2.14	2.79	11	11	8	推荐
002738.SZ	中矿资源	26.94	3.15	1.95	2.75	9	14	10	推荐
002756.SZ	永兴材料	34.48	6.32	2.71	3.50	5	13	10	推荐
603979.SH	金诚信	44.73	1.71	2.75	3.53	26	16	13	推荐
601168.SH	西部矿业	17.22	1.17	1.64	1.71	15	11	10	推荐
1258.HK	中国有色矿业	5.43	0.51	0.66	0.66	11	8	8	推荐
600547.SH	山东黄金	30.5	0.42	0.85	1.1	73	36	28	推荐
600489.SH	中金黄金	17.24	0.61	0.84	0.94	28	21	18	推荐
600988.SH	赤峰黄金	20.28	0.49	0.96	1.2	41	21	17	推荐
000975.SZ	银泰黄金	18.14	0.51	0.74	0.86	36	25	21	推荐
1818.HK	招金矿业	14.88	0.21	0.25	0.42	71	60	35	推荐
002155.SZ	湖南黄金	18.65	0.41	0.72	0.87	45	26	21	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测，（注：股价为 2024 年 7 月 19 日收盘价，港币/人民币 0.93，美元/人民币 7.27），中国有色矿业和招金矿业为港币

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 袁浩

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

相关研究

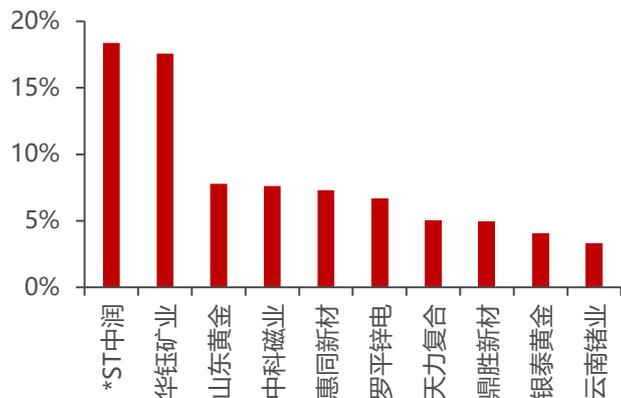
1. 几内亚资源系列之二：铝土矿：多闻风雨，量知几何？-2024/07/15
2. 有色金属周报 20240713：通胀回落推升降息预期，金价持续走高-2024/07/13
3. 有色金属周报 20240707：降息预期渐强，商品价格趋势上行-2024/07/07
4. 有色金属周报 20240630：价格逐渐企稳，坚定看好商品上行趋势-2024/06/30
5. 有色金属周报 20240623：宏观多空博弈，商品价格仍在筑底-2024/06/23

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

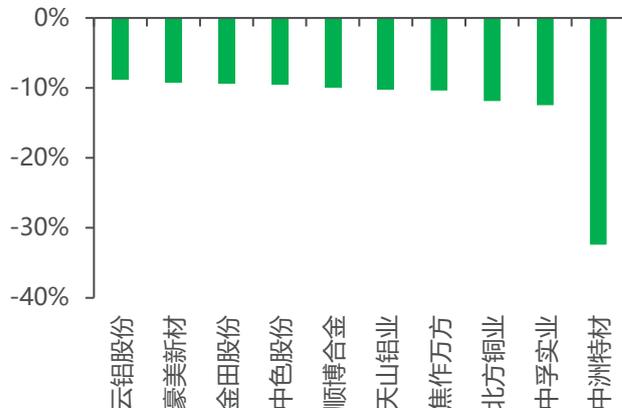
1 行业及个股表现

图1：期间涨幅前 10 只股票 (7/15-7/19)



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 (7/15-7/19)



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 2024/7/19	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	2350	-5.60%	-6.43%	1.05%
	铜(当月)	美元/吨	9290	-5.94%	-3.18%	8.88%
	锌(当月)	美元/吨	2774	-5.93%	-5.77%	6.20%
	铅(当月)	美元/吨	2121.5	-4.18%	-3.19%	2.71%
	镍(当月)	美元/吨	16220	-4.17%	-5.34%	-2.17%
	锡(当月)	美元/吨	31000	-7.66%	-2.94%	23.21%
国内价格	铝(当月)	元/吨	19615	-1.97%	-2.80%	-0.71%
	铜(当月)	元/吨	76740	-2.80%	-1.04%	11.28%
	锌(当月)	元/吨	23450	-2.94%	-2.78%	8.39%
	铅(当月)	元/吨	19445	-0.05%	1.20%	21.87%
	镍(当月)	元/吨	130170	-3.58%	-3.00%	2.09%
	锡(当月)	元/吨	258690	-5.53%	-3.12%	22.78%
基本金属库存						
铝	LME 库存	万吨	96.01	-1.70%	-6.51%	69.51%
	上海期交所库存	万吨	26.58	1.38%	13.18%	168.43%
铜	LME 库存	万吨	23.14	12.22%	28.48%	114.38%
	COMEX 库存	万吨	1.14	15.85%	26.14%	-39.97%
上海期交所库存	万吨	30.92	-2.19%	-3.24%	900.43%	
	锌	LME 库存	万吨	24.03	-4.32%	-8.32%
上海期交所库存		万吨	12.01	-4.64%	-5.03%	465.89%
铅	LME 库存	万吨	20.82	-1.57%	-7.23%	55.45%
	上海期交所库存	万吨	4.05	-31.81%	-24.76%	-23.40%
镍	LME 库存	万吨	10.25	4.07%	7.90%	59.82%
	上海期交所库存	万吨	2.04	-2.17%	-8.98%	48.35%

锡	LME 库存	万吨	0.46	2.70%	-4.40%	-40.78%
	上海期交所库存	万吨	1.45	-4.13%	-3.82%	129.26%
贵金属价格						
COMEX 价格	黄金	美元/盎司	2402.80	-0.55%	2.82%	16.21%
	白银	美元/盎司	29.41	-5.22%	-0.10%	23.08%
国内价格	黄金	元/克	561.90	-0.24%	2.19%	16.18%
	白银	元/千克	7647.00	-4.91%	-1.09%	26.73%
小金属价格						
	钼精矿	元/吨度	3715	0.27%	1.64%	18.12%
	钨精矿	元/吨	129500	-2.26%	-8.48%	6.58%
	电解镁	元/吨	19200	-0.26%	-1.03%	-12.93%
	电解锰	元/吨	13200	-3.65%	-4.35%	3.13%
	锑锭(1#)	元/吨	152500	0.00%	0.00%	80.47%
	海绵钛	元/千克	51500	0.00%	0.00%	-6.36%
	铬铁(高碳)	元/吨	9100	-0.55%	-1.62%	1.68%
	钴	元/吨	174500	-1.69%	-8.40%	-15.70%
	铋	元/吨	101000	1.00%	7.45%	81.98%
	钽铁矿	美元/磅	77.5	-0.64%	-1.90%	17.42%
	二氧化锆	元/千克	8850	2.31%	16.45%	41.60%
	铟	元/千克	3025	3.24%	-1.63%	50.87%
	碳酸锂(工业级)	元/吨	81500	-6.86%	-6.86%	-5.78%
	碳酸锂(电池级)	元/吨	85500	-5.52%	-6.56%	-13.20%
	五氧化二钒	元/吨	79000	0.00%	-2.47%	-13.19%
稀土						
稀土氧化物	氧化镧	元/吨	4000	0.00%	0.00%	2.56%
	氧化铈	元/吨	7200	-1.37%	-1.37%	24.14%
	氧化镨	元/吨	368000	0.00%	0.00%	-19.12%
	氧化钕	元/吨	368000	0.00%	0.00%	-19.56%
	氧化镝	元/千克	1635	-6.03%	-9.67%	-34.34%
	氧化铽	元/千克	4860	-6.09%	-9.16%	-34.32%
	镨钕氧化物	元/吨	360000	-0.41%	-0.83%	-18.64%
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	452500	-1.09%	-1.09%	-18.47%
	金属钕	元/吨	452500	-1.09%	-1.09%	-18.47%
	金属镝	元/千克	2200	-1.12%	-6.38%	-32.82%
	金属铽	元/千克	6100	-5.06%	-8.96%	-33.33%
	镨钕合金	元/吨	360000	-0.41%	-0.83%	-18.64%

