

有色金属脉动跟踪：白银工业属性何时凸显

有色金属

评级：看好

日期：2024.10.25

报告要点

本周专题探讨：白银工业属性何时凸显

专题要点：金融属性主导白银定价，金银比可以部分反应白银的工业属性，还在一定程度上反映了黄金在避险+抗通胀属性上的部分溢价。金银比回落都对应着与铜价的负相关系数增强，并落于-0.8以下，金银比铜价有一定的显著负相关性，即工业属性带动的银价走出相对，并且降息的尾声对应金银比的高点。

白银供需缺口持续存在，商品属性依旧强劲。白银价格整体仍以金融属性定价为主，而当前处于新一轮的降息周期内，根据历史经验，中短期金银比或有继续走高的可能，但考虑到当前金银比中枢在历史相对高位，上方空间相对有限。我们认为，白银较黄金走出相对的时期或出现于降息周期结束后，伴随着经济复苏和制造业 PMI 指数的修复，白银的工业属性凸显。

主要观点更新：

贵金属：降息周期，黄金确定性更强

铜：海内外宏观利好共振，铜价反弹

铝：延续涨势，地产后周期修复+成本支撑，铝价高位震荡

铅锌：宏观仍是主导，关注冶炼进展

锡：佹邦复产预期大幅增加，锡价短期承压

镍：印尼镍矿审批新进展，镍价继续回落

钨：钨市场价格略微上调，交投表现平淡

锑：内盘价格松动，内外价差继续扩大

钼：钢招需求旺盛，钼价高位震荡

稀土：氧化镨钕、氧化铽将延续涨势

钛：钛材市场需求稳中有升，价格低位维稳

金属价格涨跌：

贵金属周度涨跌幅：Comex 金 (2.38%)，LME 铂 (3.38%)，LME 钯 (-0.84%)

工业金属周度涨跌幅：LME 铜 (-1.84%)，LME 铝 (-0.93%)，LME 铅 (-1.43%)，LME 锌 (-2.12%)

稀有小金属周度涨跌幅：碳酸锂 (-3.66%)，钼精矿 (1.88%)，钴 (0.55%)

风险提示： 1、下游需求不及预期；
2、产品价格波动。

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：021-61102510

✉：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

☎：021-61102510

✉：henengfeng@wkzq.com.cn

分析师 曾俊晖

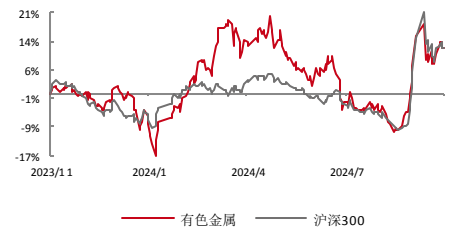
登记编码：S0950524100001

☎：021-61102510

✉：zengjh1@wkzq.com.cn

行业表现

2024/10/24



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《“金九”钢招量再创新高，钼行业持续向好》 (2024/10/23)
- 《力拓并购 Arcadium 点评：上修 25-26 年碳酸锂供给》 (2024/10/21)
- 《牛市里，新材料能跑赢大盘吗？》 (2024/10/14)
- 《锂思系列 2：是时候重新定义锂矿成本了》 (2024/9/25)
- 《有色金属脉动跟踪：美联储降息落地，金属价格普涨》 (2024/9/25)
- 《乘风周期，把握未来》 (2024/9/24)

内容目录

第一部分专题探讨：白银的工业属性何时凸显	4
1、金融属性主导白银定价	4
2、金银比表征白银工业属性，与铜价负相关	5
3、供应受限，库存显著流出，商品属性强劲依旧	7
4、价格前瞻，工业属性凸显的时机	8
第二部分观点更新	8
1、贵金属：降息周期，黄金确定性更强	8
2、工业金属	8
1) 铜：短期受国内宏观情绪影响较大	8
2) 铝：延续涨势，地产后周期修复+成本支撑，铝价高位震荡	8
3) 铅锌：宏观仍是主导，关注冶炼进展	9
4) 锡：厄邦复产预期大幅增加，锡价短期承压	9
5) 镍：印尼镍矿审批新进展，镍价继续回落	9
3、战略小金属	9
1) 钨：钨市场价格略微上调，交投表现平淡	9
2) 锑：内盘价格松动，内外价差继续扩大	10
3) 钼：钢招持续旺盛，钼价保持高位	10
5) 钛：钛材市场需求稳中有升，价格低位维稳	10
第三部分：宏观趋势及行业动态	11
1、宏观趋势	11
2、行业动态	12
第四部分：金属价格及板块行情	12
1、贵金属	12
2、工业金属	13
3、稀有小金属	14
4、板块表现	15
第五部分 风险提示	16

图表目录

图表 1：价格年度滚动相关性	4
图表 2：涨跌幅年度滚动相关性	5
图表 3：VIX 指数高点对应金银比高点	5
图表 4：金银比与美国 M2 同比增速	5
图表 5：金银比与 LME 铜年度滚动相关系数	6
图表 6：金银比与全球制造业 PMI 指数	6
图表 7：降息的尾声对应金银比高点	7
图表 8：全球白银供需平衡	7

图表 9 : 全球白银显性库存/万吨.....	8
图表 10 : SLVETF 白银持仓/万吨.....	8
图表 11 : 全球 PMI 逐步迎来拐点.....	11
图表 12 : 美国 GDP 仍然相对强势.....	11
图表 13 : 通胀水平回归合理区间.....	11
图表 14 : 美国流动性持续低位.....	11
图表 15 : 中国 PMI 承压.....	11
图表 16 : 中国固定资产投资低位震荡.....	11
图表 17 : 地产仍然疲软.....	12
图表 18 : 汽车、家电出现修复.....	12
图表 19 : 贵金属价格及涨跌幅.....	12
图表 20 : 黄金价格.....	13
图表 21 : 白银价格.....	13
图表 22 : 钯价格.....	13
图表 23 : 铂价格.....	13
图表 24 : 工业金属价格及涨跌幅.....	13
图表 25 : 铜价及库存.....	14
图表 26 : 铝价及库存.....	14
图表 27 : 铅价格及库存.....	14
图表 28 : 锌价格及库存.....	14
图表 29 : 锡价格及库存.....	14
图表 30 : 镍价格及库存.....	14
图表 31 : 稀有小金属价格及涨跌幅.....	15
图表 32 : 稀土价格及涨跌幅.....	15
图表 33 : 指数变化.....	15
图表 34 : 估值变化.....	16
图表 35 : 有色金属板块涨跌幅.....	16
图表 36 : 有色金属板块上市公司股价涨幅前十.....	16

