

➤ 本周 (11/18-11/22) ,上证综指下跌 1.91%, 沪深 300 指数下跌 2.60%, SW 有色金属指数下跌 0.40%, 贵金属 COMEX 黄金上涨 5.87%, COMEX 白银上涨 3.53%。工业金属 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡价格分别变动-1.26%、0.04%、0.69%、3.43%、2.20%、1.48%; 工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动-1.45%、0.24%、5.18%、48.62%、2.96%、-1.02%。

➤ **工业金属：强美元压制金属价格，国内继续释放财政和货币双宽松信号，金属价格触底反弹值得期待。核心观点：**由于市场持续押注特朗普交易，美元指数保持强势，商品价格受强美元影响回调明显，国内继续释放积极信号，国务院政策例行吹风会即将举办，中国宏观经济保持较强韧性有望托底商品价格，金属价格触底反弹值得期待。**铜方面，供应端，**本周进口铜精矿 TC 报 10.64 美元/吨，周度环增 0.31 美元/吨；**需求端，**国内主要精铜杆企业周度开工率环比增长 1.82pct 至 84.26%，周内铜价重心走高，新增订单虽较上周下滑，但前期排产充足，叠加出口退税政策取消带来的抢出口订单，开工率持续向上。**铝方面，供应端，**本周国内电解铝产能持稳运行，氧化铝价格保持强势，贵、桂、渝及中原等地区产能成本倒挂，引发市场对高成本企业减产担忧；**需求端，**出口退税政策取消刺激下，抢出口订单增加带动需求略有回升，本周社库去库 2.6 万吨至 53.9 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、中国宏桥、云铝股份、神火股份。**

➤ **能源金属：锂价震荡上行，继续关注行业出清信号。澳洲锂矿裁员、减产、停产不断，**显示出行业出清信号，供给端将明显改善。**锂方面，**11-12 月下游需求淡季不淡，澳矿陆续减产，行业出清信号显现，供需格局明显改善，上游锂盐厂挺价情绪强烈，锂价或阶段性触底，后续持续关注行业出清信号。**钴方面，**供应端钴盐冶炼厂开工率维持偏低水平，临近年末以去库为主，需求端，主要下游三元前驱体及四钴企业维持观望，实际采购较少，供强需弱格局下钴价预计弱势运行。**镍方面，**成本端伦镍价格震荡上行，部分盐厂因成本倒挂主动减产或停产，挺价意愿走强，需求端三元前驱体企业月底已完成大部分采购，供需双弱预计镍盐价格保持震荡。**重点推荐：藏格矿业、中矿资源、华友钴业、永兴材料。**

➤ **贵金属：俄乌冲突加剧刺激金价反弹，中长期依然看好金价表现。**美国 10 月 PPI 同比上涨 2.4%，预期 2.3%，前值 1.9%，高于预期，鲍威尔在最新讲话中偏鹰，表示无需仓促降息，美元走强压制金价，但本周俄乌冲突升级，避险需求刺激金银价格强势反弹。从中长期看，美元信用弱化为主线，继续坚定看好金价中枢上移，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，银价弹性相对更高，价格有望创历史新高。**重点推荐：万国黄金集团、中金黄金、山金国际、招金矿业、赤峰黄金、山东黄金、湖南黄金，关注中国黄金国际，白银标的推荐兴业银锡、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。

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. 锂行业动态报告：澳矿停产，行业出清信号明显-2024/11/20
2. 海外黄金股观察系列之九：科尔黛伦：历史悠久，步履蹒跚-2024/11/19
3. 海外黄金股观察系列之八：B2Gold：低成本黄金矿企的扩张之路-2024/11/17
4. 有色金属周报 20241117：强美元致商品承压，期待金属价格反弹-2024/11/17
5. 有色金属周报 20241110：化债新政托底国内经济，看好工业金属价格-2024/11/10

