

有色金属脉动跟踪：成本扰动之思

报告要点

本周专题探讨：成本扰动之思

专题要点：大宗商品价格下行过程中，底部位置往往会涉及成本支撑的概念，当价格距离边际成本有一定空间时，成本同样会通过供给作用于价格。我们认为，铜在90%分位有较强价格支撑；锌长期来看75%-80%分位有较强的支撑。

主要观点更新：

贵金属：随着9月降息步伐的临近，黄金短期确定性更强

铜：短期具备不确定性，看好中长期铜价

铝：高盈利有望持续，绿电铝可能分化

铅锌：矿山端紧张向冶炼端传导，价格震荡

锡：供给持续扰动，需求逐步回暖

镍：累库持续，价格震荡

钨：钨矿价格探升，上下游供需博弈态势持续

锑：极地黄金库存累积，预计下半年形成销售

钼：钢招需求旺盛，钼价维持高位

稀土：总量控制增速大幅回落，需求回升可期

钛：钛矿市场持稳，下游钛金属需求疲弱

金属价格涨跌：

贵金属周度涨跌幅：Comex银(-1.56%)，LME钯(1.79%)

工业金属周度涨跌幅：LME铝(-3.45%)，LME铅(-2.01%)，LME锡(-1.67%)

稀有小金属周度涨跌幅：钨精矿(1.79%)，钼精矿(7.36%)，钴(-5.59%)，轻稀土氧化镨钕(3.85%)，重稀土氧化铽(-3.80%)，重稀土氧化镱(-8.43%)

风险提示： 1、下游需求不及预期；
2、产品价格波动。

有色金属

评级：看好

日期：2024.09.04

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：13401186193

✉：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

分析师 于柏寒

登记编码：S0950523120002

☎：021-61102510

✉：yubaihan@wkzq.com.cn

分析师 何能锋

登记编码：S0950524080001

☎：13116101317

✉：henengfeng@wkzq.com.cn

行业表现

2024/9/3



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《2024H1 全球铜矿供给紧缺兑现与否？》 (2024/9/3)
- 《锑系列深度一：三问光伏玻璃需求》 (2024/8/30)
- 《国家发改委、国家能源局推动能源重点领域大规模设备更新》 (2024/8/30)
- 《Pilbara 并购 Latin Resources 速评——锂矿产业已进入第二阶段》 (2024/8/22)
- 《SEMI：全球半导体制造业在 2024 年第二季度走强》 (2024/8/22)
- 《锑出口管制政策落地，意指促进全球锑资源合规贸易》 (2024/8/21)
- 《时代的央国企：三中全会如何指引铜矿行业？》 (2024/8/15)
- 《中芯/华虹 Q2 产能利用率持续提升，12 吋扩建稳步推进》 (2024/8/15)

内容目录

第一部分专题探讨：成本扰动之思	4
1、成本对价格的影响：多数金属品种成本曲线上行，镍铝下行.....	4
以铜为例，90%分位有较强价格支撑.....	4
以锌为例，长期来看75%-80%分位有较强的支撑.....	5
2、成本对供给的影响：长期来看成本与价格通过供给相互作用.....	5
第二部分观点更新：	6
1、贵金属：随着9月降息步伐的临近，黄金短期确定性更强	6
2、工业金属.....	6
1) 铜：短期具备不确定性，看好中长期铜价.....	6
2) 铝：高盈利有望持续，绿电铝可能分化.....	7
3) 铅锌：矿山端紧张向冶炼端传导，价格震荡.....	7
4) 锡：供给持续扰动，需求逐步回暖.....	7
5) 镍：累库持续，价格震荡.....	7
3、战略小金属.....	8
1) 钨：钨矿价格探升，上下游供需博弈态势持续.....	8
2) 锑：极地黄金库存累积，预计下半年形成销售.....	8
3) 钼：钢招需求旺盛，钼价维持高位.....	8
4) 稀土：总量控制增速大幅回落，需求回升可期.....	8
5) 钛：钛矿市场持稳，下游钛金属需求疲弱.....	8
第三部分：宏观趋势及行业动态	9
1、宏观趋势.....	9
2、行业动态.....	10
第四部分：金属价格及板块行情	11
1、贵金属.....	11
2、工业金属.....	12
3、稀有小金属.....	14
4、板块表现.....	14
第五部分 风险提示	16

图表目录

图表 1: 2023 年大多数金属品种价格在 90%分位以上, 铅锌镍承压.....	4
图表 2: 22-23 年主要金属矿成本曲线分化.....	4
图表 3: 以智利为代表, 铜矿品位在过去 20 年间持续下降.....	5
图表 4: 过去 40 年现金成本成本显著上升 (90%分位成本有强支撑)	5
图表 5: 2023 年海外锌矿山成本略有抬升.....	5
图表 6: 成本与价格的相互作用路径.....	6
图表 7: 全球 PMI 处于下行期间.....	9
图表 8: 美国 GDP 仍然相对强势.....	9
图表 9: 通胀水平回归合理区间,但难回 2%以下.....	9
图表 10: 美国流动性持续低位.....	9
图表 11: 中国 PMI 承压	10
图表 12: 中国固定资产投资低位震荡.....	10
图表 13: 地产依然疲软.....	10
图表 14: 汽车、家电出现修复.....	10
图表 15: 贵金属价格及涨跌幅.....	12
图表 16: 黄金价格.....	12
图表 17: 白银价格.....	12
图表 18: 钯价格.....	12
图表 19: 铂价格.....	12
图表 20: 工业金属价格及涨跌幅.....	13
图表 21: 铜价及库存.....	13
图表 22: 铝价及库存.....	13
图表 23: 铅价格及库存.....	13
图表 24: 锌价格及库存.....	13
图表 25: 锡价格及库存.....	13
图表 26: 镍价格及库存.....	13
图表 27: 稀有小金属价格及涨跌幅.....	14
图表 28: 稀土价格及涨跌幅.....	14
图表 29: 指数变化.....	15
图表 30: 估值变化.....	15
图表 31: 有色板块涨跌幅.....	15
图表 32: 上市公司股价涨跌幅.....	15

第一部分专题探讨：成本扰动之思

大宗商品价格下行过程中，底部位置往往会涉及成本支撑的概念，当价格距离边际成本有一定空间时，成本同样会通过供给作用于价格。本周专题探讨成本对于不同金属品种的价格支撑分位不同，以及成本与价格的通过供给相互影响。