第一部分专题探讨：白银的工业属性何时凸显

白银作为贵金属之一，在历史上也充当过货币角色，与黄金在金融货币属性方面具有相似性。同时，白银又比黄金拥有更强的工业属性，下游有一半用于工业消费，单一从商品角度来看，白银是一个基本面强劲的品种，供应端受伴生矿产产量影响而多年无增量，需求端有新质生产力拉动持续提升，供需缺口致近三年来全球库存处于持续去库状态。本文通过金属品种相关性分析和多个指标拟合，复盘在价格上何时会表现出较强的工业属性，可以较黄金走出相对（涨幅更高），以期对市场能有前瞻指引。

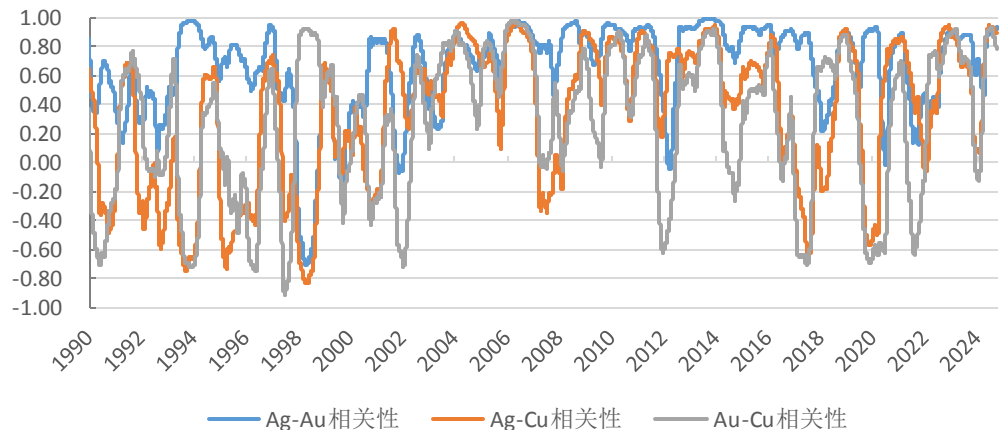
1、金融属性主导白银定价

白银兼具金融属性和工业属性，以黄金、白银、铜价格年度滚动相关性分别表征，可以明显看出：

- 1) Ag-Au 滚动相关性更多的落于显著区间，涨跌幅年度滚动相关性也明显 Au-Ag 高于 Ag-Cu。金银相关性明显高于金铜，并且很少出现负相关情况，可以说明金银方向一致，白银价格更多体现的仍是金融属性。1997年10月-1998年10月出现过金银负相关，当时白银上涨而金、铜价格均下行，主要体现于白银自身基本面。
- 2) 缩短周期看，近十年来金银相关性下降的同时多数伴随着银铜相关性提升。如2017年6月-2018年1月，对应向前滚动一年金属价格表现则是金银同跌、铜上涨，但白银上涨过程中的弹性大于黄金；2020年1月-2020年7月则主要体现于黄金避险属性高于银铜，面对突发安全事件时黄金走势偏强，银铜相对弱势。

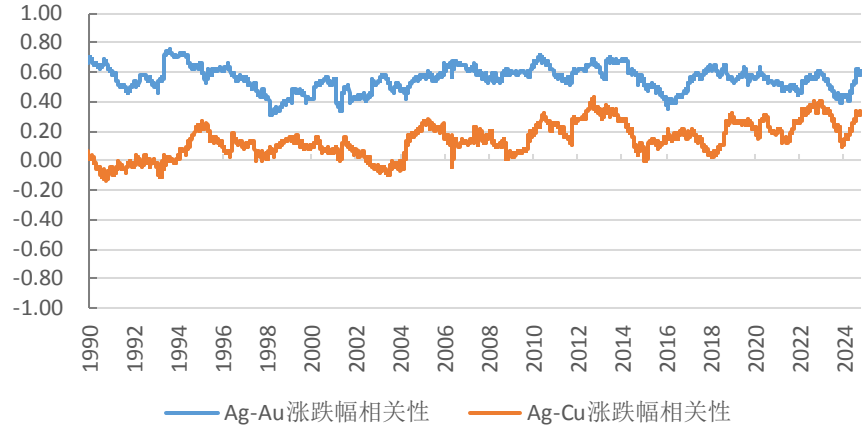
综上所述可以看出，白银整体方向性走势仍以金融货币属性定价，金银同向，但是避险带动的贵金属价格上行黄金明显更有相对，白银后期发力跟进修复，如2020年7月份上涨过程中白银有更强的爆发力。