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



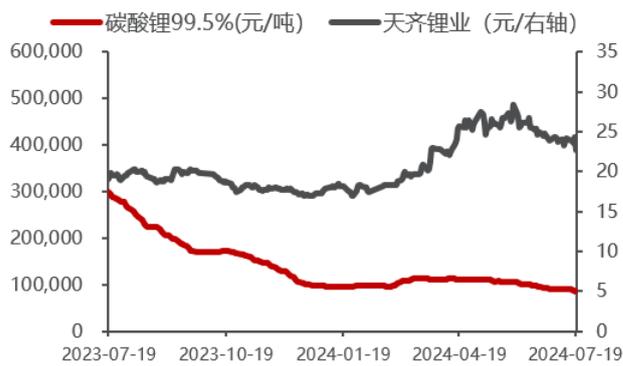
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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 (7/15-7/19)，宏观方面，综合来看，最近海内外宏观经济数据出炉，整体不及预期，降温的经济数据侧面反馈全球经济疲软。加之巴以冲突不断演化，美国大选等事件，宏观情绪谨慎，资金流向避险资本。国内方面，三中全会公书发布，市场静待更多推进性政策落地。而基本面 7-8 月份国内电解铝供应端高位运行，供应充足，下游需求端却呈现淡季态势，铝社会库存去库不畅。叠加美国欲对中国铝材加征关税，加剧铝市场供需错配预期。电解铝成本端在氧化铝价格急跌后，支撑松动。短期来看，铝市场多重因素利空，缺乏上行驱动力，维持弱势整理为主。**新闻方面**，2024 年 7 月 18 日，SMM 统计电解铝锭社会总库存 79.7 万吨，国内可流通电解铝库存 67.1 万吨，较上周四累库 0.8 万吨，较本周一累库 1.0 万吨。在此之前，国内铝锭库存曾短暂地进入缓慢去库节奏，累计去库 0.4 万吨。但周中的这一波累库之后，目前国内铝锭库存已增加至下半年新高，同比去年同期也已高出 24.3 万吨，进一步压制铝现货

和期价表现。分地区来看，周中华南和华东、中原地区的库存表现的差异持续增大，无锡地区较佛山已高出 6 万吨。

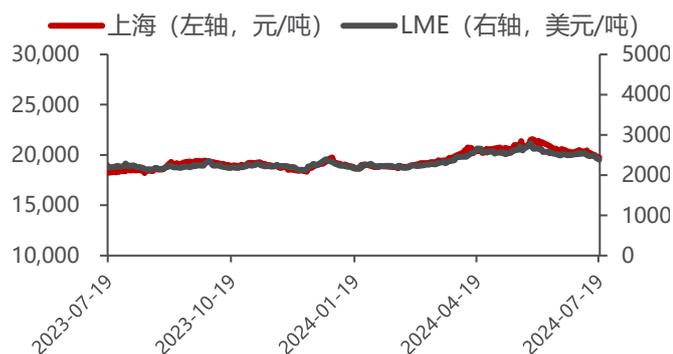
(2) 价格和库存

表2：铝产业链价格统计

	2024-7-18		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	19580	-180.0	-0.91%	-560.0	-2.78%	-790.0	-3.88%	
氧化铝	3850	0.0	0.00%	0.0	0.00%	20.0	0.52%	
铝土矿 (澳洲进口)	500	0.0	0.00%	0.2	0.04%	17.3	3.59%	
铝土矿 (广西)	588	0.0	0.00%	0.0	0.00%	56.5	10.64%	
铝土矿 (山西)	689	0.0	0.00%	0.0	0.00%	22.6	3.39%	
预焙阳极	3820	0.0	0.00%	0.0	0.00%	-110.0	-2.80%	
动力煤	853	0.0	0.00%	-3.0	-0.35%	-24.0	-2.74%	

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

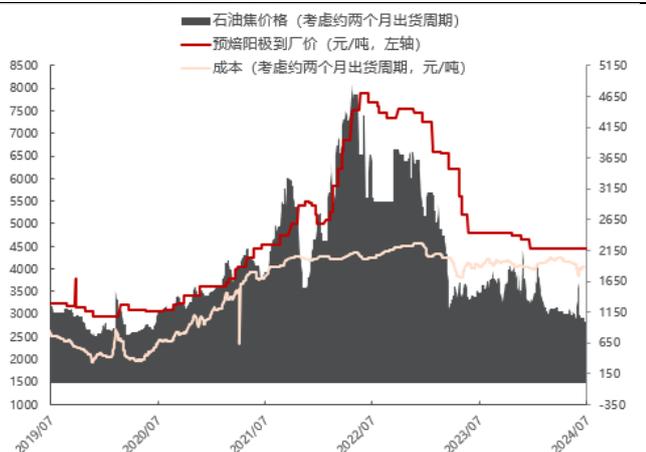
图8：全球主要交易所铝库存 (万吨)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