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	15.76	0.79	1.22	1.50	20	13	11	推荐
603993.SH	洛阳钼业	7.32	0.38	0.52	0.63	19	14	12	推荐
000807.SZ	云铝股份	13.55	1.14	1.43	1.58	12	9	9	推荐
603799.SH	华友钴业	32.43	1.97	2.25	2.67	16	14	12	推荐
002738.SZ	中矿资源	38.68	3.06	1.07	1.44	13	36	27	推荐
002756.SZ	永兴材料	46.41	6.32	2.19	2.25	7	21	21	推荐
603979.SH	金诚信	39.90	1.71	2.58	3.71	23	15	11	推荐
601168.SH	西部矿业	16.95	1.17	1.57	1.79	14	11	9	推荐
1258.HK	中国有色矿业	5.07	0.48	0.68	0.75	11	7	7	推荐
600547.SH	山东黄金	25.23	0.52	0.69	0.83	49	37	30	推荐
600489.SH	中金黄金	13.01	0.61	0.76	0.94	21	17	14	推荐
600988.SH	赤峰黄金	17.66	0.49	0.99	1.23	36	18	14	推荐
000975.SZ	山金国际	17.05	0.51	0.83	1.04	33	21	16	推荐
1818.HK	招金矿业	11.70	0.20	0.35	0.53	60	33	22	推荐
002155.SZ	湖南黄金	18.40	0.41	0.74	0.99	45	25	19	推荐

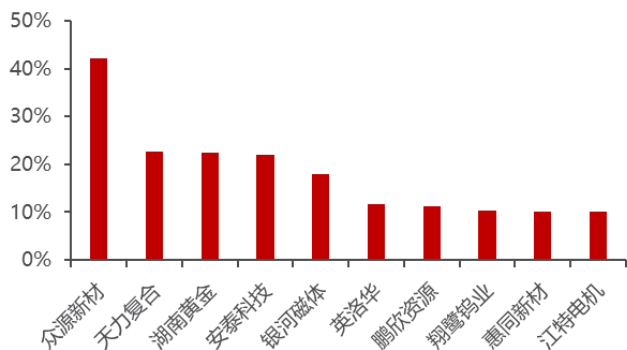
资料来源：wind，民生证券研究院预测。（注：股价为 2024 年 11 月 22 日收盘价，港币/人民币 0.93，美元/人民币 7.30，中国有色矿业为港币）

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
2.3 铅、锡、镍	13
3 贵金属、小金属	16
3.1 贵金属	16
3.2 能源金属	19
3.3 其他小金属	23
4 稀土价格	26
5 风险提示	28
插图目录	29
表格目录	30

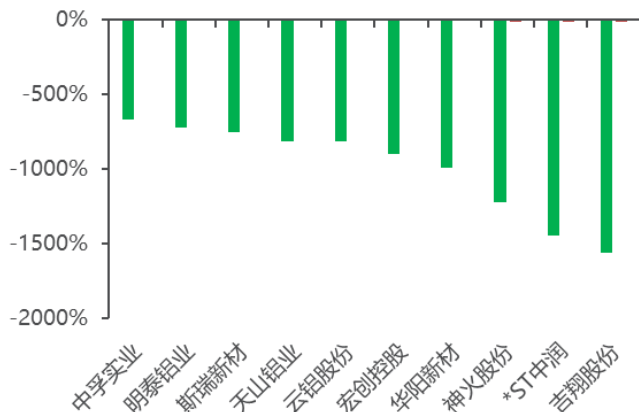
1 行业及个股表现

图 1：期间涨幅前 10 只股票 (11/18-11/22)



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 (11/18-11/22)