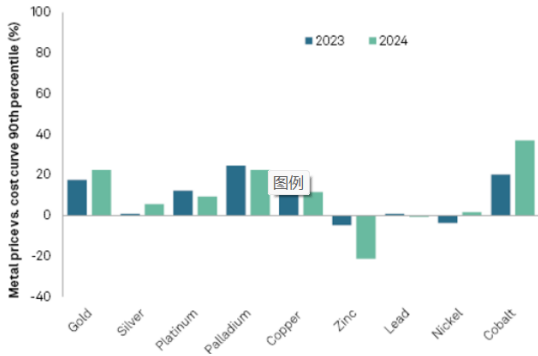
1、成本对价格的影响：多数金属品种成本曲线上行，镍铝下行

矿山资源开发理论上来说，易开采低成本的矿产资源优先被开发，然后开发难采难勘的资源，导致大宗商品的开采成本慢慢提升。

2023年以来大多金属矿产成本曲线延续了22年的上行趋势，金、银、铜、铅的平均AISC/C1现金成本平均上涨6%、16%、6%（头部19%）、1%、锡矿（2020-2022）成本上涨17%，但2023年受到原料价格下行、技术路线影响等，电解铝成本下降5%、镍平均下降0.4%（2024年以来下降9%）。

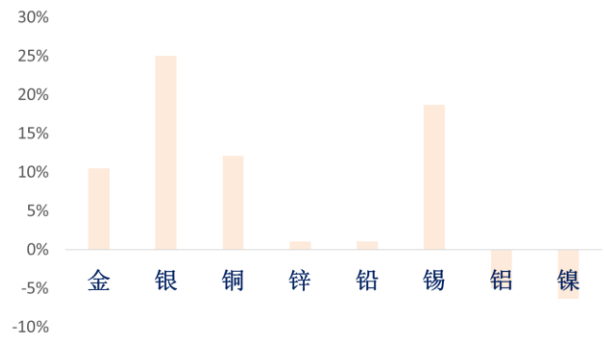
成本与价格变动几乎同向，2023年成本上行的品种商品价格大多受到较为充分的90%分位成本支撑，但锌、镍跌破90%分位线，2024年以来锂价跌破90%分位。

图表 1：2023 年大多数金属品种价格在 90%分位以上，铅锌镍承压



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 2：22-23 年主要金属矿成本曲线分化



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

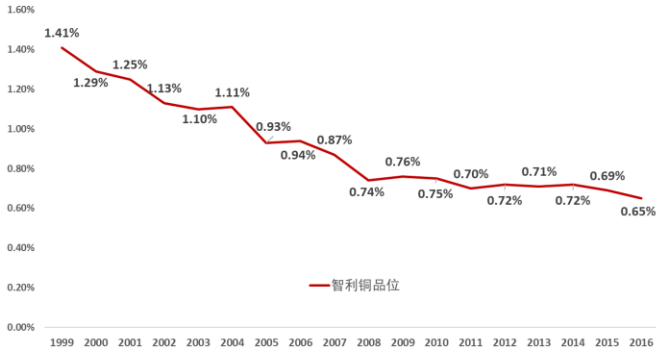
以铜为例，90%分位有较强价格支撑

通过复盘 1980-2023 年的成本可以发现：

现金成本增长较多的是人力成本、其他消耗品、能源成本、权益金等。从历史上可以发现，从 2004 年开始，铜价的成本开始拉涨，或许中国的需求周期改善了矿工的工资待遇、海外工会提倡工资和铜价挂钩等。能源成本的上涨或和通胀相关性较强；权益金近 3 年的增长比较快，或也和铜价有关。

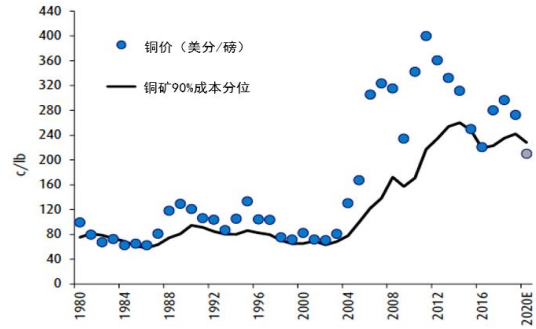
铜价几乎很少有跌破边际成本的时刻。因此从历史上来看，如果不发生全球范围较大的经济危机事件，边际成本对铜价有较强支撑，2023 年铜的 90%分位 AISC 成本在 6780 美元/吨，2024 年或上升到 7100-7200 美元/吨。

图表 3：以智利为代表，铜矿品位在过去 20 年间持续下降



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 4：过去 40 年现金成本成本显著上升（90%分位成本有强支撑）



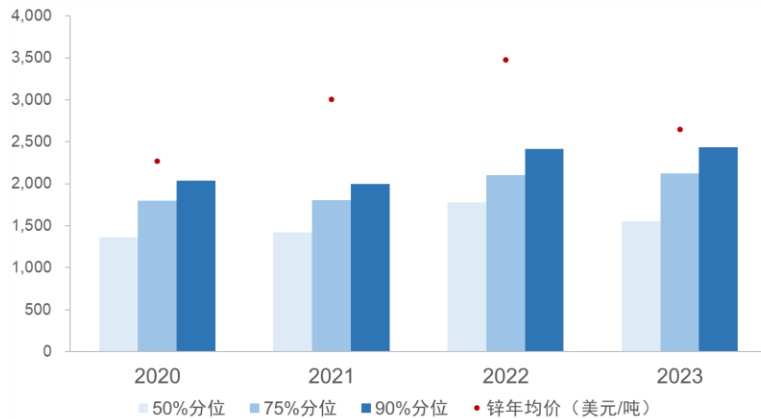
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

以锌为例，长期来看 75%-80%分位有较强的支撑

海外矿山成本略有抬升，国内矿山成本略有下降。从矿山成本端来看，2020 年后锌矿矿山成本曲线显著提升，根据 S&P 数据测算，2023 年海外矿山成本 75%、90% 分位线分别为 2121 美元/吨、2437 美元/吨，较 2022 年分别提升 19 美元、23 美元。2023 年锌价最低跌至 2257 元/吨，击穿 90% 分位线，近 10% 的海外矿企面临亏损，国内方面，由于辅料价格回落，2023 年国内矿山 75% 分位线小幅下滑 800 元达到 13000 元/吨。

长期来看 75-80%分位有较强支撑，减产对供需平衡有扭转时才能带来价格反转。近年来锌价出现过 4 次减产，2008（跌破 50%分位）、2015（约 75%分位）、2020（约 70%分位）、2023 年（约 75%分位），但仅有 2015、2020 年对应锌价有 40%左右反弹，主要取决于减产幅度能否带来供需实质性的反转。