图表 1：价格年度滚动相关性



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 2：涨跌幅年度滚动相关性

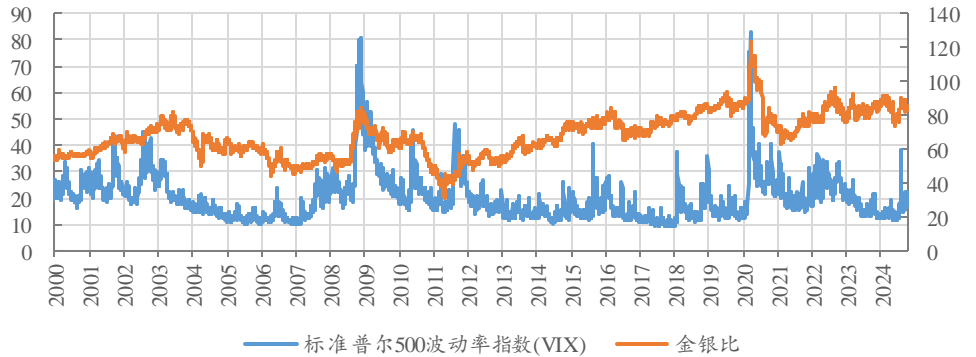


资料来源：Wind, 五矿证券研究所

2、金银比表征白银工业属性，与铜价负相关

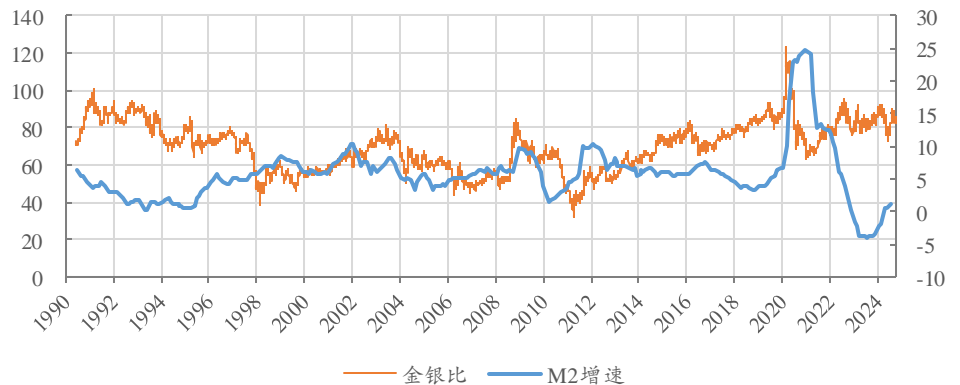
金银比可以部分反应白银的工业属性，还在一定程度上反映了黄金在避险+抗通胀属性上的部分溢价。避险情绪高涨催生购金需求，较白银在避险属性上有溢价，具体来看，2008、2011、2020年VIX高点均对应出金银比的高位；另外，从资源角度来看黄金较白银更稀缺、更刚性，所以抗通胀属性也更强，具体来看，美国M2增速在2008、2020年的高点也与金银比表现出了一定的相关性。所以，在避险和通胀主导的贵金属行情里，优先黄金配置更容易走出超额。

图表 3：VIX 指数高点对应金银比高点



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 4：金银比与美国 M2 同比增速

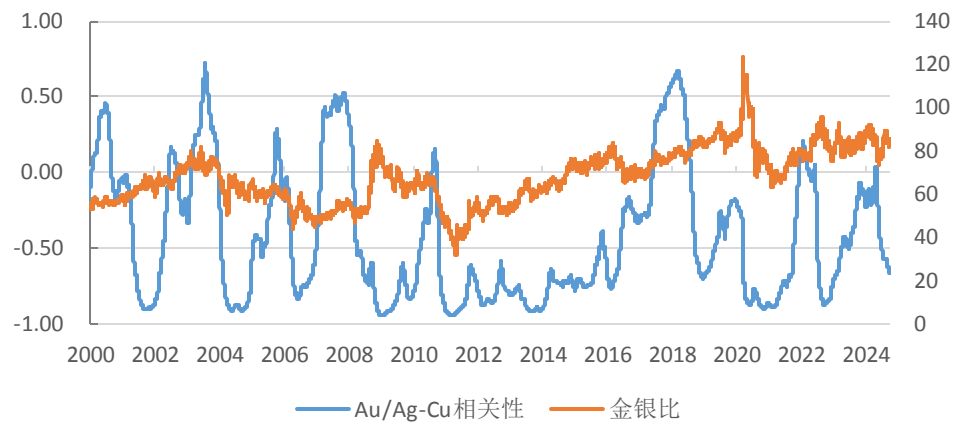


资料来源：Wind, 五矿证券研究所

什么时候工业属性带动的白银更有相对？ 我们观测满足“白银价格上涨+金银比回落”两个条件的时间节点：**2004H1** 金银同涨，但白银和铜等工业金属涨幅更大，金银比回落；**2010年8月-2011年5月**，白银大幅上涨，金银比回落；**2020年3月-8月**白银快速补涨，金银比从历史高位回落。

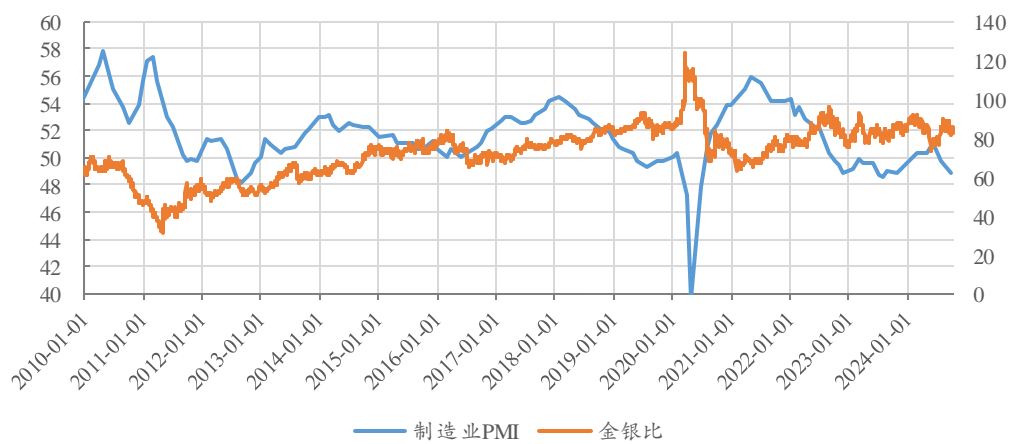
以上三个时间段的金银比回落都对应着与铜价的负相关系数增强，并落于-0.8以下，金银比铜价有一定的显著负相关性，即工业属性带动的银价走出相对。另外，时间点内对应的全球制造业 PMI 指数均表现为繁荣或者制造业 PMI 大幅改善。

图表 5：金银比与 LME 铜年度滚动相关系数



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 6：金银比与全球制造业 PMI 指数



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

不同的加息/降息周期内金银比如何表现？ 复盘 1993 年以来的金银比和美国联邦目标利率，可以明显看出降息的尾声对应金银比高点：

- 1) 加息过程中金银比表现不一，如 1994-1995 年、2016-2019 年加息周期内金银比同步走高；1999-2000 年、2004-2006 年、2022-2023 年加息周期内，金银比相对稳定。
- 2) 降息的尾声对应金银比的高点，如 2001-2003 年的降息周期，金银比上行，并在降息尾声时金银比达到阶段性高点；2008-2009 年降息过程中，金银比出现阶段性高点；2019-2020 年更是达到了 1993 年以来的历史性高点。

图表 7：降息的尾声对应金银比高点



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

3、供应受限，库存显著流出，商品属性强劲依旧

白银产量近十年复合增速为负，大规模增产有困难。白银原料 80%来自矿端，20%靠回收，虽然回收银量有所增加，但难以弥补矿产白银产量下降带来的影响，2023 年全球白银供给量为 3.14 万吨，较 2022 年下降 0.5%，近十年白银总供给维持负增长，近十年 CAGR 为-0.47%。

工业需求为主驱动，2014-2023 年消费复合增长率达 4.5%。白银具有良好的导电导热性能、良好的柔韧性、延展性和反射性等，因此白银作为高性能导电材料，被广泛应用在光伏、电子电气工业等，在多数工业中他的用途不可被替代，特别是需要高可靠性、更高精度和安全性的高技术行业。2014-2023 年，白银工业需求持续增长，CAGR 达到 4.5%，尤其 2021 年和 2023 年增速达到 10%以上。