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

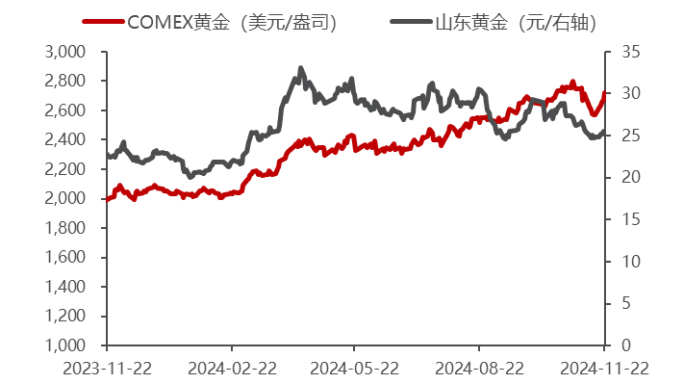
			价格/库存		变化	
单位			2024/11/22	一周来	本月上	今年来
基本金属价格：						
LME 价格	铝(当月)	美元/吨	2630	-1.26%	0.57%	13.09%
	铜(当月)	美元/吨	8972.5	0.04%	-6.14%	5.16%
	锌(当月)	美元/吨	2972	0.69%	-3.73%	13.78%
	铅(当月)	美元/吨	2018	3.43%	0.70%	-2.30%
	镍(当月)	美元/吨	15815	2.20%	0.03%	-4.61%
	锡(当月)	美元/吨	28950	1.48%	-6.69%	15.06%
国内价格	铝(当月)	元/吨	20420	-1.83%	-1.40%	3.37%
	铜(当月)	元/吨	73760	-0.14%	-3.63%	6.96%
	锌(当月)	元/吨	25170	2.15%	-0.42%	16.34%
	铅(当月)	元/吨	16975	1.28%	2.14%	6.39%
	镍(当月)	元/吨	125090	1.58%	1.01%	-1.90%
	锡(当月)	元/吨	240800	-1.12%	-5.74%	14.29%
基本金属库存：						
铝	LME 库存	万吨	70.86	-1.45%	-4.08%	25.10%
	上海期货交易所库存	万吨	23.19	-0.78%	-18.16%	134.13%
铜	LME 库存	万吨	27.25	0.24%	0.42%	152.45%
	COMEX 库存	万吨	8.85	-0.87%	-0.29%	365.39%
上海期货交易所库存	万吨	12.02	-7.84%	-26.27%	289.05%	
	锌	LME 库存	万吨	26.13	5.18%	5.92%
上海期货交易所库存	万吨	8.61	-4.99%	10.30%	306.03%	
	铅	LME 库存	万吨	27.53	48.62%	45.32%
上海期货交易所库存	万吨	5.28	-28.01%	-4.88%	-0.17%	
	镍	LME 库存	万吨	15.90	2.96%	8.30%
上海期货交易所库存	万吨	3.12	2.37%	11.38%	126.62%	

锡	LME 库存	万吨	0.49	-1.02%	4.07%	-36.88%
	上海期交所库存	万吨	0.78	-12.41%	-9.85%	22.69%
贵金属价格:						
COMEX 价格	黄金	美元/盎司	2743.20	6.85%	-0.40%	32.68%
	白银	美元/盎司	31.85	4.99%	-2.90%	33.32%
国内价格	黄金	元/克	608.00	0.81%	-3.42%	25.71%
	白银	元/千克	7711.00	0.67%	-6.74%	27.79%
小金属价格:						
	钨精矿	元/吨度	3715	-0.27%	-0.27%	18.12%
	钨精矿	元/吨	143500	0.70%	1.77%	18.11%
	电解镁	元/吨	18000	-2.70%	-5.01%	-18.37%
	电解锰	元/吨	12300	-0.81%	-2.38%	-3.91%
	锑锭(1#)	元/吨	150000	0.67%	0.67%	77.51%
	海绵钛	元/千克	43500	0.00%	0.00%	-20.91%
	铬铁(高碳)	元/吨	8250	-0.60%	-1.79%	-7.82%
	钴	元/吨	164500	0.00%	1.23%	-20.53%
	铋	元/吨	76500	-1.29%	-7.27%	37.84%
	钼铁矿	美元/磅	83	0.00%	1.22%	25.76%
	二氧化锆	元/千克	13050	-1.51%	-5.09%	108.80%
	铟	元/千克	2575	-1.90%	-5.50%	28.43%
	碳酸锂(工业级)	元/吨	76500	0.66%	8.51%	-11.56%
	碳酸锂(电池级)	元/吨	79500	0.00%	9.66%	-19.29%
	五氧化二钒	元/吨	76000	-1.30%	-3.80%	-16.48%
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	0.00%	0.00%	24.14%
	氧化镨	元/吨	416000	-3.26%	-3.26%	-8.57%
	氧化钕	元/吨	421000	-2.09%	-2.09%	-7.98%
	氧化铈	元/千克	1695	-0.59%	-2.87%	-31.93%
	氧化铈	元/千克	5855	0.43%	-2.01%	-20.88%
	镨钕氧化物	元/吨	410000	-2.38%	-3.19%	-7.34%
稀土金属	金属镧	元/吨	24000	0.00%	0.00%	-4.00%
	金属铈	元/吨	25000	0.00%	0.00%	-4.76%
	金属镨	元/吨	517500	-1.90%	-1.90%	-6.76%
	金属钕	元/吨	517500	-1.90%	-1.90%	-6.76%
	金属铈	元/千克	2125	-3.41%	-4.92%	-35.11%
	金属铈	元/千克	7310	-0.20%	-1.88%	-20.11%
	镨钕合金	元/吨	410000	-2.38%	-3.19%	-7.34%