图表 5：2023 年海外锌矿山成本略有抬升



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

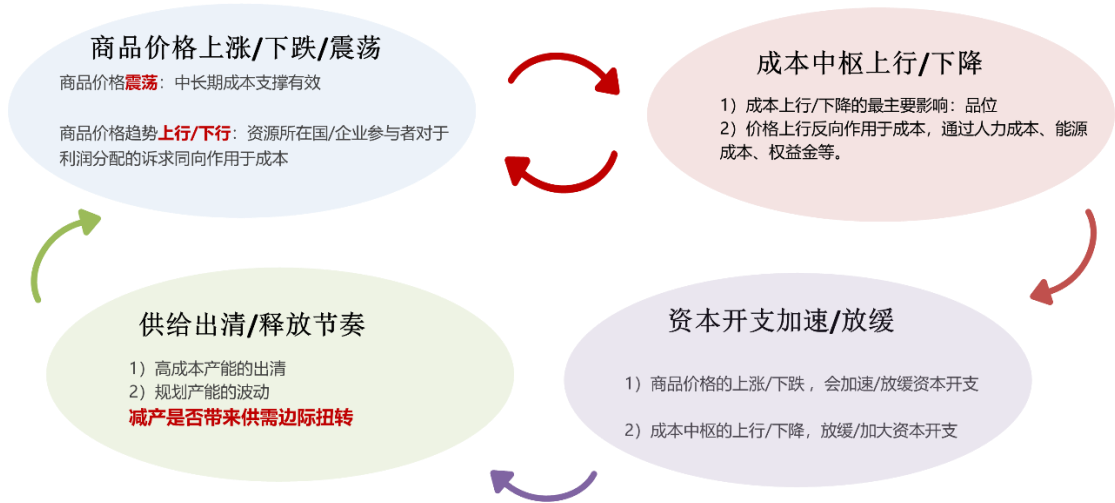
2、成本对供给的影响：长期来看成本与价格通过供给相互作用

长期影响因素来看，尽管多数金属品种成本出现上行，当下价格分位与成本支撑仍有一定空间。短期影响因素：2024 年以来价格持续上行在近期逐渐回吐的变量因素，价格可能会同样反向作用于成本。价格位于 90% C1 成本以下、C1 与 AISC 成本、完全成本以上，企业对于资本开支的决策不同，从而通过供给影响价格。一方面，边际成本的上行进一步影响供应链

的脆弱：1) 资本开支对应供给增量扰动提升 2) 边际成本的上行弱化扩张性资本开支。另一方面，**长期价格与成本相互影响**：1) 边际成本支撑 2) 资本开支/其他费用放缓弱化供给增速 3) 对铜来讲，按照当下边际成本与单位投资强度假设铜价很可能达到 11000 美元/吨才能对应大体量供给增量。对锂来讲，远期边际成本同样持续上行。但铅锌相对稳定，镍可能下行。4) 价格的趋势性变化也反向作用于成本。

因此，面对可变成本上行、勘探资源禀赋下滑，并购难度加大的现状，龙头矿企更加重视就矿找矿/聚焦技术降本。

图表 6：成本与价格的相互作用路径



资料来源：五矿证券研究所绘制

第二部分观点更新：

1、贵金属：随着 9 月降息步伐的临近，黄金短期确定性更强

降息之前，黄金确定性更大。近期外盘黄金受到创新高后的止盈盘、日元套息交易等扰动，出现小幅回调后又重新冲高，我们认为黄金牛市方向不变。本周黄金价格高位震荡，本周数据反应美国经济和就业仍然强劲（美国第二季度实际 GDP 年化季修正值 3%，高于前值；7 月 PCE 数据低于预期持平前值；当周初请失业金人数低于预期），美联储部分官员近期发言也偏鸽。往后看，市场预期 9 月份开启降息周期，对降息幅度仍存分歧，叠加地缘冲突仍存不确定性，短期内我们认为金价的确定性更高。

2、工业金属

1) 铜：短期具备不确定性，看好中长期铜价

短期具备不确定性，看好中长期铜价。短期的不确定性主要集中在宏观面上。从历史来看，在降息前后短周期内，铜价大概率维持震荡或走弱，取决于何种原因而引发的降息。一般而言，降息之前经济数据走弱引发降息，铜价震荡下行，降息之后取决于经济是否发生硬着陆，目前市场仍交易美国大概率会上演软着陆。基本面方面，行业传统需求旺季渐行渐近，但目前铜消费对铜价较为敏感，自铜价回落后，国内铜库存连续去库 8 周，海外 LME 库存也本周五出现了去库。本周，中国 TC 现货价格为 5.2 美元/吨，较上周有所下降，反应铜矿供应

仍然偏紧，我们预计下半年冶炼厂减产靴子落地，铜基本面对铜价形成支撑。

中长期来看，在泛新能源、AI等需求拉动下、矿端供应偏紧预期不变，铜基本面对价格形成较强支撑，我们看好中长期铜价不变。

2) 铝：高盈利有望持续，绿电铝可能分化

我们判断，铝价中枢有望提升至 1.9-2.1 万元/吨左右水平，针对云南、四川、广西、内蒙、新疆等重点省份的产能限制可能通过小幅提高成本复产、向青海甘肃等非水清洁能源置换转移等方式实现产能爬坡、向再生铝转移部分实现。2024 年以来中国电解铝加权平均完全成本 17335 元/吨，平均电价约 0.42 元/度。同时阳极价格下行，行业平均盈利修复至 2000 元/吨以上。

中长期看，碳中和背景下，考虑国内电解铝产能天花板可控，全球范围内新增产能进入相对低增速。但行业盈利可能出现分化，向青海甘肃等非水清洁能源置换转移等方式实现产能爬坡、如果纳入碳交易系统，对于绿色供应链要求较高的终端消费领域可能（如新能源汽车、消费电子）加速绿电铝和火电铝价格分化。

3) 铅锌：矿山端紧张向冶炼端传导，价格震荡

8 月 21 日中国锌原料联合谈判（协调）小组（CZSPT）季度会议，参会 14 家企业产能达 417 万吨（约占全国原生锌冶炼总产能的 70%），生产计划调整后与年年初预期相比，预计全年将累计减少锌矿需求近百万吨金属量。2024 以来，锌矿供应紧张落地，TC 持续下行，行业亏损带来减产向冶炼端的传导。2024 年 1-8 月国内精炼锌产量 416 万吨，同比下滑 3%，预计有望带来供需小幅修复，但锌锭过剩的扭转带来价格大幅反弹，仍需等待需求端的支撑。