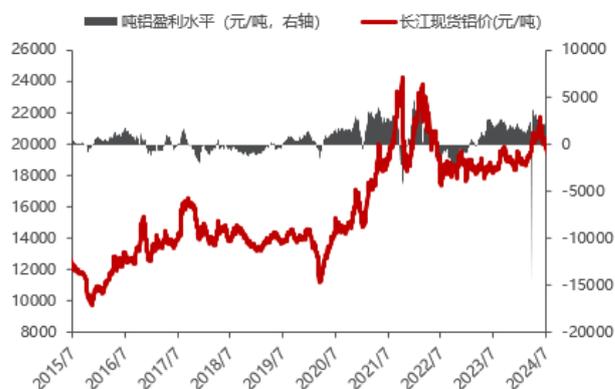
(3) 利润

图9：预焙阳极盈利梳理



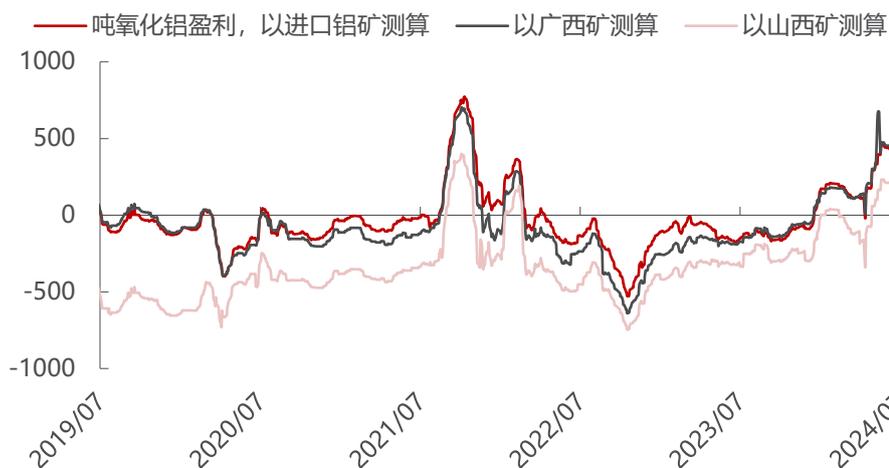
资料来源：SMM，民生证券研究院

图10：电解铝单吨盈利梳理



资料来源：SMM，民生证券研究院

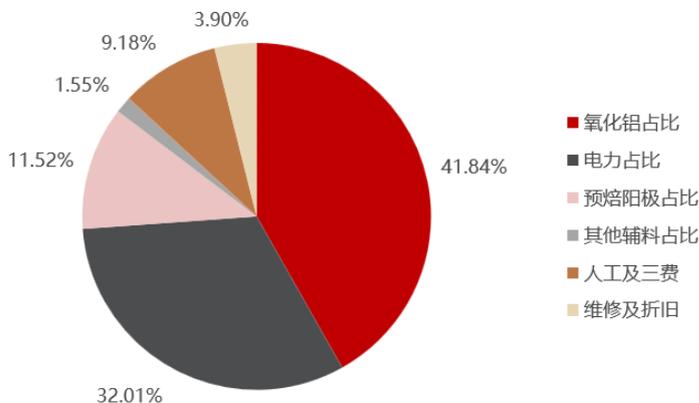
图11：氧化铝单吨盈利梳理（单位：元）



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6月全国平均电解铝完全成本构成



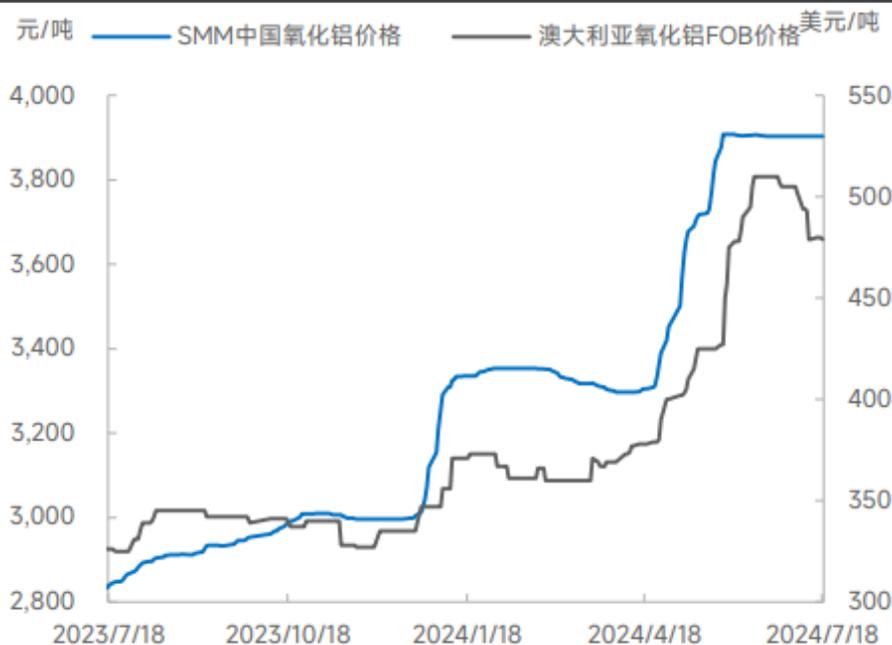
资料来源: SMM, 民生证券研究院

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
2024/7/11	4.5	28.5	26.2	4.1	8.5	2.9	2.3	1.9	78.9
2024/7/15	4.4	29.1	25.2	4.2	8.8	2.8	2.3	1.9	78.7
2024/7/18	4.5	30.4	24.4	4.2	9.3	2.7	2.3	1.9	79.7
较上周四变化	0.0	1.9	-1.8	0.1	0.8	-0.2	0.0	0.0	0.8

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



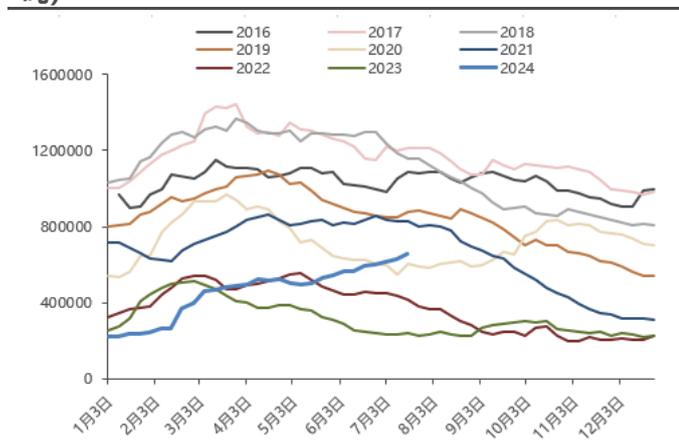
资料来源: SMM, 民生证券研究院; 注: 图中澳大利亚氧化铝 FOB 价格为右轴

2.2.2 铜

(1) 价格周度观点

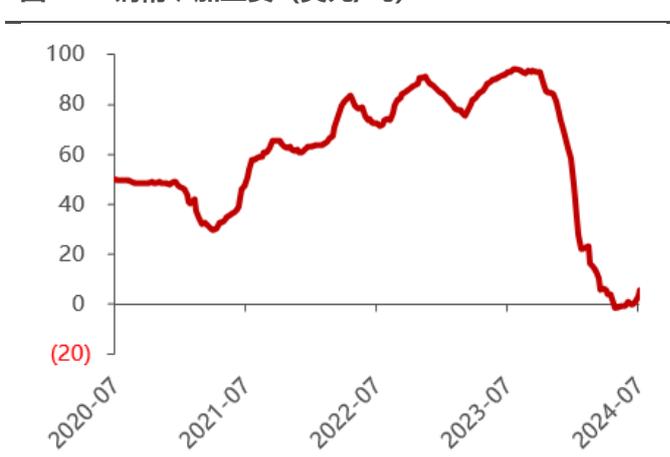
本周 (7/15-7/19), **宏观方面**, 美国褐皮书指出下半年经济放缓趋势将持续, 但 6 月零售销售额远超市场预期同比增长 2.28%, 表明美内需依然强劲。叠加近期美国大选带来不确定性, 市场对 9 月降息的预期再度摇摆。欧央行在 7 月议息决议中维持基准利率不变, 并未对未来降息路径提供明确指引, 但欧央行行长拉加德会议上对经济前景表示担忧。**库存方面**, 据 SMM 调研了解, 本周四 (7 月 18 日) 国内保税区铜库存环比 (7 月 11 日) 增加 0.42 万吨至 10.27 万吨。其中上海保税保税库存环比增加 0.45 万吨至 9.87 万吨; 广东保税环比下降 0.03 万吨至 0.4 万吨。本周保税库存继续增加, 主要是由于近港提单到港后, 卖方不愿低价甩货, 在较大的月差下, 持货商选择将货源送入保税库。展望后市, 由于市场对于比价仍存期待, 预计将持续坚挺报价, 或有到港提单持续进入保税库。

图14: 三大期货交易所铜库存合计+保税区 (单位: 吨)

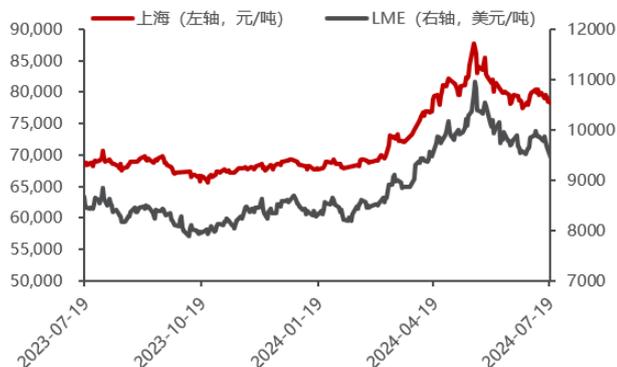


资料来源: 同花顺, SMM, 同花顺, 民生证券研究院
注: 2023 年以来铜保税区库存数据采用同花顺数据来源

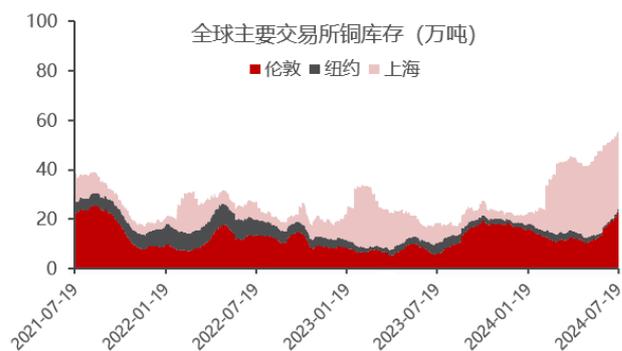
图 15: 铜精矿加工费 (美元/吨)



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)


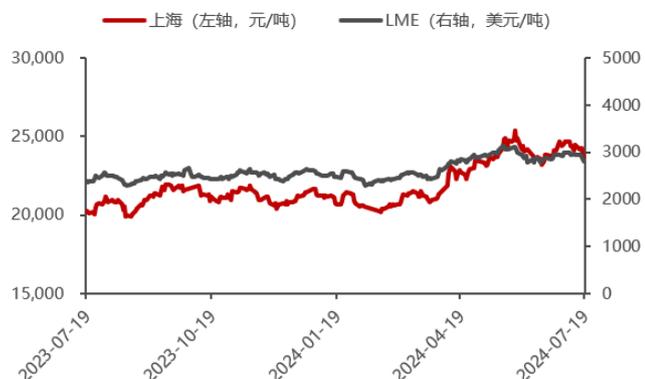
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