资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

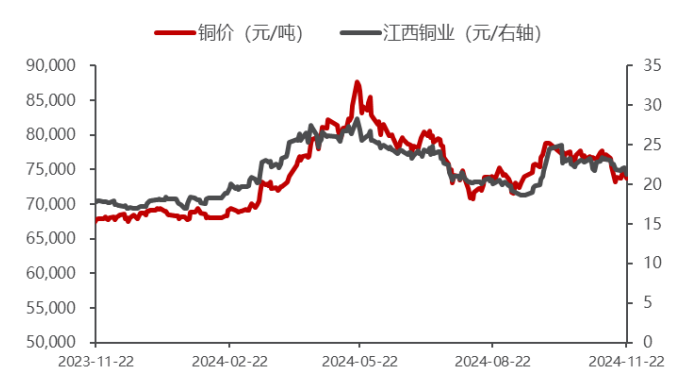
2.1 价格和股票相关性复盘

图 3：黄金价格与山东黄金股价走势梳理



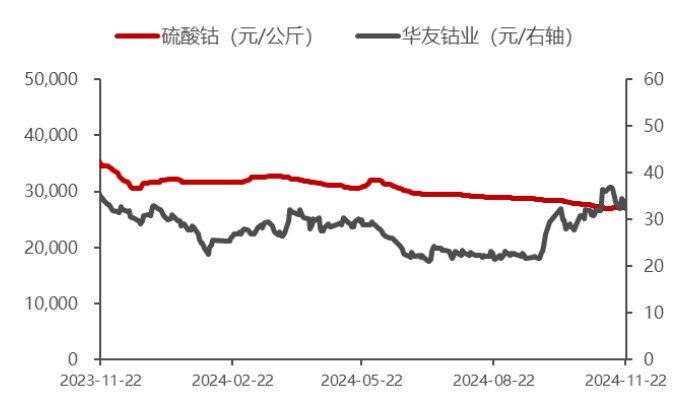
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 4：阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理



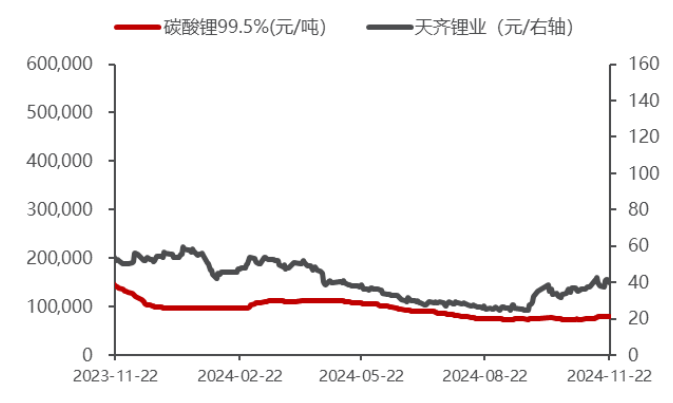
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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 (11/18-11/22) 宏观面偏向利多，欧洲央行管委斯图纳拉斯称 12 月份降息 25 个基点几乎已成定局。中国财政部称已将 6 万亿元债务限额下达各地。发改委表示将研究提出未来继续加大支持力度、扩大支持范围的“两新”政策举措。11 月和 12 月经济运行有望延续回升向好态势,有充足政策空间和丰富政策储备。**基本面**：本周国内电解铝企业整体大稳小动，内蒙古、新疆等地区新增产能启槽顺利进行，贵州新老产能置换项目目前老产能计划停槽 3 万吨左右，新增产能投产缓慢。其他区域电解铝企业多持稳生产为主，氧化铝成本高企，贵、桂、渝及中原等地区电解铝产能呈现倒挂状态，后续持续关注该区域电解铝企业运行