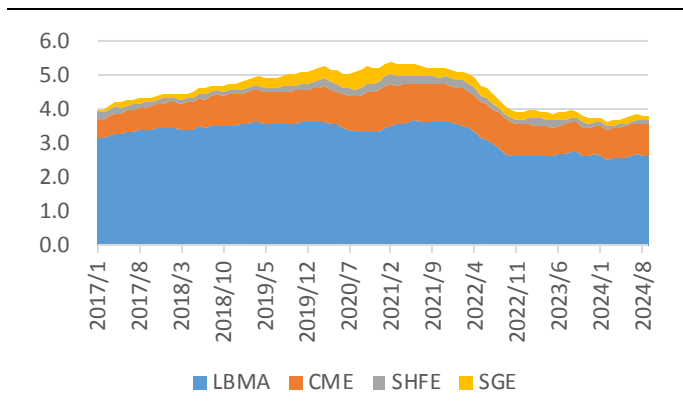
图表 8：全球白银供需平衡

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
供应										
矿山生产	27,894	27,987	26,861	26,447	26,040	24,366	25,785	26,024	25,831	25,614
回收	4,572	4,532	4,578	4,625	4,610	5,110	5,403	5,502	5,555	5,564
净套期保值供应	68	-	-	-	432	264	-	-	-	-
官方部门净销售	34	34	31	37	31	37	47	53	50	47
总供应量	32,565	32,550	31,471	31,119	31,113	29,778	31,237	31,582	31,436	31,222
需求										
工业（总计）	14,217	15,225	16,373	16,304	16,283	15,853	17,458	18,298	20,351	22,110
电气与电子（不含光伏）	6,616	7,070	7,477	7,589	7,851	7,440	8,158	7,875	7,826	7,885
光伏	1,854	2,538	3,089	2,706	2,330	2,575	2,765	3,673	6,019	7,217
钎焊合金和焊料	1,589	1,527	1,583	1,617	1,630	1,477	1,571	1,530	1,561	1,612
其他工业	4,159	4,090	4,224	4,392	4,473	4,361	4,964	5,219	4,945	5,396
摄影	1,188	1,079	1,008	977	955	837	862	855	840	812
珠宝	6,298	5,882	6,103	6,320	6,270	4,694	5,661	7,294	6,317	6,572
银器	1,813	1,664	1,848	2,087	1,907	970	1,266	2,286	1,717	1,829
净实物投资	9,620	6,622	4,846	5,160	5,829	6,473	8,843	10,485	7,561	6,594
净对冲需求	-	373	34	230	-	-	109	557	-	1
总需求	33,138	30,848	30,211	31,079	31,240	28,827	34,201	39,778	37,169	37,918
市场表现										
供需平衡	-572	1,701	1,260	40	-128	952	-2,967	-8,196	-5,732	-6,697

资料来源：世界白银协会, 五矿证券研究所

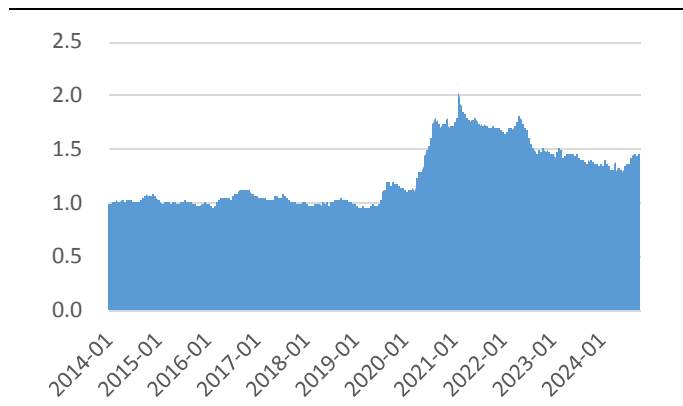
白银库存降至 2017 年以来较低水平。全球可追踪白银库存在 2021 年 2 月份达到顶峰 5.4 万吨后开始持续去库，2021-2023 年全球累计减少了 1.62 万吨白银库存，相当于白银年均产量的近三分之二。截止 2024 年 9 月，伦敦金库及各大商品交易所库存 3.82 万吨，分不同交易所来看，COMEX 白银库存量随 SLV 白银 ETF 持仓走高，SHFE、SGE 和 LBMA 均下降。

图表 9：全球白银显性库存/万吨



资料来源：Wind,世界白银协会, 五矿证券研究所

图表 10：SLVETF 白银持仓/万吨



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

4、价格前瞻，工业属性凸显的时机

综合以上，白银供需缺口持续存在，商品属性依旧强劲。价格方面，整体仍以金融属性定价为主，而当前处于新一轮的降息周期内，根据历史经验，中短期金银比或有继续走高的可能，但考虑到当前金银比中枢在历史相对高位，上方空间相对有限。我们认为，白银较黄金走出相对的时期或出现于降息周期结束后，伴随着经济复苏和制造业 PMI 指数的修复，白银的工业属性凸显。

第二部分观点更新

1、贵金属：降息周期，黄金确定性更强

美国历史降息周期中，黄金确定性更大。本周 9 月美国零售销售增长 0.4%，增幅略高于预期；欧央行年内第三次降息。除此之外，美国大选特朗普胜率提升、地缘冲突有所加剧，本周黄金价格延续震荡上涨态势。美国降息周期也已经开启，叠加海外地缘冲突不断，黄金配置价值进一步凸显。往后看，一般历史降息周期内，叠加地缘冲突仍存不确定性，黄金的胜率更大。

2、工业金属

1) 铜：短期受国内宏观情绪影响较大

国内宏观政策释放积极信号指引，例如货币政策发力、降低存量房利率、支持股市发展等，上周铜价呈现偏强走势。周内国内推出一系列政策继续推动房地产市场止跌回稳，中国经济预期向好发展。海外美国经济软着陆预期没变。本周，中国 TC 现货价格为 12.9 美元/吨，较上周上涨 3.8 美元/吨，铜矿供应仍然偏紧，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：延续涨势，地产后周期修复+成本支撑，铝价高位震荡

成本端，受到几内亚铝土矿出口受阻+晋豫铝土矿复产低于预期影响，氧化铝价格延续涨势超过 4500 元/吨。需求端，国内系列政策出台叠加消费旺季，电解铝库存仍在下行通道。目前，国内电解铝产能利用率仍在 95% 以上，电解铝高盈利情况下仍难有大体量供给增量，铝价有望盈利震荡上行。我们判断，铝价中枢有望提升至 1.9-2.1 万元/吨左右水平，2024 年 Q3 中