2.2.3 锌

(1) 价格周度观点

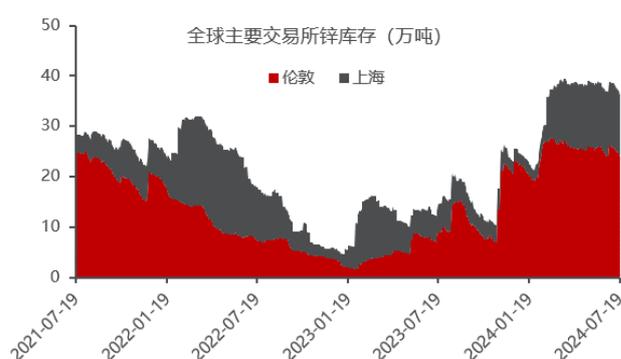
本周 (7/15-7/19), 伦锌方面: 周初, 美联储官员发表鸽派言论, 市场对美联储降息情绪再升温, 推动伦锌价格震荡上行, 达到周内高位; 随后锌价止涨反跌, 美国 6 月零售销售月率数据表现超过市场预期, 美元指数上涨, 伦锌承压下行; 接着美国 6 月新屋开工和营建许可总数同样高于前值, 房地产数据表现较佳, 并且伦锌周内库存仍在高位, 供应过剩格局下, 市场对全球锌消费担忧凸显, 多头资金不断离场, 伦锌延续前期下跌。本周伦锌重心大幅下滑, 截止本周四 17:00, 伦锌录得 2826.5 美元/吨, 周内跌 122.5 美元/吨, 跌幅 4.15%。**沪锌方面:** 周初, 上周锌精矿加工费再度下调, 矿端偏紧格局未改, 叠加 SMM 锌锭周度社库小幅录减至 20 万吨以下, 市场情绪受到提振, 基本面支撑沪锌维持高位; 接着受外盘走弱拉扯, 沪锌跳空低开偏弱震荡, 并且市场关注点从矿端紧缺逐渐转至下游需求, 国内锌锭社库水平仍较高, 消费疲软态势持续打击市场情绪, 沪锌跌破 24000 元/吨关口后继续下跌, 然而矿紧对锌价仍有一定支撑, 后续下跌空间或有限。本周沪锌跌势明显, 截止本周四 15:00, 沪锌录得 23725 元/吨, 周内跌 435 元/吨, 跌幅 1.80%。**新闻方面:** 截至本周四 (7 月 18 日), SMM 七地锌锭库存总量为 19.19 万吨, 较 7 月 11 日减少 0.88 万吨, 较 7 月 15 日减少 0.56 万吨, 国内库存出现大幅录减态势。其中上海地区库存录减明显, 周内上海仓库到货较少, 并且锌价下跌, 下游企业多逢低点价提货, 库存降幅较大; 广东地区库存同样降低, 主因厂提直发较多, 影响周内仓库到货, 以及下游逢低点价采买, 整体库存出现录减; 天津地区库存录增, 主因天津地区紫金锌锭仓库到货, 库存增加较多, 下游逢低采买下, 整体库存仍增加。整体来看, 原三地库存降低 0.47 万吨, 七地库存降低 0.56 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

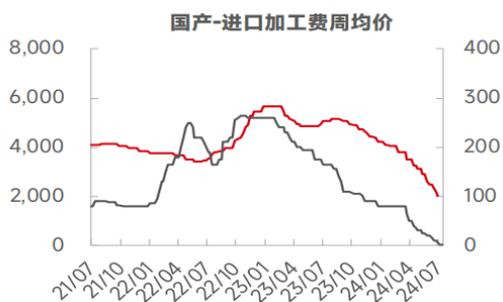
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)



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
2024/6/27	8.72	2.37	6.97	0.49	0.47	0.17	0.27	18.06	19.46
2024/7/1	8.54	2.54	7.26	0.46	0.55	0.17	0.27	18.34	19.79
2024/7/4	8.47	2.73	7.20	0.49	0.50	0.17	0.27	18.40	19.83
2024/7/8	8.34	2.99	7.21	0.51	0.50	0.17	0.27	18.54	19.99
2024/7/11	8.26	3.05	7.31	0.52	0.49	0.17	0.27	18.62	20.07
2024/7/15	8.25	3.12	7.04	0.54	0.36	0.17	0.27	18.41	19.75
2024/7/18	7.79	2.98	7.17	0.48	0.33	0.17	0.27	17.94	19.19
较上周四变化	-0.47	-0.07	-0.14	-0.04	-0.16	0.00	0.00	-0.68	-0.88
较本周一变化	-0.46	-0.14	0.13	-0.06	-0.03	0.00	0.00	-0.47	-0.56

资料来源: SMM, 民生证券研究院

图 21: 锌进口比值及盈亏

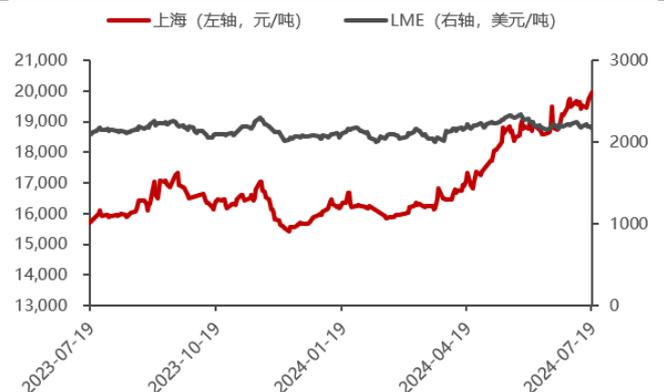


资料来源: SMM, 民生证券研究院, 注: 沪伦比值为右轴, 进口盈亏单位为元/吨

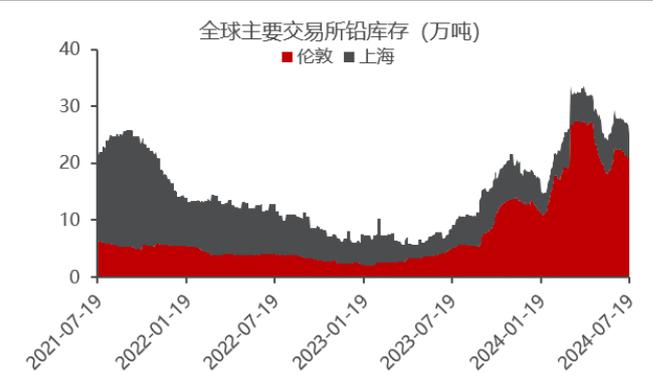
2.3 铅、锡、镍

- 铅：本周 (7/15-7/19)** 本周伦铅开于 2206 美元/吨，周初震荡下行，周中美元指数走弱，伦铅压力释放上行补涨探高至 2224.5 美元/吨，周四因美国 7 月费城联储制造业指数高于预期，显示出美国经济强韧的迹象，美元指数回到周初高位运行，伦铅冲高回落探低至 2141 美元/吨，截至周五 15:00，终收于 2141.5 美元/吨，跌幅 3.27%。本周沪铅主力 2408 合约开于低位 19480 元/吨，因国内供应紧张格局不改，开盘后多头资金热情依旧，沪铅涨势坚挺于下半周摸高 20050 元/吨，随着海外铅锭到港量的增加，国内社会铅锭降势放缓，沪铅走势小幅回落，终收于 19830 元/吨，涨幅 1.39%。现货市场上，7 月 15 日-7 月 19 日，SMM1#铅价运行区间为 19525-19775 元/吨。国内精铅现货供应偏紧，河南、湖南等地区现货市场以升水报价为主。河南地区下游市场主要依靠长期合同提货或预售为主，再加上当地冶炼厂因检修减产导致现货供应紧张，市场几乎无流通货源。在湖南和广东等地，持货商对 SMM1#铅报价升水 50-100 元/吨，随着铅价在周中走强，湖南地区部分小厂对 SMM1#铅报价出现贴水 25-0 元/吨并抛售。贸易市场方面，品牌铅流通货源依然紧张。江浙沪地区的仓单报价保持坚挺，对部分持货商的沪期铅 2408 合约升水 50-80 元/吨少量成交。由于再生精铅对 SMM1#铅的升水报价，部分采购需求转向社会仓库，下游维持刚需采购，市场观望情绪浓厚。**新闻方面：**据 SMM 调研，2024 年 7 月 13 日—7 月 19 日 SMM 五省铅蓄电池企业周度综合开工率为 72.08%，较上周基本维稳。据调研，各类铅蓄电池在市场订单情况上存在一定差异。其中，储能类电池企业的开工率表现较好。而电动自行车和汽车蓄电池企业则主要采用以销定产的模式。此外，铅价的冲高回落让企业既不愿在价格高企时囤积原材料或成品库存，又担心未来铅价进一步走弱，这样的市场环境导致其前期高价采购的电池库存销售不畅，从而整体生产情况较为平稳。
- 锡：本周 (7/15-7/19)** 经过 SMM 深入且详尽的市场调研，本周锡价走势呈现高位回落的特点。周初，沪锡市场价格稳定在约 27.4 万元/吨的水平，并在此价位附近进行横向的波动调整。然而，自周三夜盘起，锡价自 27.4 万元/吨的高点开始显著下滑，这一趋势一直持续到周五收盘。在现货市场方面，从周三晚间至周五日间，沪锡价格的持续下跌激发了众多下游企业的补库热情，同时，终端企业的订单意愿也显著提升。随着周末锡价的回调，现货市场交易活跃度显著提升，与周初的冷清场面形成鲜明对比。部分贸易企业的库存已被清空，其他企业的库存也大幅下降。此外，随着现货市场锡锭流通货源的减少，各品牌锡锭的升贴水也相应小幅上调。我们预计，若下周沪锡价格继续保持偏弱走势，锡锭社会库存或将保持去库态势。**新闻方面：**据 SMM 调研数据显示，6 月份国内精炼锡产量达到 166285 吨，较上月减少 2.6%，与去年同期相比增长 14.5%。云南地区，某精炼锡冶炼企业因交接问题持续停产，同时受环保检查影响，部分企业停产检修一周左右，导致锡锭产量相较 5 月份略有下降。江西地区则得益于市场废料供应充足，部分冶炼企业产量大幅提升，预期增产逐步兑现。内蒙古的某精炼锡冶炼企业维持正常生产，而广西地区一家企业开始停产检修，锡锭产量大幅下降，预计影响至 8 月份。安徽及其他地地区的冶炼企业在 6 月份基本保持了正常生产节奏。
- 镍：本周 (7/15-7/19)** 本周沪镍继续延续跌势运行，镍价环比上周下跌了约 3.58%。截止周五收盘，沪镍录得 130170 元/吨。本周镍价运行受基本面与宏观面共振影响，跌幅有所扩大。在宏观方面，本周全球焦点集中于特朗普通刺事件。此事件对即将到来的美国大选产生了直接影响。特朗普在遭遇枪击后，可能会赢得一些选民的同情和支持，从而提升他的选情。根据此前的报道，特朗普曾在竞选中宣布，若在 11 月的选举中再次当选总统，他将大幅提高对中国商品的关税，可能征收超过 60%的关税，并计划在