情况。成本端：周内国内氧化铝现货价格维持抬升为主，国内电解铝成本端仍易涨难跌。截止本周四，国内电解铝即时完全平均成本约 21,096 元/吨，较上周四上涨 203 元/吨，周内国内电解铝现货市场弱势整理，行业仍处于亏损状态，截止本周四全国电解铝平均亏损约 396 元/吨，行业利润较上周四下降 143 元/吨。

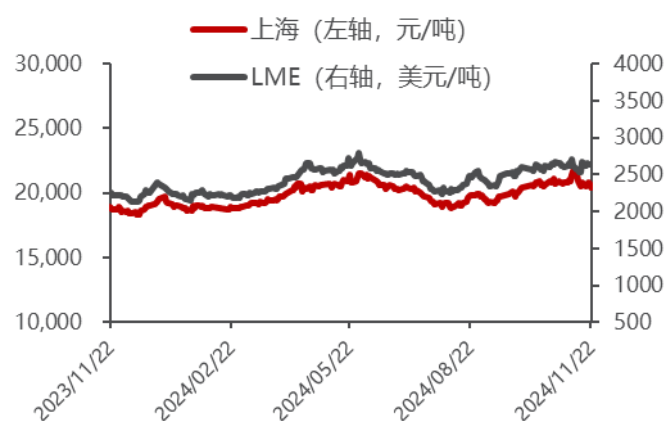
(2) 价格和库存

表2：铝产业链价格统计

	2024-11-21		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	20,700	-90	-0.43%	60.0	0.29%	-380.0	-1.80%	
氧化铝	5,630	0.0	0.00%	160.0	2.93%	950.0	20.30%	
铝土矿 (澳洲进口)	601.51	-0.01	0.00%	-0.3	-0.04%	21.5	3.71%	
铝土矿 (广西)	678.0	0.0	0.00%	0.0	0.00%	22.6	3.45%	
铝土矿 (山西)	734.5	0.0	0.00%	0.0	0.00%	33.9	4.84%	
预焙阳极	3,680	0.0	0.00%	0.0	0.00%	-20.0	-0.54%	
动力煤	835.0	-3.0	-0.36%	-13.0	-1.53%	-23.0	-2.68%	