国电解铝加权平均现金成本（含税）完全成本 17428 元/吨，平均电价约 0.42 元/度。氧化铝价格上行实现传导，行业平均盈利 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：宏观仍是主导，关注冶炼进展

铅锌价格小幅反弹，关注冶炼减产进展。美联储降息落地小幅超预期带来锌价企稳反弹，2024 年主要增量之一的俄罗斯锌工厂 Ozeroye 已经于周三开始生产锌精矿，此前因 2023 年的火灾和美国制裁导致延期至 Q3，该项目预期 2025 年达到满负荷生产时锌精矿产量将高达 60 万吨。供给增量开始进入市场，加工费小幅回升，中国锌原料联合谈判（协调）小组（CZSPT）预计生产计划调整带来近百万吨的锌矿需求下行进展仍需观望，行业亏损带来减产逐步落地。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：佤邦复产预期大幅增加，锡价短期承压

佤邦有望复产，国内结束去库，锡价承压。宏观方面，财政货币政策齐发力，带动宏观情绪回暖。供给方面，缅甸佤邦工矿局通知办理探矿、采矿许可证，复产预期大幅增加。据海关数据，8 月份国内锡矿进口量为 0.88 万吨（折合约 4348 金属吨）环比-41.43%，同比-67.41%，较 7 月份减少 2081 金属吨。1-8 月累计进口量为 11.5 万吨，累计同比-32.71%。需求方面，下游消费电子需求逐步回暖，光伏需求继续弱改善。库存方面，本周国内库存+46 至 9356 吨，LME 库存+185 至 4585 吨，国内去库结束。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，佤邦若全面复产，供给宽松预期下锡价承压，但中长期供给仍相对偏紧，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：印尼镍矿审批新进展，镍价继续回落

1) 镍矿方面，印尼雨季基本迈入尾声，对菲律宾进口依赖度降低，叠加国内镍矿港口库存高位，价格延续下行。PT. Weda Bay Nickel 再次通过 1600 万湿吨镍矿开采配额，今年已累计通过配额 3200 万湿吨，另外还通过 2025、2026 年每年 3200 万湿吨的镍矿配额，截至 10 月 14 日，印尼镍矿生产企业已有 126 家通过审批，总计开采额度达到 2.75 亿湿吨。2) 镍铁价格先抑后扬，青山因矿石紧张导致镍铁有所减产，不锈钢价格上涨带动询盘增加，高镍铁主流成交价编辑走高，但随着雨季后矿石供应有所恢复，印尼镍铁产量预期增加，价格上涨持续性不强。3) 纯镍方面，累库趋势不变，LME 纯镍库存达到 13.4 万吨，环比上周增加 1,800 吨，SMM 国内社会库存 3.0 万吨，环比上周减少 1,789 吨。

短期宏观情绪提振镍价重回近期高位，但基本面改善有限，镍价反弹难挡累库趋势，镍价上涨动力逐渐走弱。中长期看，供需过剩正带来产能出清，海外高成本镍项目相继宣布减产停产，本周马达加斯加镍钴矿商 Ambatovy 已关闭了一条从该国东部矿山向加工和精炼厂供应矿石的管道；淡水河谷位于巴西的昂卡普马矿的运营暂时中断，预计对第四季度镍产量的影响在 1500-2000 吨之间，预计镍价长期仍处于价格下跌加速产能出清的阶段。

3、战略小金属

1) 钨：钨市场价格略微上调，交投表现平淡

上周钨市场价格略微上调，市场总体稳健。截至 10 月 18 日，65%黑钨精矿市场报价 14.1 万

元/吨，65%白钨精矿 13.95 万元/吨，市场供应端支撑较强；仲钨酸铵价格为 20.9 万元/吨，市场以刚需交投为主，上周钨矿贸易商获利了结冶炼厂压价情绪抬头；钨粉价格 310.5 元/千克，碳化钨粉价格 306 元/千克，合金端订单表现依旧平淡，市场交投气氛不活跃；70 钨铁为 20.8 万元/吨，下游贸易商及钢厂采购为小批量分批次下单较多，交投按需进行，上下游博弈持续。

2) 铈：内盘价格松动，内外价差继续扩大

本周国外价格继续攀高，2#铈锭报价 31500-33750 美元/公吨，较上周均价再涨 7.0%；国内价格 1#铈锭出厂价格 14.5-14.8 万元/吨，下跌 8500 元/吨，上下游企业信心不强，普遍进入休假状态，整体参市情况较为冷清。

短期，价格高位对于下游炼厂来说面临较大的亏损风险，进而导致炼厂对铈矿的买货意愿减弱；光伏需求暂缓，根据 SMM 统计 2024 年 9 月中国焦铈酸钠一级品产量环比 8 月份大幅下降 14.78%；原料端可流通货源依旧紧张，铈精矿供需双弱局面维持，价格仍以弱势盘整为主，期待氧化铈出口政策疏通。长期看，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，需求端期待光伏玻璃排产修复。

3) 钼：钢招持续旺盛，钼价保持高位

钢招持续旺盛，钼价保持高位。供给方面，国内供给保持稳定。据中国有色金属协会钼业分会数据，2024 年 9 月全国钼精矿总产量 27252 吨，环比增长 4.9%，同比增长 8.6%；2024 年 1-9 月全国钼精矿累计产量 229879 吨，同比增长 9.1%。2024 年 9 月全国钼铁总产量 18130 吨，环比增长 6.6%，同比增长 6%；2024 年 1-9 月全国钼铁累计产量 156630 吨，同比增长 4.5%。需求方面，旺季来临，钢招需求持续旺盛。据钼都贸易网，截止目前 10 月份钼铁钢招总量在 7300 吨以上，需求持续旺盛。

短期看，传统旺季来临钢招需求旺盛，钼价保持高位震荡，长期看全球钼供给增量有限，随着国内制造业加速升级，全球军工需求旺盛，钼需求维持高景气，钼价长期看好。

4) 稀土：稀土价格小幅回落，中期看好战略性品种

本周氧化镨钕价格、镝、铽价格回落，10 月北方稀土月挂牌价延续上调，重点品种价格有望良性回归，考虑磁材厂前期库存结构相对健康，价格仍有望小幅攀升。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，今年 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：钛材市场需求稳中有升，价格低位维稳