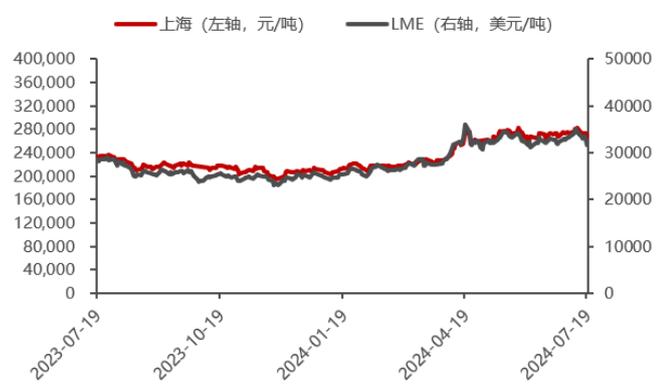
四年内逐步将从中国的进口减少到零逆差。这对于我国制造业来说无疑是巨大的挑战。在经济动荡的背景下，避险资金或将选择远离与制造业紧密相关的有色金属市场。在基本面来看，菲律宾受到天气因素影响，目前装运发货缓慢。在国内现货市场方面，本周镍价出现大幅下跌，导致下游采购情绪回暖，周内社会库存再次减少，市场成交火热。但需要注意的是，这仅是由于前期高镍价下下游保守采购导致的刚需补库，并非终端需求的真正回暖。因此，在镍价进入下行通道后，终端需求未有明显提升，后续现货市场成交或将出现转变。

图 22：上海期交所同 LME 当月期铅价格


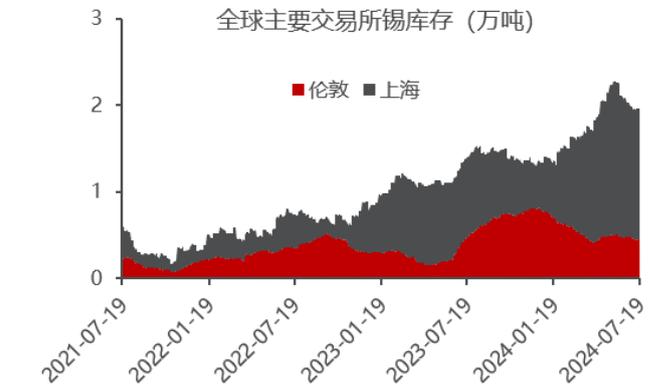
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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

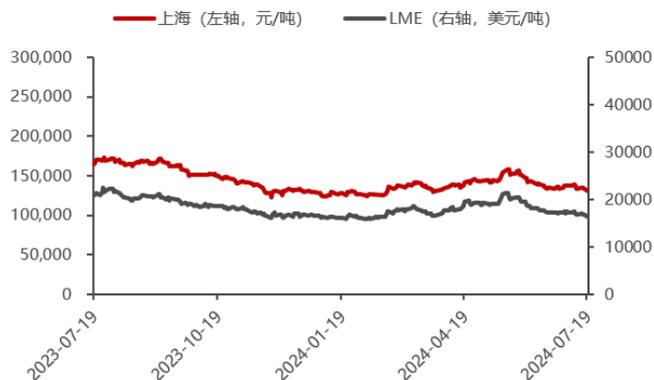
图 24：上海期交所同 LME 当月期锡价格


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）


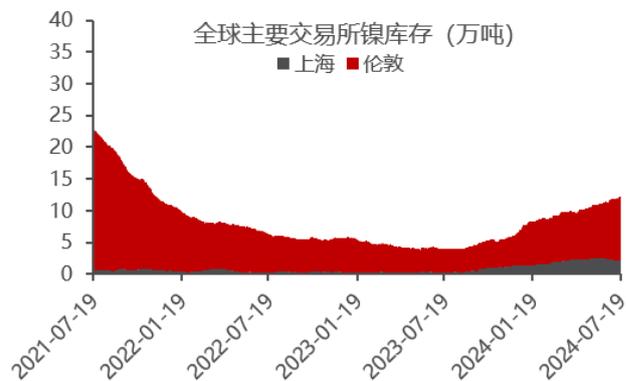
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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)



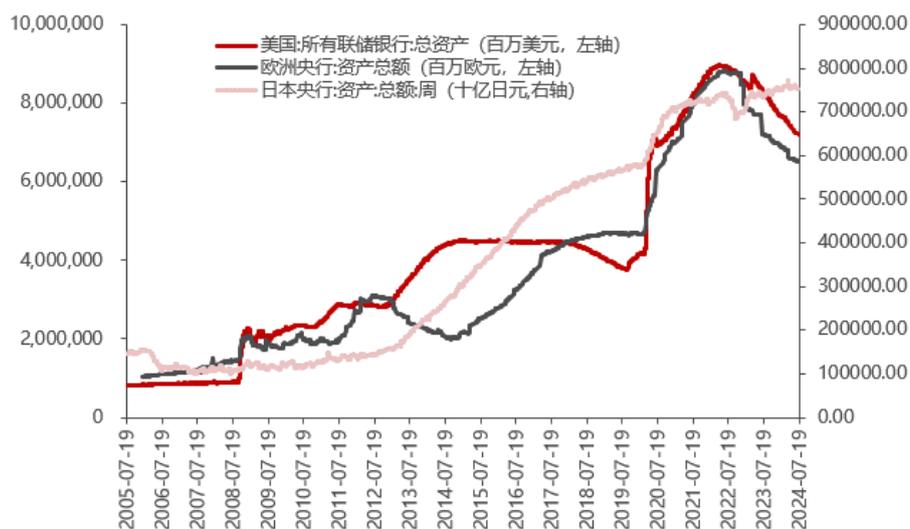
资料来源：同花顺，民生证券研究院

3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

- **金银：本周（7.12-7.18）黄金价格上涨，白银价格下跌。**截至7月18日，国内99.95%黄金市场均价为570.39元/克，较上周上涨2.19%，上海现货1#白银市场均价为80836元/千克，较上周下跌0.35%。周内，美国6月通胀水平超预期回落，同时鲍威尔在公开讲话中释放各派信号。9月降息预期逐步被市场提前定价，美元指数逐步下探跌至近四个月低位，COMEX黄金主力受支撑刷新历史高位至2488.2美元/盎司，黄金主力跟涨接近历史高位至585.84元/千克。白银走势相对谨慎，外盘主力在30-31美元/盎司区间震荡，沪银主力围绕8000元/千克整数关口波动。