4) 锡：供给持续扰动，需求逐步回暖

缅甸锡矿复产无望，锡价维持震荡偏强。供给方面，缅甸内部动乱不断，佤邦锡矿目前仍未复产，库存持续下降，锡矿出口或持续下降。据海关数据，中国 7 月锡矿进口 15068 实物吨，同比-51.2%，其中缅甸进口 6838 实物吨，同比-74.1%。需求方面，据 IDC，全球半导体销售金额 1-6 月累计同比增 17.1%，消费电子需求逐步回暖。光伏硅片龙头隆基和中环上周开始涨价，光伏需求有望迎来改善。库存方面，本周国内库存+221 至 12756 吨，现货升水 100 元，LME 库存+160 至 4630 吨，本周 LME 和国内库存小幅增加，但仍处于较低水平。成本方面，随着全球锡矿品味下降叠加能源成本抬升，目前全球锡矿成本中枢不断上移，据 ITA，2027 年全球锡矿完全成本 90%分位线将上升至 3.38 万美元/吨。

短期看，消费电子需求回暖推动锡价继续反弹，中长期看在供给偏紧，AI 加速发展、半导体行业周期逐步向上背景下，叠加新能源车和光伏的需求拉动下，锡价长期看好。

5) 镍：累库持续，价格震荡

本周镍价维持震荡，上有库存压力，下有镍矿溢价带来的成本支撑，镍价仍将处于震荡格局。

1) 镍矿方面，印尼 APNI 发布 8 月份内贸价格参考价下降，但市场升水走高，整体镍矿主流成交价格持平；2) 电镍方面，随着国内电镍产能的释放，LME 和国内社库持续累库，对价格形成压制；3) 镍铁方面，印尼工厂现金成本区间在 1.1-1.3 万美元/镍吨，钢厂采购价基本维持 1000 元/镍附近，原料价格坚挺而下游需求相对受限，铁厂利润持续压缩，对价格形成支撑；4) 硫酸镍方面，工厂利润倒挂，原料刚需采购，价格相对维稳。

我们判断，目前镍市场核心在于供需过剩和印尼当地镍矿紧张两大核心问题：供需过剩正带来产能出清，海外高成本镍项目相继宣布减停产，低成本项目投产带动成本曲线下移，预计镍价长期仍处于价格下跌加速产能出清的阶段，价格寻找成本支撑；印尼矿业政策是非一体化工厂成本的关键，2024 年 RKAB 审批缓慢导致镍矿升水持续上涨，目前 1.6% 品位镍矿升水最高达到 22 美元/湿吨，预计镍价中短期成本支撑在 1.6 万美元/吨一线。

3、战略小金属

1) 钨：钨矿价格探升，上下游供需博弈态势持续

钨产业链整体呈现上热下冷的形势。基于供给面生产限制性因素对成本的支撑作用，以及未来战略资源供应链收紧与需求扩张的向好预期，钨原料端较为坚挺，截止8月31日，65%黑钨精矿上探至14.1万元/吨。需求端方面，中游冶炼厂跟涨意愿较强，下游采购维持谨慎，硬质合金等领域的需求状态仍平淡。据厦门钨业中报显示，上半年钨丝出货量虽保持稳定上升，但均价及利润空间有所承压，2024年下旬以来受光伏硅片减产影响，短期压力仍存。

2) 锑：极地黄金库存累积，预计下半年形成销售

短期，供需双弱，旺季需求释放仍可期。本周锑价小幅上调，因国内限制出口带动的外盘价格大幅上涨并未完全传导，考虑到欧洲夏休期即将结束，补货情绪获奖对外盘价格继续支撑。库存方面，市场货源维持紧张，原料不足导致冶炼厂开工率维持低位。

中期，极地黄金库存释放或缓解部分原料紧张局面。2023年公司因Olimpiada采矿量和富锑矿增加，锑产量同比增加517%至2.7万吨，市场预计2024年因富锑矿的消耗预计产量下降。根据公司公告，24H1因剥采比走高而采矿量同比-20.0%至1,443万吨，叠加富锑矿量减少，所生产浮选矿中锑含量同比下降36.5%至0.86万吨，精矿锑含量基本持平约14.3%。但上半年因税收和支付问题，浮选矿并未完全形成出售，24H1累积库存6.5吨，且大部分集中于浮选矿中，则计算对应积累库存锑金属量约1.0-1.3万吨，预计将于下半年集中销售。

长期，供需方面极地黄金年度产量下降确定性高，其他矿端供应增量有限，需求端光伏玻璃带动前景；另外，作为国内优势金属品种，9月15日后对锑出口管制凸显战略属性，继续看好长期锑价格。

3) 钼：钢招需求旺盛，钼价维持高位

供给仍然偏紧，旺季来临钢招需求持续走高。供给方面，海外主要增量项目为Quebrada Blanca铜矿二期项目仍存不确定性，紫金矿业下调2025年钼产量指引至1万吨，供给仍然偏紧。需求方面，据亿览网消息，截至8月29日8月钢招量约13700吨，同比增长超过10%，国内主流钼铁厂报价23.8-24万元/吨，国际氧化钼价格稳步上涨，釜山港西方氧化钼成交价格在21.2-21.35美元/磅钼区间。钼主要用于合金钢、不锈钢、工具钢和铸铁，是制造业及军工材料升级重要添加剂，需求持续向好。

短期看，传统旺季来临钢招需求旺盛，钼价有望维持高位，长期来看全球钼供给增量有限，随着国内制造业加速升级，钼需求持续增加，钼价长期看好。

4) 稀土：总量控制增速大幅回落，需求回升可期

2024年前两批合计稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为270000吨(YOY+6%)、254000吨(YOY+4%)，在未有第三批配额的情况下，供给增速大幅回落。从总量来看，中国稀土集团、北方稀土集团分别占30%，70%。从结构来看，中国稀土集团延续获得100%中重稀土配额，而北方稀土集团占比轻稀土达到76%。从政策来看，2024年6月《稀有金属管理条例》的出台，对内确立和突出稀土的战略资源地位，对外进一步提升全球影响力。无论是总量控制还是储备管理，都明确指出了结合资源储量、安全需要或市场情况等，优化动态调整结构。在新能源汽车和空调稳步增长、风电产品路线负面影响逐渐消化的背景下，大概率带来重点品种价格良性回归。

5) 钛：钛矿市场持稳，下游钛金属需求疲弱

钛矿市场稳定，进口优质矿依旧紧张。根据涂多多数据，截止8月29日，钛矿中小厂46、

10 钛矿成交价格区间在 2230-2260 元/吨，47、20 钛矿价格在 2400-2500 元/吨，市场开工率不高，整体供需平衡。进口钛矿方面，莫桑比克钛矿保持正常到货节奏，越南及澳大利亚钛矿可流通资源稀少，其他非主流矿到货偏少，致市场优质矿依旧紧张。