上周钛材市场需求有所回暖，价格保持低位运行。截止 10 月 18 日，钛精矿市场价 (TiO₂>47%) 2450 元/吨。攀西地区收紧原矿外发量，加剧原料紧张，矿企报价坚挺。进口钛矿价格持稳，莫桑比克钛矿 (46% TiO₂) 价格 2550 元/吨，澳大利亚矿价格 (50-54%TiO₂) 2700-2750 元/吨。钛矿供需同步减少，成交暂未有改善。

钛金属市场暂维稳运行，场内观望为主。根据钛之家，2024 年至今钛材利润同比下降 30-50%，多数合同处于成本线边缘，企业生存压力越发变大。截至 10 月 18 日，0 级海绵钛成交价 4.45 万元，1 级海绵钛成交价 4.25 元/吨，企业生产销售趋稳，但库存压力较大。纯钛锭报价围绕在 4.9-5.1 万元/吨，TC4 钛锭报价 6.1 万元/吨，大吨位铸锭市场需求平稳，小吨

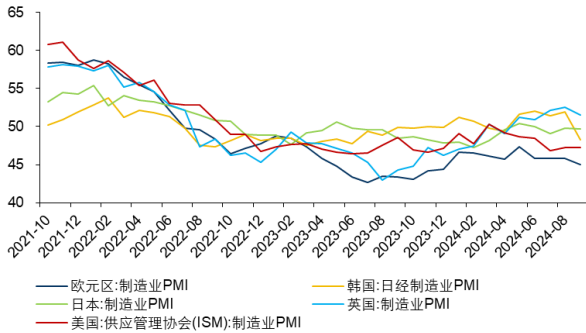
位铸锭需求回升。

第三部分：宏观趋势及行业动态

1、宏观趋势

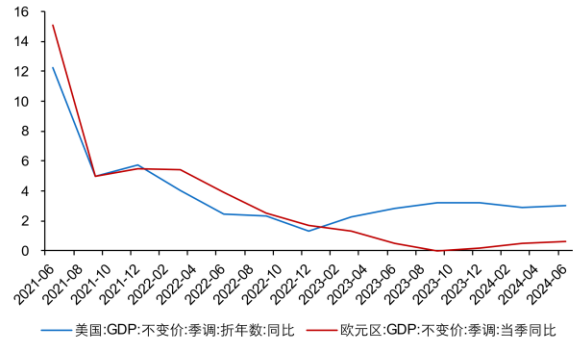
全球宏观趋势方面，全球 PMI 逐步迎来拐点，9 月欧元区、美国制造业 PMI 分别 45.0、47.2；9 月美国和欧洲 CPI 指数同比分别 2.4%、1.7%，通胀水平回归合理区间；9 月美国 M1 同比 +0.23%，M2 同比+2.61%，美国流动性持续低位。

图表 11：全球 PMI 逐步迎来拐点



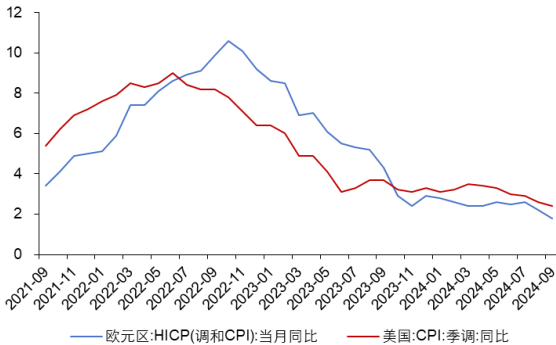
资料来源：同花顺 iFinD，五矿证券研究所

图表 12：美国 GDP 仍然相对强势



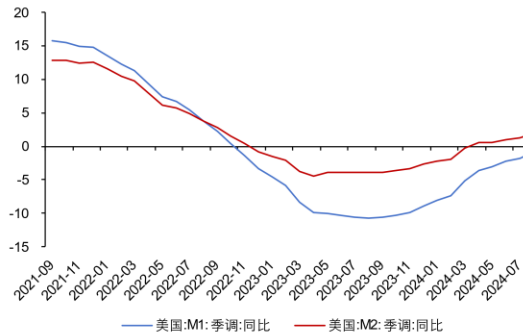
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 13：通胀水平回归合理区间



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 14：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，9 月制造业 PMI 为 49.8，已连续 5 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 15：中国 PMI 承压



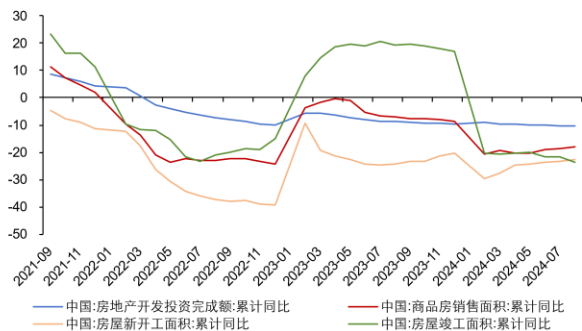
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 16：中国固定资产投资低位震荡



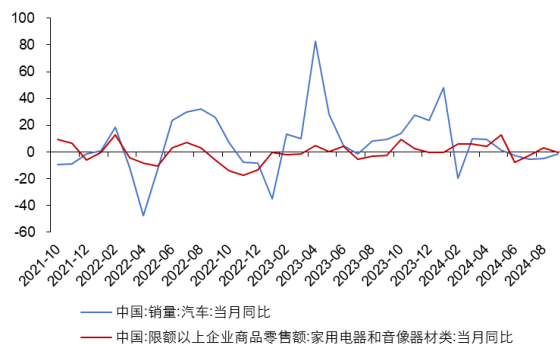
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 17：地产仍然疲软



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 18：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

公司公告

【紫金矿业】10月18日，紫金矿业发布公告，公司2024年前三季度实现营收2304亿元，实现归母净利润244亿元，同比增长51%。公司利润总额、归母净利润、经营性净现金流、每股收益等关键指标增长均超40%；资产负债率较年初下降4.28个百分点，资本结构持续优化。矿山企业毛利率57.7%，同比增加7.4个百分点；综合毛利率19.5%，同比增加4.4个百分点。

第四部分：金属价格及板块行情

1、贵金属

截至10月18日，COMEX金上涨2.43%至2719.60美元/盎司，同比涨幅41.22%；COMEX银上涨6.84%至33.68美元/盎司，同比涨幅47.91%；LME铂上涨3.38%至1010美元/盎司，同比上涨13.74%；LME钯下跌0.84%至1064美元/盎司，同比下跌3.88%。