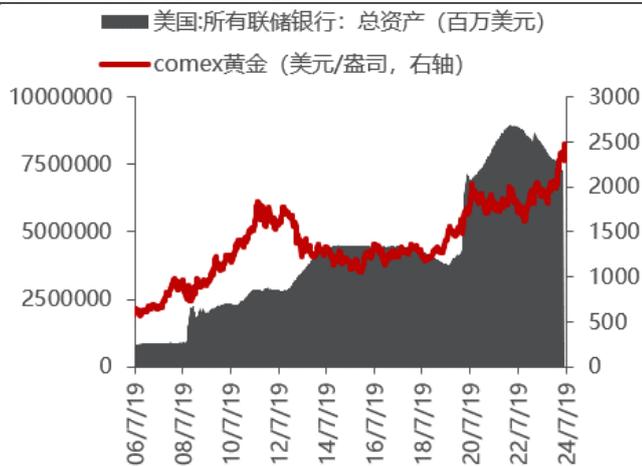
图 28：各国央行的资产总额情况



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

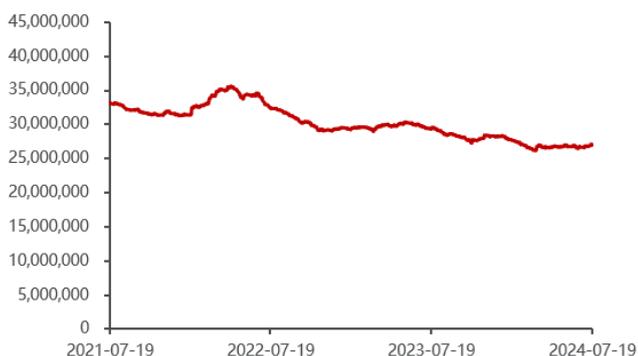
图 30: Comex 黄金与实际利率



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

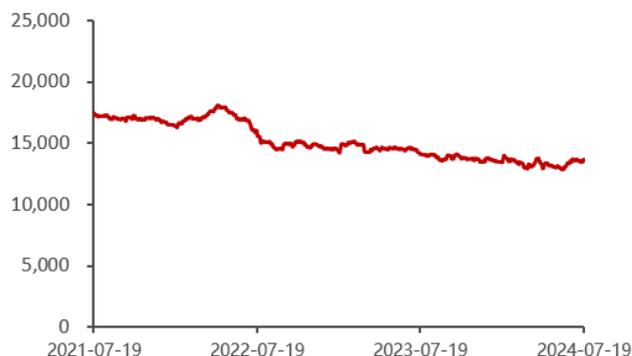
(2) ETF 持仓

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

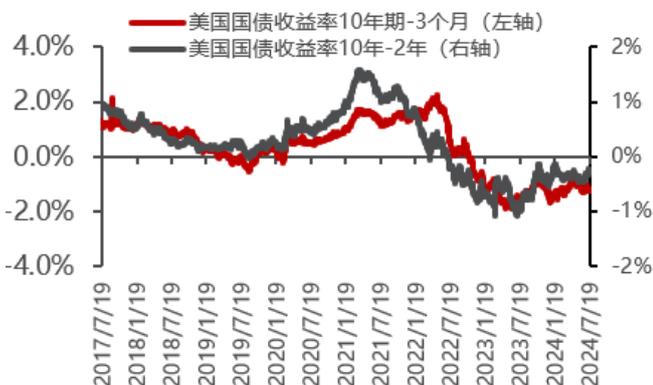
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

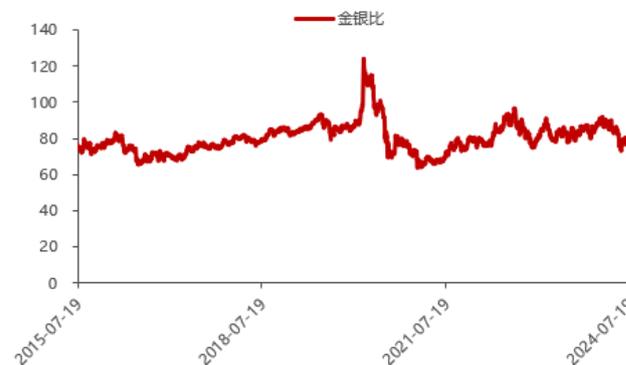
(3) 长短端利差和金银比

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（7/15-7/19）** 本周电解钴小幅下跌。从供给端来看，市场开工率维持高位，整体供给较为充足。从需求端来看，市场成交有所回暖且第一轮交 CH 量即将交付，整体市场去库节奏有所加快。综合供需来看，由于需求端恢复，且目前钴价相对偏低，因此预计整体价格下行空间或有限。
- **钴盐及四钴：本周（7/15-7/19）** 本周钴盐价格暂稳运行。从供给端来看，目前市场开工率维持偏低水平。从需求端来看，由于前期各环节抄底较多，因此周内需求端表现平平。综合来看，由于目前市场对于后市预期尚不明朗，且现货价格有挺价迹象，因此市场采买偏僵持。本周四氧化三钴价格小幅下降。从供给端来看，目前市场开工率维持偏高水平。从下游需求端来看，终端提前备货意图凸显，四氧化三钴询盘较前期有所回暖。然由于前期市场低价钴盐较多，下游需求端有借此压价意图，导致整体成交价格较为弱势。综合来看，由于头部需求集中度较高，导致整体市场内卷较重，因此下游采买需求虽有恢复，但价格维持弱势。
- **三元材料：本周（7/15-7/19）** 本周三元材料价格下行。成本端，碳酸锂和氢氧化锂价格出现大幅下滑，硫酸盐价格保持稳定。供应端，本周个别材料厂家产量出现增减，但总体产量没有出现太大变化。需求端，电动工具市场需求转好，对三元材料需求增加，但数码消费市场需求仍然保持冷淡。因欧美新能源电动车销量数据不佳，海外部分电芯厂财务情况变差，电芯库存累积，海外市场需求持续走弱。预期后市三元材料价格持续走低。

表5: 钴系产品价格一览

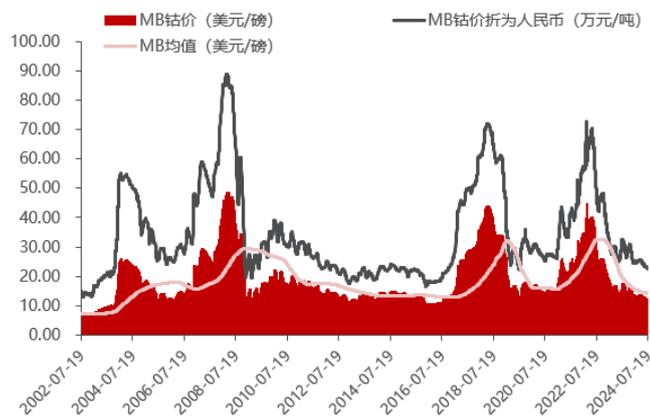
品种	产品类别	价格单位	当周价格	双周变动	1个月变动	年初至今	12个月最高	12个月最低
钴粉	99.5%min 中国	元/公斤	192.50	-2.53%	-2.53%	-9.41%	277.50	192.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	12.03	-2.08%	-2.83%	-10.86%	17.40	13.25
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	174.50	-1.69%	-11.20%	-15.70%	285.00	174.50
钴精矿	6-8%中国到岸	美元/磅	5.30	-1.85%	-1.85%	-4.50%	8.75	5.30
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	122.50	-1.61%	-3.92%	-3.92%	182.50	122.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	29000.00	-1.69%	-3.33%	-3.33%	47000.00	29000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	116.50	-4.90%	-5.67%	-8.63%	179.50	116.50

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 7 月 19 日

(2) 价差跟踪

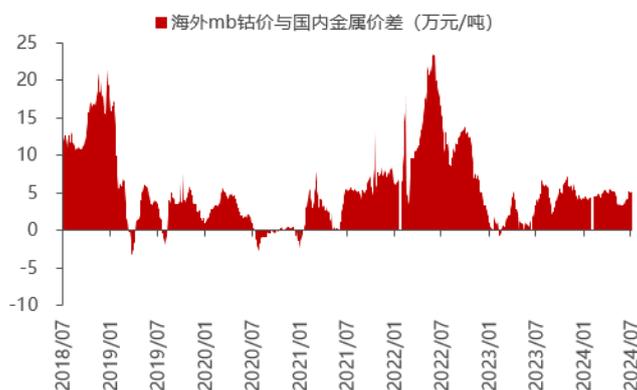
图 37: MB 钴美金及折合人民币价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