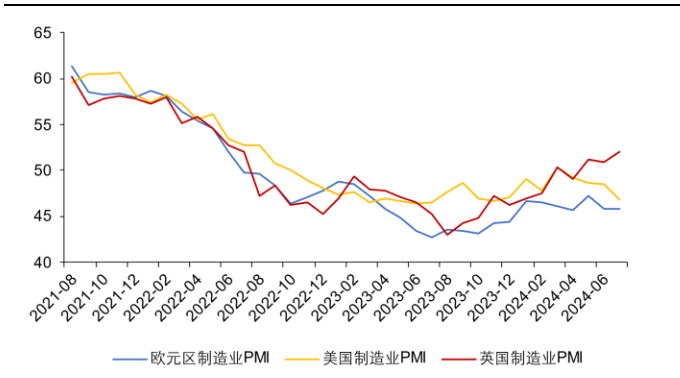
钛金属需求疲弱，99.7%级别海绵钛价格加速下跌至 4.3-4.5 万元/吨区间，为 2016 年以来最低水平。根据 Argus 数据，随着攀钢钛业及龙佰集团海绵钛产线启动，中国海绵钛产能从 2022 年的 26 万吨/年增加至 2023 年的 32 万吨/年。2024 年 1-7 月，中国 12 家生产商海绵钛总产量增值 14.16 万吨，比 2023 年同期增长 15%，比 2022 年同期增长 68%。新增海绵钛产能引发竞争加剧，全流程生产商进一步达产增产以降低成本，现市场开工高位。而下游钛材市场惨淡，钛材生产商采购量减少也打压海绵钛价格，致 7 月以来海绵钛价格同比下降 12.2%，现市场偏弱运行。

第三部分：宏观趋势及行业动态

1、宏观趋势

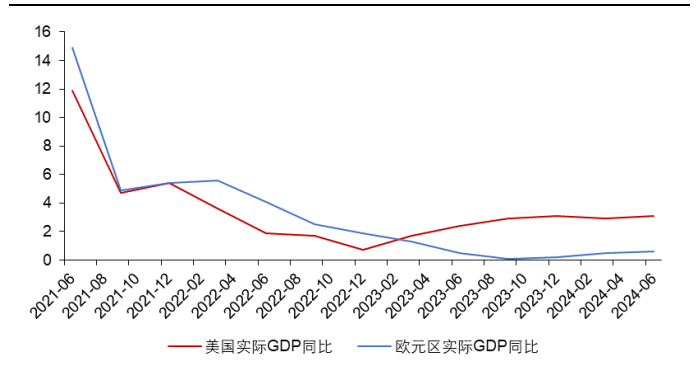
全球宏观趋势方面，全球 PMI 均处于下行期，7 月欧元区、美国制造业 PMI 分别 45.8、46.8；7 月美国和欧洲 CPI 指数同比分别 2.9%、2.6%，通胀水平回归合理区间，但仍未回到 2% 以下；7 月美国 M1 同比-1.79%，M2 同比+1.26%，美国流动性持续低位。

图表 7：全球 PMI 处于下行期间



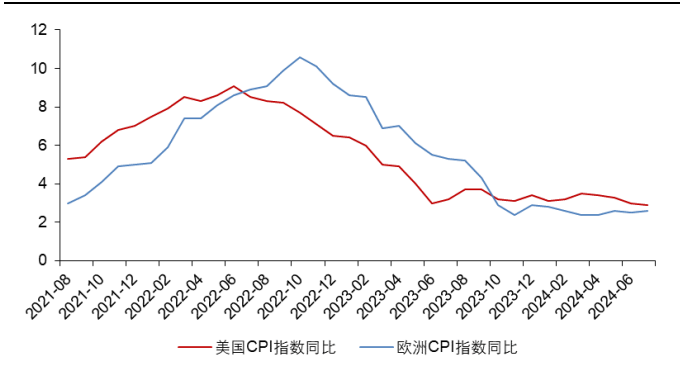
资料来源：Wind, Bloomberg, 五矿证券研究所

图表 8：美国 GDP 仍然相对强势



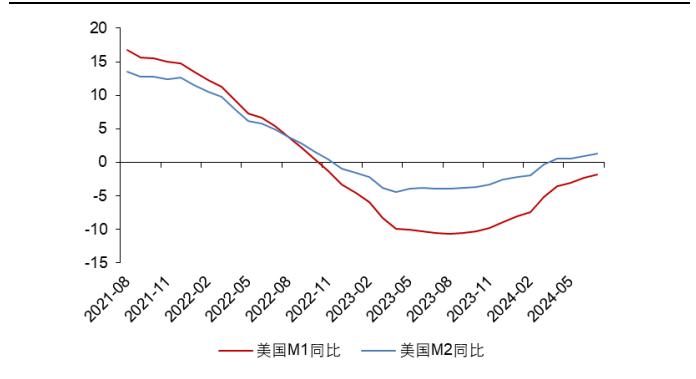
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 9：通胀水平回归合理区间,但难回 2% 以下



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

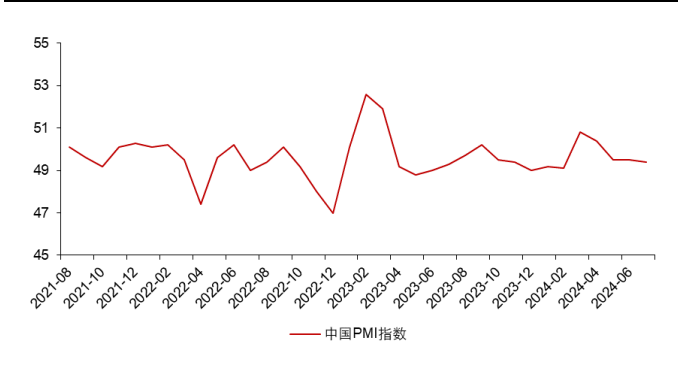
图表 10：美国流动性持续低位



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

中国宏观趋势方面，7月PMI为49.4%，已连续3个月略低于50%枯荣线，持续承压；固定资产投资低位震荡；地产依然疲软，房地产开发投资、新开工施工面积、销售面积和竣工面积的累计同比表现不佳；汽车、家电出现修复，汽车销售当月同比、限额以上企业商品零售中家电和音像器材类的当月同比数据有相对积极变化。

图表 11：中国 PMI 承压



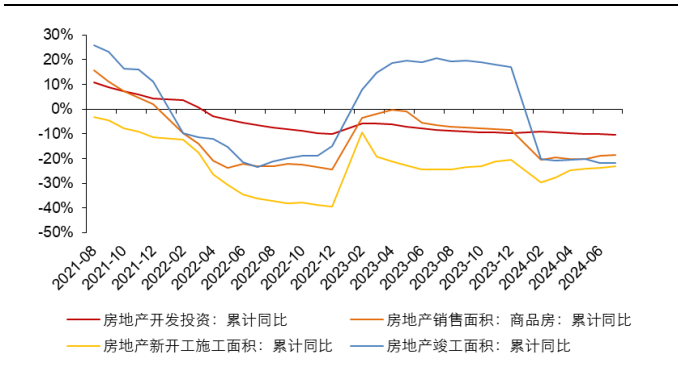
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 12：中国固定资产投资低位震荡