图表 19：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	2719.60	2.43%	6.48%	10.28%	41.22%
COMEX 银：美元/盎司	33.68	6.84%	11.16%	16.34%	47.91%
LME 铂：美元/盎司	1010.00	3.38%	3.48%	6.54%	13.74%
LME 钯：美元/盎司	1064.00	-0.84%	-2.83%	18.09%	-3.88%
上海黄金期货合约：元/克	617.90	3.85%	5.62%	9.67%	31.33%
白银现货:Ag(T+D)：元/千克	7874.00	2.96%	6.20%	3.54%	35.20%

资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 20：黄金价格



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 22：钯价格



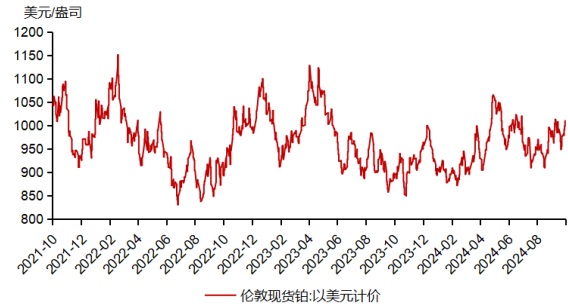
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 21：白银价格



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 23：铂价格



资料来源：Wind，五矿证券研究所

2、工业金属

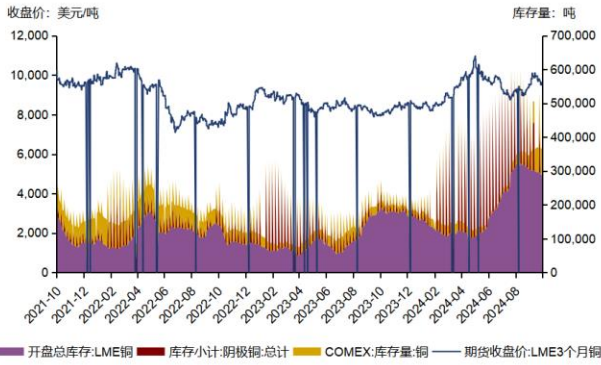
截至 10 月 18 日，LME 铜下跌 1.84% 至 9622.50 美元/吨，同比涨幅 20.12%；LME 铝下跌 0.93% 至 2613.50 美元/吨，同比涨幅 19.31%；LME 铅下跌 1.43% 至 2070 美元/吨，同比跌幅 1.03%；LME 锌下跌 2.12% 至 3089 美元/吨，同比涨幅 27.12%；LME 镍下跌 5.05% 至 17000 美元/吨，同比跌幅 8.26%；LME 锡下跌 6.15% 至 31300 美元/吨，同比涨幅 23.76%。

图表 24：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	9622.50	-1.84%	2.37%	4.18%	20.12%
LME 铝	2613.50	-0.93%	3.63%	12.92%	19.31%
LME 铅	2070.00	-1.43%	1.87%	-0.84%	-1.03%
LME 锌	3089.00	-2.12%	7.11%	12.96%	27.12%
LME 镍	17000.00	-5.05%	4.94%	5.07%	-8.26%
LME 锡	31300.00	-6.15%	-0.81%	4.44%	23.76%

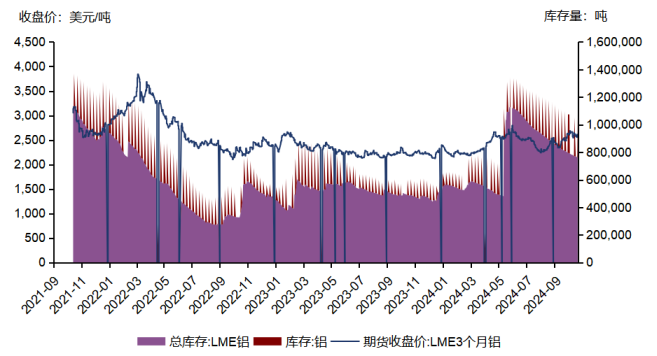
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 25：铜价及库存



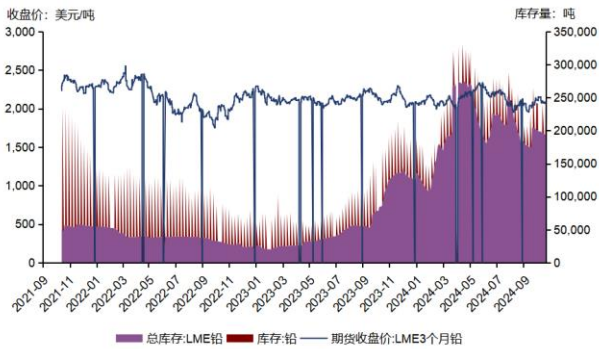
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 26：铝价及库存



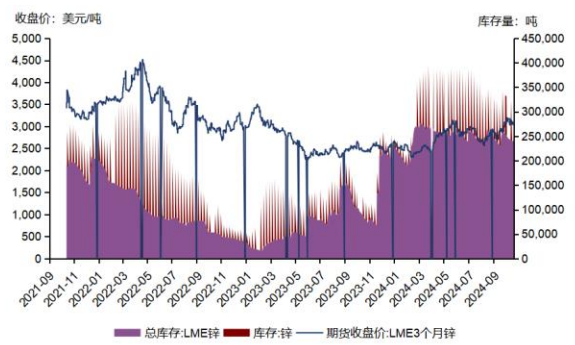
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 27：铅价格及库存



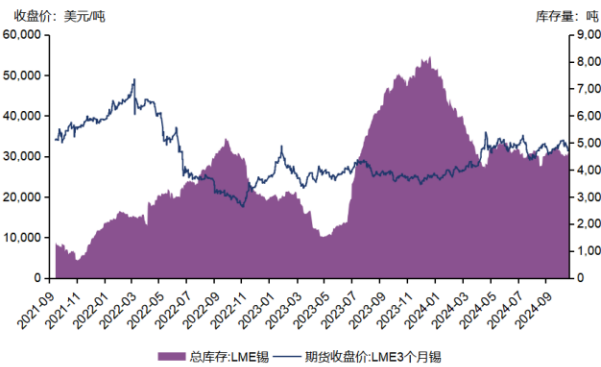
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 28：锌价格及库存