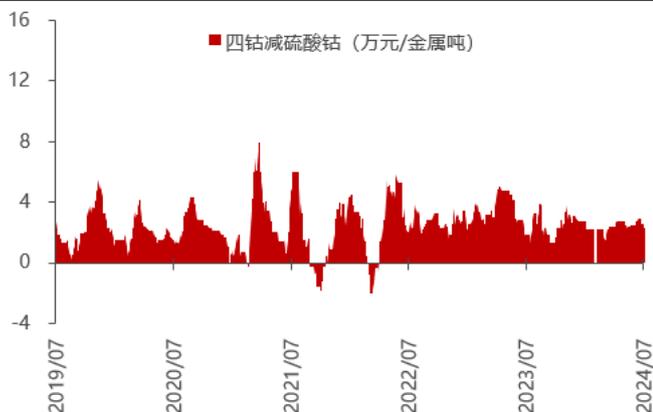
注: 美元汇率为对应当日中间汇率

图 38: 海内外钴价及价差



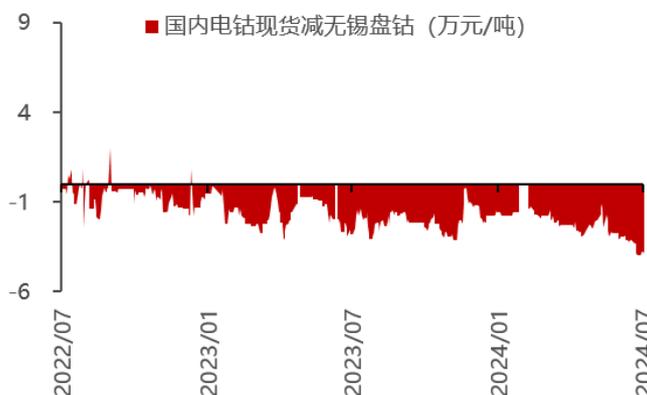
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

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

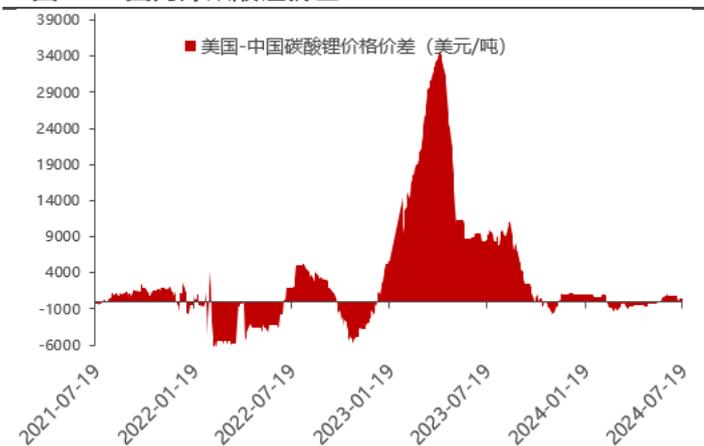
3.2.2 锂

(1) 高频价格跟踪及观点

- **碳酸锂：本周（7/15-7/19）** 本周碳酸锂现货价格跌幅明显。SMM 电池级碳酸锂指数价格由 89170 元/吨降到 86164 元/吨，跌幅达到 3000 元/吨。造成这一波动的主要原因为盐湖端某头部锂盐厂在上周五放出一批 2000 吨的碳酸锂，价格为 SMM 与 AM 在 7 月 15 日至 7 月 19 日工碳周均价的 95 折。不论是期货市场还是现货市场都受到了一定程度的影响。锂盐厂整体的挺价情绪依旧高涨，部分锂盐厂报价有所下调。对于本周碳酸锂价格明显的下跌走势，有少部分材料厂或是贸易商逢低买入，但整体来看下游材料厂的采买情绪依旧很淡，仍呈现谨慎观望的态度。行情消息方面，本周三雅保化学举行的电池级/准电池级碳酸锂招标活动已正式落下帷幕。据了解，本次招标涉及两批各 100 吨，分别来自智利与国内生产。其中来自智利的 100 吨准电碳以 85000 元/吨价格成功成交，来自国内生产的 100 吨电池级碳酸锂以 86150 元/吨的价格成功成交。
- **氢氧化锂：本周（7/15-7/19）** 本周，氢氧化锂价格继续走低且幅度加大，上下游市场报价差距拉大带动市场总体成交依旧相对清淡。目前，氢氧化锂市场整体供应过剩的局面继续保持，6 月份达到过剩峰值。近期碳酸锂期货受某大厂放货影响，有较大幅度下跌，这造成氢氧化锂的价格承压。7 月以来，随着下游正极材料和电芯库存回归到相对正常水平，一些正极和电芯企业开始逐步建立库存，需求有所回暖，但是叠加正极和电芯企业客供以及长协的存在，导致外采现货需求疲软。上游方面海外主流矿山成交价格走弱，一定程度上带动锂盐厂的成本下移。短期内，氢氧化锂市场供大于求局面维持，预期价格震荡弱勢。
- **磷酸铁锂：本周（7/15-7/19）** 本周因碳酸锂的价格下行幅度较大，对于磷酸铁锂的绝对价格下行推动较明显。现在磷酸铁锂仍处于市场的淡季。磷酸铁锂企业反馈，电芯厂最近按需下单比较明显，对于库存的控制也比较严格，磷酸铁锂企业相应也会根据订单对排产做一些调整。7 月磷酸铁锂企业反馈市场暂未有明显利好消息，整体趋势小幅下滑。预计市场可能会在 8 月底，或者到 9 月才能看到一些恢复。
- **钴酸锂：本周（7/15-7/19）** 本周钴酸锂价格维持下跌。成本端，碳酸锂和四钴价格维持跌势，钴酸锂成本联动下行。市场状况，钴酸锂零单市场持续内卷，成交价格走低。供应端，7 月为数码市场传统淡季，钴酸锂排产出现一定的下滑。需求端，终端存在为下半年新机提前备货的现象，高压市场需求稳定。后市钴锂价仍有下行预期，预期钴酸锂材料价格继续下降。

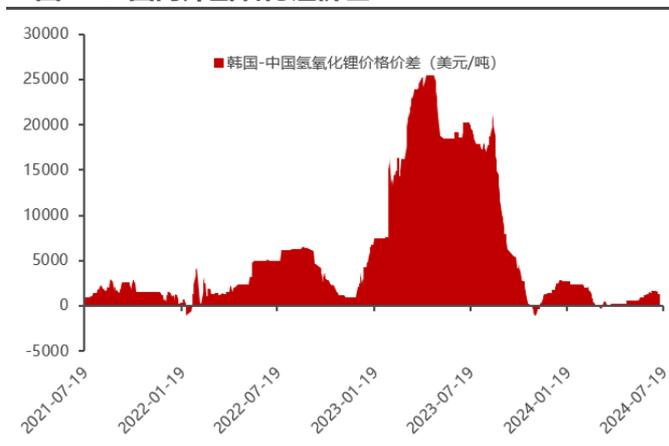
(2) 价差跟踪

图 41：国内外碳酸锂价差



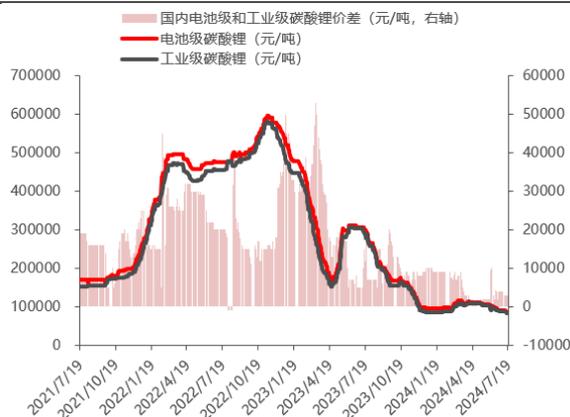
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 42：国内外氢氧化锂价差



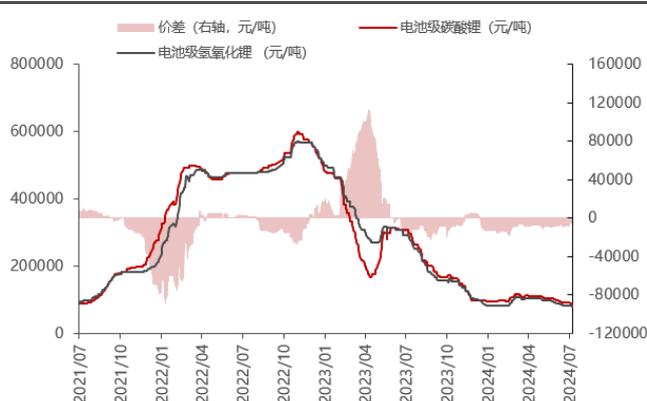
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