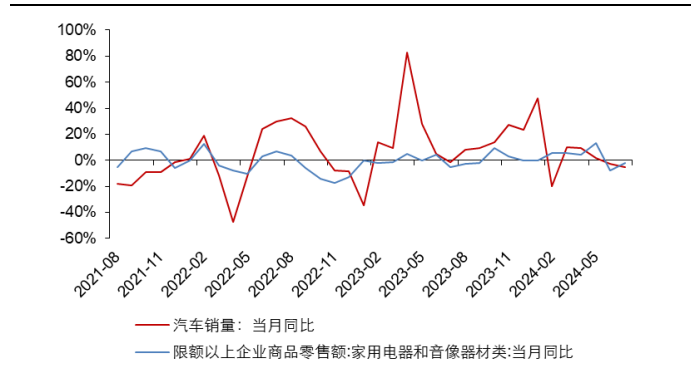
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 13：地产依然疲软



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 14：汽车、家电出现修复



资料来源：Wind，五矿证券研究所

2、行业动态

1、本周中国铜企公布半年报，普遍业绩增长靓丽

中国铜企公布半年报，2024H1 中国铜企普遍量价齐升。其中，洛阳钼业 2024H1 铜产量同比+101%，归母净利润同比+670%；紫金矿业 2024H1 矿产铜产量同比+5.3%，归母净利润同比+46%。

2、马来西亚启动镀锡板反倾销调查

据国际锡协消息，马来西亚投资、贸易和工业部（MITI）将对来自中国、印度、日本和韩国的镀锡板涉嫌倾销展开调查。此次调查是在马来西亚镀锡板生产商 Perusahaan Sadur TimahMalaysia (Perstima) Bhd 提交请愿书后启动的，该公司声称来自这四个国家的电解镀锡板在马来西亚的售价远低于这些国家的国内价格。MITI 将在 120 天内做出初步裁定。如果政府认为有必要采取行动，可能会在调查期间征收临时进口关税。

3、南航集团接收首架 C919 飞机

8月28日，中国南方航空公司和中国国际航空公司在中国商飞总装制造中心浦东基地同时接收首架C919飞机，这标志着C919飞机即将开启多用户运营新阶段。

4、自然资源部下达 2024 年度钨矿开采总量控制指标

自然资源部发布关于下达 2024 年度钨矿开采总量控制指标的通知，2024 年度全国钨精矿（三氧化钨含量 65%，下同）开采总量控制指标为 114000 吨，同比增加 2.7%。2025 年 12 月底前，除已设探矿权转采矿权、已设采矿权深部及上部协议出让外，暂停出让登记钨矿矿业权。

➤ 公司公告

【中钨高新】8月23日公司公告，2024 年上半年公司实现营业收入 68.07 亿元，同比增长 3.98%；归母净利润 1.47 亿元，同比下降 39.3%。

【厦门钨业】8月23日公司公告，2024 年 1-6 月公司实现合并营业收入 171.62 亿元，同比下降 8.37%；合并营业成本 138.97 亿元，同比下降 10.72%；实现归属净利润 10.17 亿元，同比增长 28.47%。其中，钨钼业务营收 87.81 亿元，同比增长 10.98%；利润总额 14.27 亿元，同比增长 29.5%。

【章源钨业】8月27日公司公告，2024 年上半年，公司继续发挥钨全产业链优势，积极拓展市场，实现营业收入 18.14 亿元，同比增长 5.23%；营业利润 1.34 亿元，同比增长 32.64%；归属于上市公司股东的净利润 1.12 亿元，同比增长 29.86%。

【西部材料】8月30日公司公告，2024 年上半年公司实现营业收入 15.44 亿元，同比下降 1.8%；归母净利润 0.96 亿元，同比下降 7.6%。

【西部超导】8月30日公司公告，2024 年上半年公司实现营业收入 20.2 亿元，同比下降 4.33%；归母净利润 3.48 亿元，同比下降 17.24%。报告期内公司应收账款体量较大，占归母净利比重达 366.6%。

【宝钛股份】8月20日公司公告，2024 年上半年，公司实现营业收入 37.30 亿元，同比增长 0.6%；归属于上市公司股东的净利润 4.03 亿元，同比增加 5.9%。报告期内公司实现钛产品销售量 17797.94 吨，同比增加 6.7%。

第四部分：金属价格及板块行情

1、贵金属

上周 COMEX 银下跌 1.56% 至 29.79 美元/盎司，同比涨幅 13.58%；LME 铂下跌 2.58% 至 940.73 美元/盎司，同比下跌 3.21%；LME 钯涨幅 1.79%，同比下跌 20.17%；1#白银上涨 1.35% 至 7485 元/千克，季度回落 8.72%，同比增长 26.01%。COMEX 黄金价格浮动较小。

图表 15: 贵金属价格及涨跌幅

价格及涨跌幅	最新价格	周涨跌幅	月涨跌幅	季涨跌幅	同比涨跌幅
COMEX 黄金 (美元/盎司)	2547.70	0.05%	3.02%	6.52%	22.63%
COMEX 银 (美元/盎司)	29.79	-1.56%	1.42%	-4.58%	13.58%
LME 铂 (美元/盎司)	940.73	-2.58%	-3.88%	2.60%	-3.21%
LME 钯 (美元/盎司)	981.58	1.79%	5.69%	7.06%	-20.17%
上海黄金期货合约 (元/克)	573.92	0.51%	2.08%	3.29%	24.10%
1#白银 (元/千克)	7485.00	1.35%	1.84%	-8.72%	26.01%

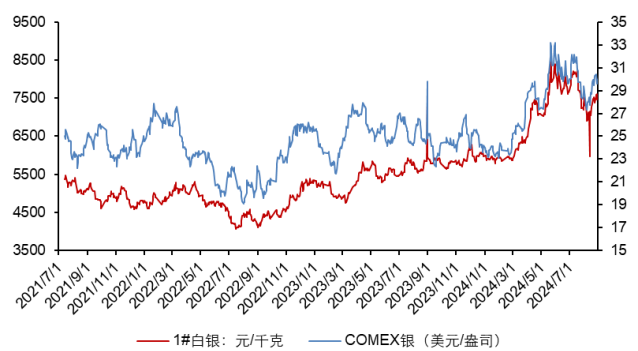
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 16: 黄金价格