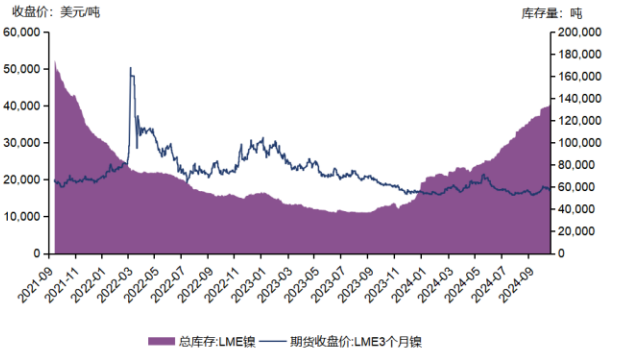
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 29：锡价格及库存



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 30：镍价格及库存



资料来源：Wind，五矿证券研究所

3、稀有小金属

截至 10 月 18 日，碳酸锂下跌 3.66% 至 7.37 万元/吨，同比跌幅 57.56%；钨精矿上涨 0.36% 至 14.1 万元/吨，同比涨幅 17.49%；钼精矿上涨 1.88% 至 3790 元/吨度，同比涨幅 25.29%；钴上涨 0.55% 至 18.2 万元/吨，同比跌幅 34.77%；铋下跌 3.87% 至 14.8 万吨/吨，同比涨幅 79.27%；镁锭下跌 1.63% 至 1.9 万元/吨，同比跌幅 22.89%；其他品种变化不大。

图表 31：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-国产：元/吨	73680.00	-3.66%	-0.89%	-14.56%	-57.56%
海绵钛-国产：元/千克	43.00	0.00%	0.00%	-9.47%	-22.66%
钨精矿-江西：元/吨	141000.00	0.36%	2.17%	8.46%	17.49%
海绵锆-国产：元/千克	180.00	0.00%	0.00%	0.00%	-8.86%
钼-河南：元/吨度	3790.00	1.88%	1.61%	1.34%	25.29%
卖价:锆:Diox99.99%	2150.00	0.00%	17.81%	72.00%	109.76%
长江有色市场:平均价:钴:1#	182000.00	0.55%	7.06%	-5.21%	-34.77%
长江 1#锑：元/吨	147970.00	-3.87%	-8.16%	-7.01%	79.27%
1#镁锭：元/吨	19340.00	-1.63%	-1.63%	-0.10%	-22.89%

资料来源：Wind, 五矿证券研究所

氧化镨钕下跌 2.98%至 41.89 万元/吨，同比下跌 19.81%；氧化铽下跌 4.76%至 5800 元/千克；同比跌幅 30.20%；氧化镱下跌 6.70%至 1670 元/千克，同比下跌 36.62%，其他品种变化不大。

图表 32：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）	418880.00	-2.98%	1.03%	16.32%	-19.81%
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%	0.00%	54.21%
重稀土氧化钇（元/吨）	41970.00	0.00%	0.00%	0.00%	-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）	5800.00	-4.76%	2.65%	18.61%	-30.20%
重稀土氧化镱（元/千克）	170.00	0.00%	0.00%	0.00%	3.03%
重稀土氧化镱（元/千克）	1670.00	-6.70%	-0.60%	4.38%	-36.62%

资料来源：Wind, 五矿证券研究所

4、板块表现

指数变化方面，截至 2024 年 10 月 18 日，上证指数收于 3261.56 点，周跌幅为 1.22%；有色（申万）收于 4546.37 点，周跌幅为 0.24%。

估值变化方面，有色（申万）的 PE（TTM）为 19.96，本周变动为+0.36；万得全 A 的 PE（TTM）为 18.19，本周变动为+0.40。

图表 33：指数变化

2024/10/18	本周指数	周涨幅 (%)	月涨幅 (%)	年涨幅 (%)
上证指数	3,261.56	-1.22	20.62	5.77
有色(申万)	4,546.37	-0.24	22.04	7.37

资料来源：Wind, 五矿证券研究所

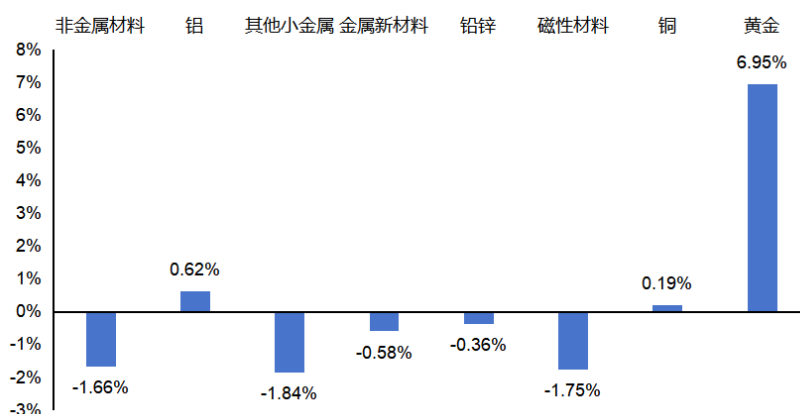
图表 34：估值变化

	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)	19.96	0.36	3.47	5.38	2.14	0.04	0.37	0.04
万得全 A	18.19	0.40	3.36	1.16	1.57	0.04	0.29	0.03

资料来源：Wind, 五矿证券研究所

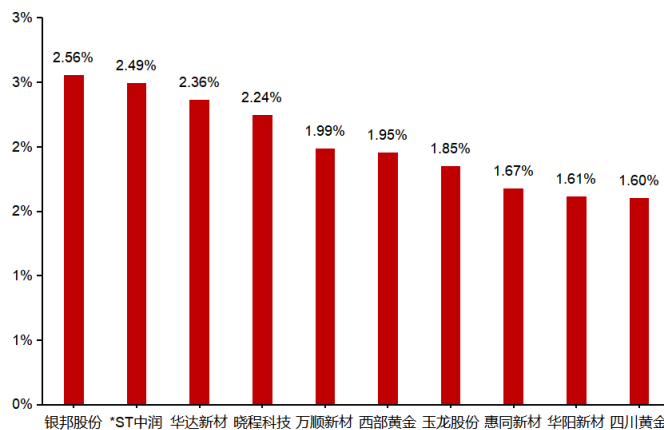
有色板块涨跌幅方面，上周有色板块表现显著分化，黄金涨幅最大，涨幅为 6.95%；铝和铜实现小幅上涨，涨幅分别为 0.62%和 0.19%；其他品种表现不佳，其中，其他小金属跌幅最大，跌幅为 1.84%。

图表 35：有色金属板块涨跌幅



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 36：有色金属板块上市公司股价涨幅前十



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知情范围内,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

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

深圳

地址:深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心48F
邮编:518035

北京

地址:北京市东城区朝阳门北大街7号3层301室
邮编:100010

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
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 301, 3F, No.7 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010