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



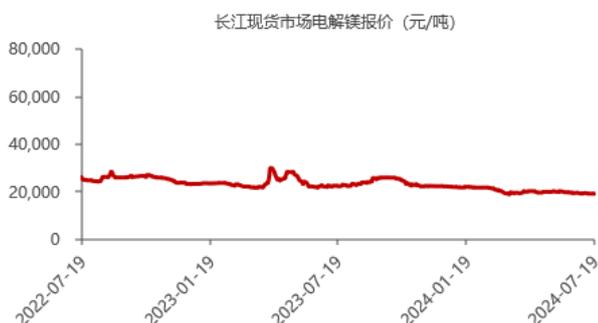
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

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



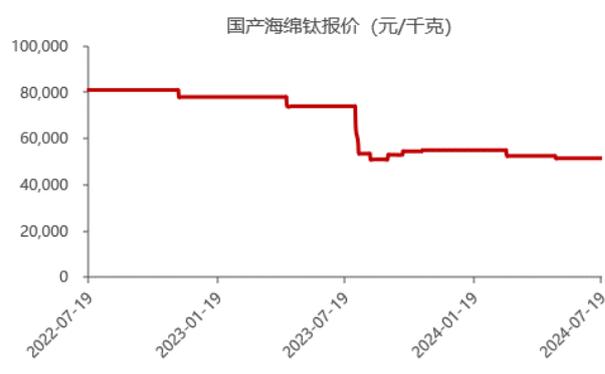
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 49: 长江现货市场锡锭价格



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



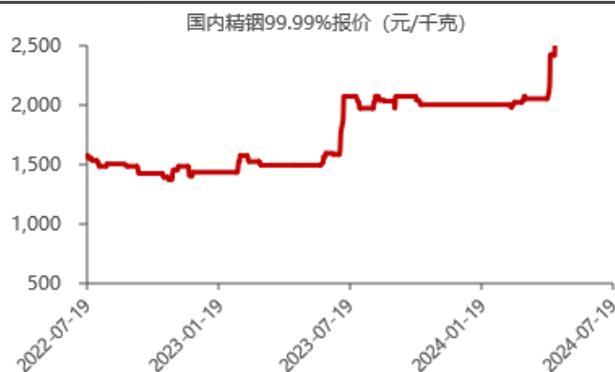
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 52: 长江现货市场金属钴价格



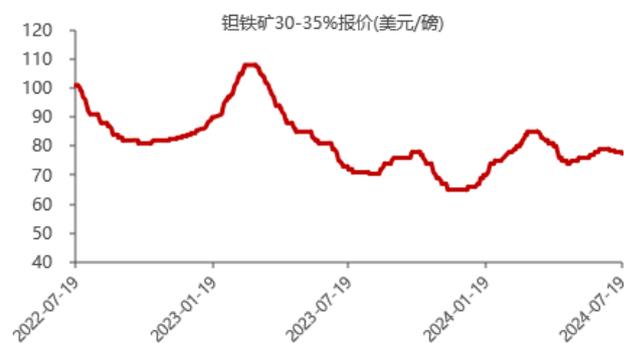
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 53: 国内精钢 99.99%价格



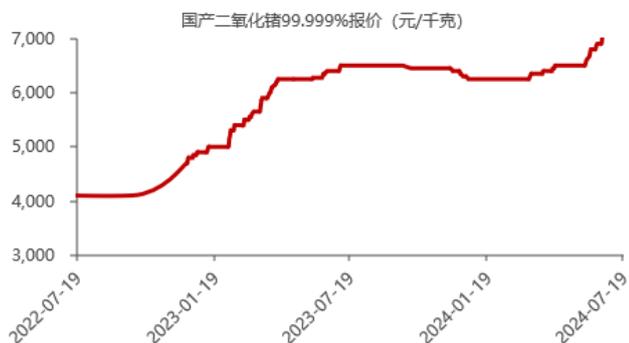
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 54: 钽铁矿 30%-35%价格



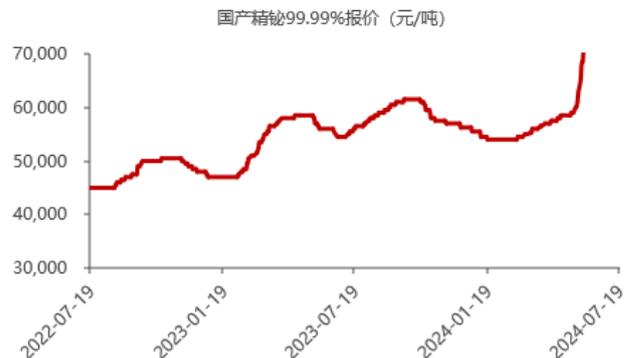
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 55: 国产氧化锆价格



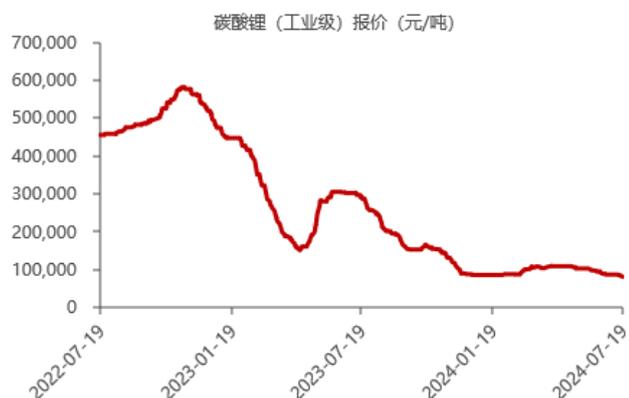
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

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（7/15-7/19）** 本周，稀土价格整体走势依旧偏弱，但相对而言镨钕价格波动幅度较小，镝铽价格下行幅度较大。在头部企业对金属出货意愿较强的情况下，稀土市场信心受挫，贸易商看空抛货增多，氧化物成交价格也不断下行。镨钕产品受成本支撑，预计其价格走势将逐渐趋于平稳。镝铽产品在需求疲软，持货商低价抛货的情况下，预计其价格短期仍将进一步下行。

图 59：氧化镧价格



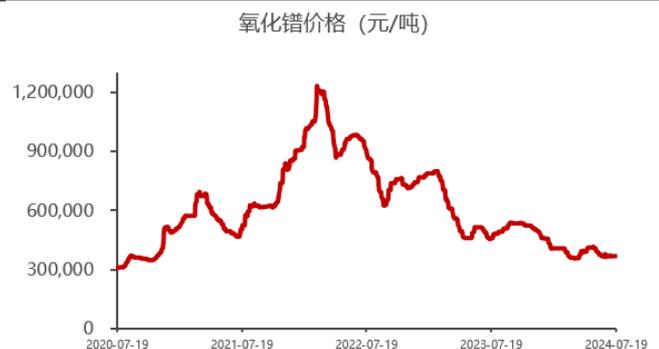
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 60：氧化铈价格



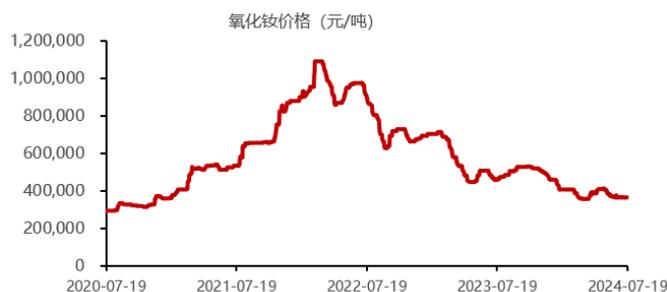
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 61：氧化镨价格



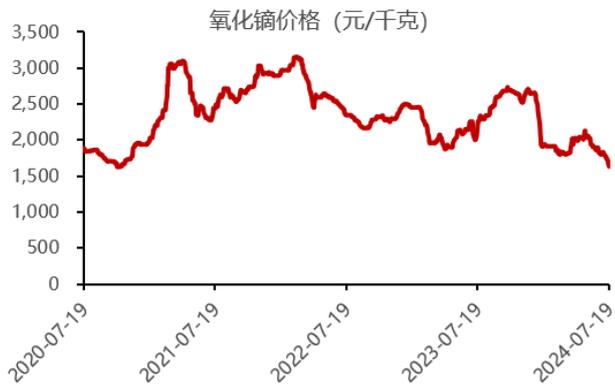
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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 (7/15-7/19)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (7/15-7/19)	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 6 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