资料来源: Wind, Bloomberg, 五矿证券研究所

图表 17: 白银价格



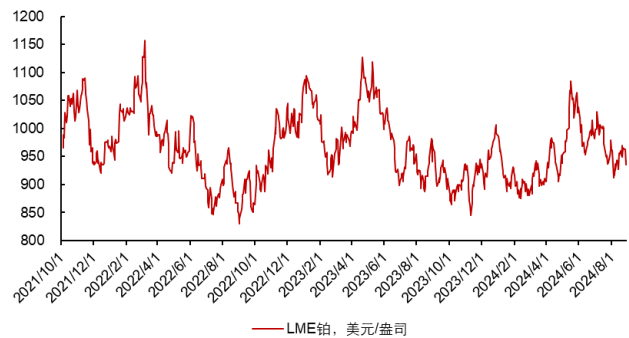
资料来源: Wind, Bloomberg, 五矿证券研究所

图表 18: 钯价格



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 19: 铂价格



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

2、工业金属

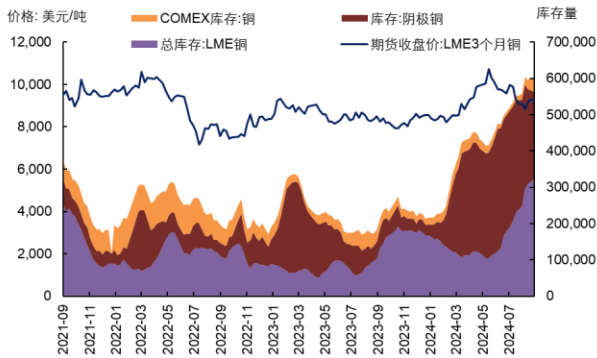
上周 LME 铝下跌 3.45%至 2446 美元/吨, 同比涨幅 11.11%, 季度回落 8.18%。LME 铅下跌 2.01%至 2067.5 美元/吨, LME 镍下跌 2.71%至 16700 美元/吨, LME 锡下跌 2.16%至 32400 美元/吨, 其他品种变化不大。

图表 20: 工业金属价格及涨跌幅

价格及涨跌幅 美元/吨	最新价格	周涨跌幅	月涨跌幅	季度涨跌幅	同比涨跌幅
LME 铜	9,251.50	-0.50%	0.12%	-9.24%	9.65%
LME 铝	2,446.00	-3.45%	5.66%	-8.18%	11.11%
LME 铅	2,067.50	-2.01%	-1.52%	-9.50%	-7.00%
LME 锌	2,899.50	-0.63%	7.47%	-1.28%	19.12%
LME 镍	16,700.00	0.00%	1.27%	-14.71%	-17.94%
LME 锡	32,440.00	-1.67%	6.73%	0.39%	28.91%

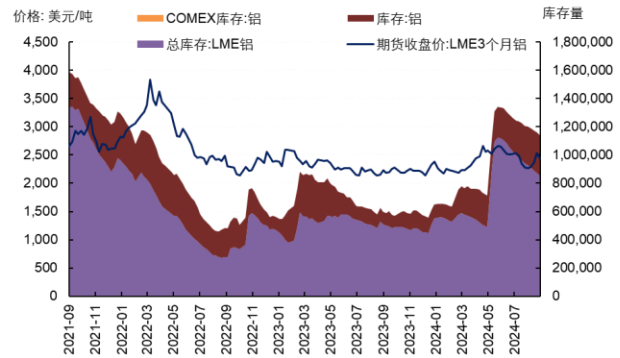
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 21: 铜价及库存



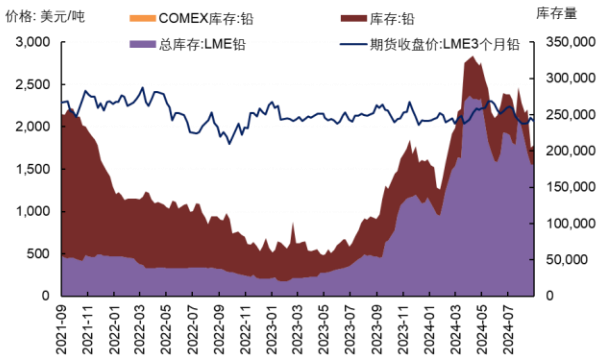
资料来源: Wind, Bloomberg, 五矿证券研究所

图表 22: 铝价及库存



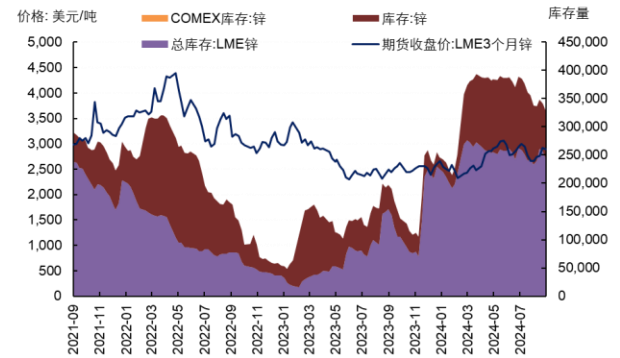
资料来源: Wind, Bloomberg, 五矿证券研究所

图表 23: 铅价格及库存



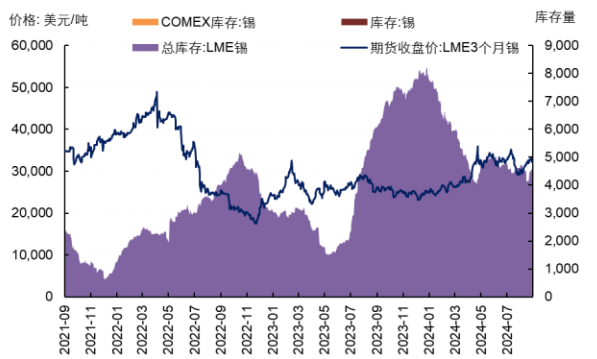
资料来源: Wind, Bloomberg, 五矿证券研究所

图表 24: 锌价格及库存



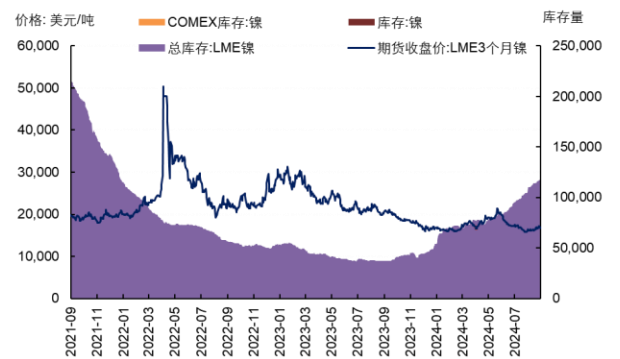
资料来源: Wind, Bloomberg, 五矿证券研究所

图表 25: 锡价格及库存



资料来源: Wind, Bloomberg, 五矿证券研究所

图表 26: 镍价格及库存



资料来源: Wind, Bloomberg, 五矿证券研究所

3、稀有小金属

上周白钨精矿上涨 1.79%至 14.2 万元/吨，同比涨幅 16.4%，季度回落 7.19%。钼精矿上涨 7.36%至 4230 元/吨度，钴下跌 5.59%至 15.2 万元/吨，其他品种变化不大。