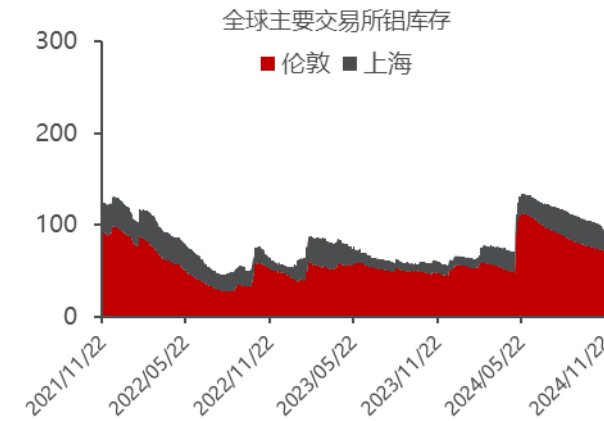
资料来源：同花顺，民生证券研究院整理

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

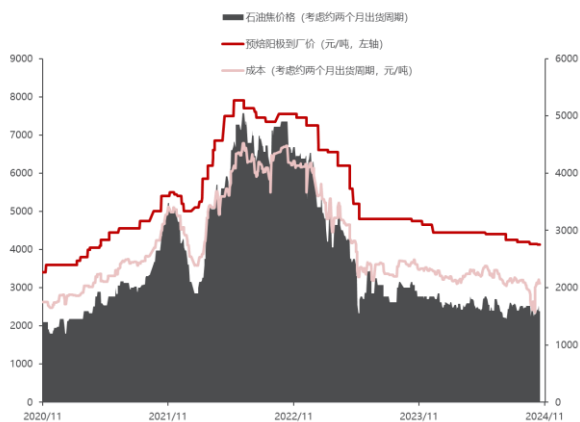
图 8：全球主要交易所铝库存 (万吨)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

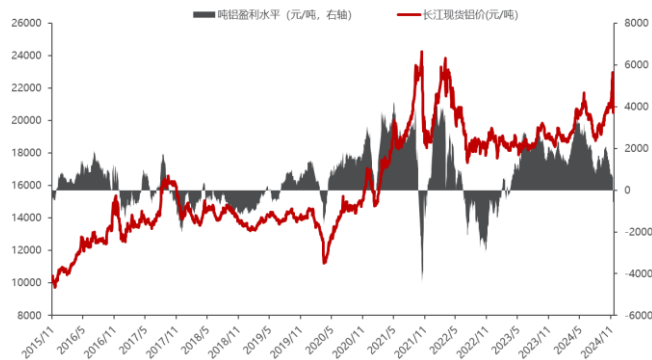
(3) 利润

图 9：预焙阳极盈利梳理



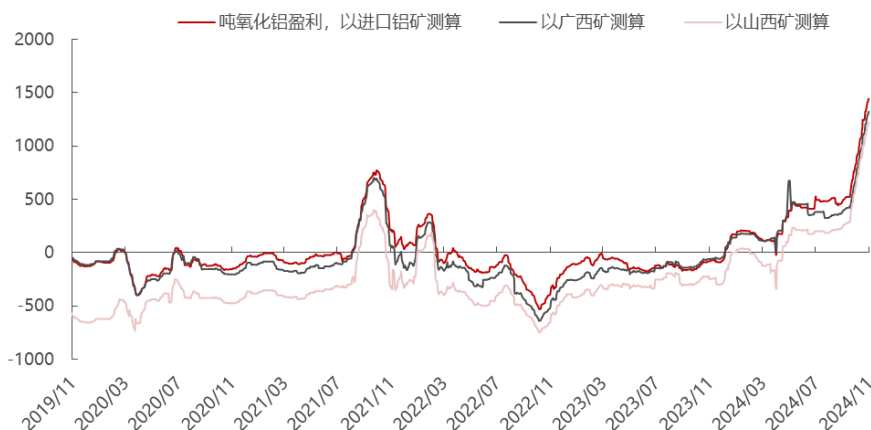
资料来源：SMM，民生证券研究院

图 10：电解铝单吨盈利梳理



资料来源：SMM，民生证券研究院

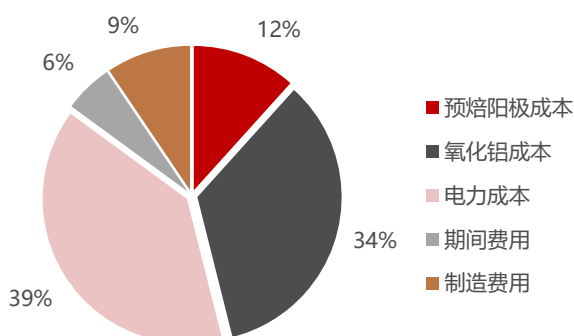
图 11：氧化铝单吨盈利梳理 (单位：元)



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 11 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