图表 27：稀有小金属价格及涨跌幅

品种	最新价格	周涨跌幅	月涨跌幅	季涨跌幅	同比涨跌幅
碳酸锂（元/吨）	74660	0.51%	-8.91%	-29.49%	-64.08%
海绵钛-国产（元/千克）	47.97	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
白钨精矿-赣州（元/吨）	142000	1.79%	8.40%	-7.19%	16.40%
海绵锆-辽宁（元/千克）	180	0.00%	0.00%	1.01%	-11.76%
1#钼精矿-国产（元/吨度）	4230	7.36%	22.61%	46.37%	82.33%
卖价:锆:Diox99.99% 美元/公斤	1400	0.00%	6.87%	6.87%	30.23%
长江有色市场:平均价:钴:1# 元/吨	152000	-5.59%	-17.84%	-32.44%	-38.96%
长江 1#铋: 元/吨	161000	0.00%	0.63%	3.87%	101.25%
1#镁锭: 元/吨	19500	0.00%	0.52%	-2.50%	-19.09%

资料来源：Wind，五矿证券研究所

上周氧化锆钨延续反弹 3.85%至 41.26 万元/吨，同比下跌 19.12%，季度涨幅 9.27%。氧化铽下跌 3.80%至 5310 元/千克。氧化镨下跌 8.43%至 1630 元/千克，同比下跌 35.45%，其他品种变化不大。

图表 28：稀土价格及涨跌幅

价格及涨跌幅	最新价格	周涨跌幅	月涨跌幅	季涨跌幅	同比涨跌幅
轻稀土氧化镨钕（元/吨）	412610.00	3.85%	10.83%	9.27%	-19.12%
轻稀土氧化镧（元/吨）	4010.00	0.00%	0.00%	0.00%	-5.42%
轻稀土氧化铈（元/吨）	7140.00	0.00%	0.00%	-2.72%	63.01%
重稀土氧化钇（元/吨）	41970.00	0.00%	0.00%	-2.35%	-6.71%
重稀土氧化钆（元/吨）	15040.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
重稀土氧化铽（元/千克）	5,310.00	-3.80%	3.71%	-9.23%	-34.36%
重稀土氧化铈（元/千克）	170.00	0.00%	0.00%	0.00%	3.03%
重稀土氧化镨（元/千克）	1,630.00	-8.43%	-8.43%	-13.76%	-35.45%

资料来源：Wind，五矿证券研究所

4、板块表现

指数变化方面，截止 2024 年 8 月 30 日，上证指数收于 2842.21 点，周跌幅为 0.43%；有色（申万）收于 2941.32 点，周涨幅为 2.77%。

估值变化方面，有色（申万）的 PE (TTM) 为 41.14，本周变动为 -1.30；万得全 A 的 PE (TTM) 为 15.39，本周变动为 -0.04。

图表 29: 指数变化

2024/8/30	本周指数	周涨幅 (%)	月涨幅 (%)	年涨幅 (%)
上证指数	2,842.21	-0.43	-3.28	-4.46
有色(申万)	2,941.32	2.77	-6.95	-30.31

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

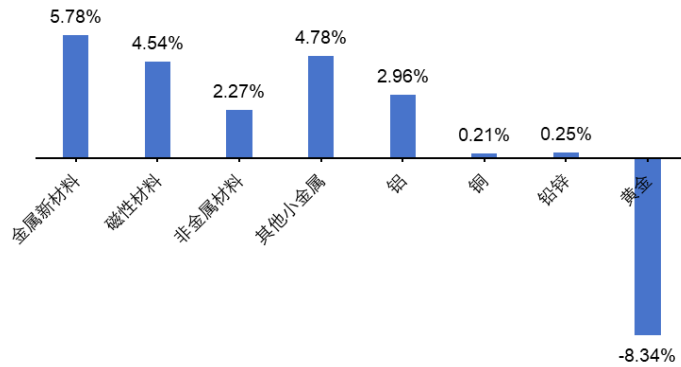
图表 30: 估值变化

	PE TTM				PB LF			
	本周估值	本周变动	本月变动	本年变动	本周估值	本周变动	本月变动	本年变动
有色(申万)	41.14	-1.30	-5.51	-20.32	2.35	0.01	-0.21	-0.93
万得全 A	15.39	-0.04	-0.67	-1.28	1.35	0.00	-0.05	-0.13

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

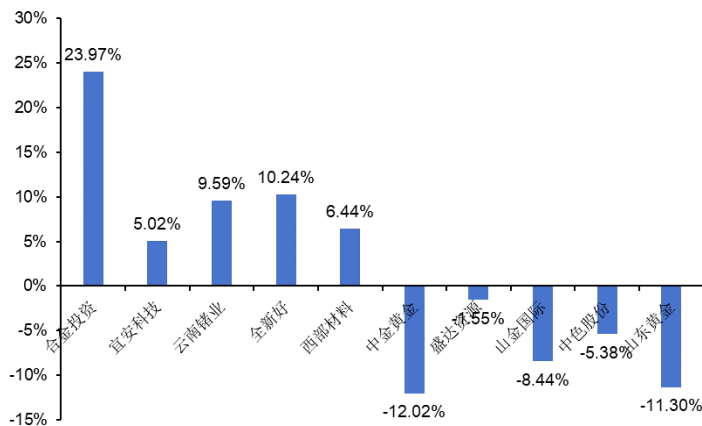
有色板块涨跌幅方面, 金属新材料涨幅为 5.78%; 磁性材料涨幅为 4.54%; 非金属材料涨幅为 2.27%; 其他小金属涨幅为 4.78%; 铝涨幅 2.96%; 铜 0.21%; 铅 0.25%; 黄金跌幅 8.34%。

图表 31: 有色板块涨跌幅



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 32: 上市公司股价涨跌幅



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

第五部分 风险提示

- 1、下游需求不及预期；
- 2、产品价格波动。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv)不存在任何利益冲突；(v)英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
	增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
	持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
	卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
	无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
	看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心48F 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
 Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 48F, Rong Chao Trading Center, No.4028 Jintian Road, Futian District, Shenzhen
 Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
 Postcode: 100037