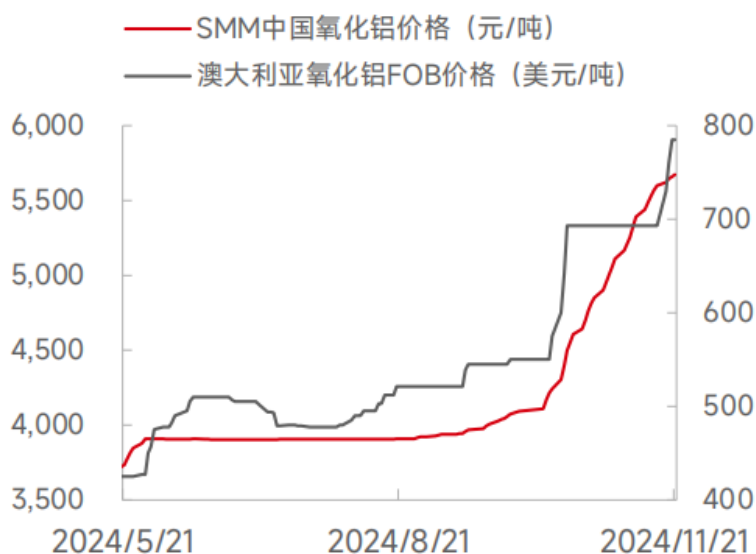
表3: 国内主要地区电解铝社会库存 (单位: 万吨)

日期	上海	无锡	南海	杭州	巩义	天津	重庆	临沂	合计
2024/11/14	3.6	18.0	18.6	3.8	6.0	2.3	2.0	2.2	56.5
2024/11/18	3.5	17.0	18.2	3.9	7.2	2.3	1.9	2.3	56.3
2024/11/21	3.4	15.8	17.3	3.7	7.2	2.2	2.0	2.3	53.9
较上周四变化	-0.2	-2.2	-1.3	-0.1	1.2	-0.1	0.0	0.1	-2.6

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

图3: 国内氧化铝现货价格继续上行



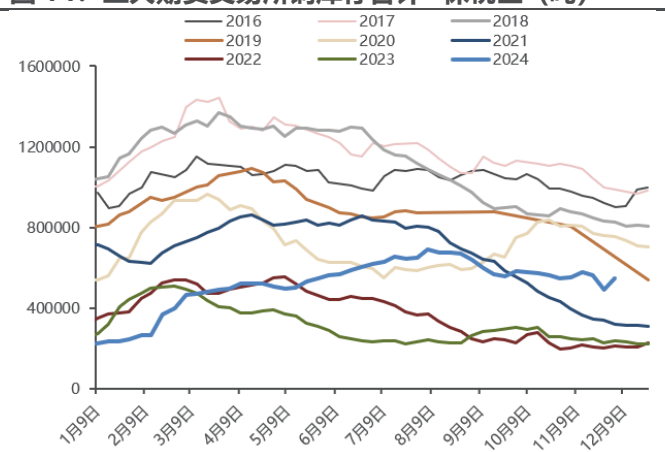
资料来源: SMM, 民生证券研究院; 注: 图中澳大利亚氧化铝 FOB 价格为右轴

2.2.2 铜

(1) 价格周度观点

本周 (11/18-11/22)，在宏观经济方面，本周宏观面表现较为淡静，因特朗普政府对华加征关税的政策预期，美联储潜在降息空间收窄。部分交易员开始上调美联储目标利率，市场对美经济“不着陆”预期增加。周内长短端美债收益率倒挂趋势继续收窄，对日本央行的加息预期令美元兑日元抬升至 154 点附近，美指周内再度抬升至 107 点上方。中国方面，中国央行本周维持 LPR 基准利率不变，地方政府特别国债陆续下放后杠杆率有所下调，市场整体维持较强韧性。基本方面，因 11 月 15 日中国政府出台关于铜材出口退税新政，沪伦比值抬至 8.20 一线。周内比价持续回暖，美金铜市场成交重心缓慢抬升。但长单谈判落地前市场表现仍然较为冷清。展望下周，美 10 月核心 PCE 数据公布在际，市场对通胀降温压力表现担忧情绪，对美 12 月不降息预期或将上调。美指高位运行将对铜价回升造成压力。

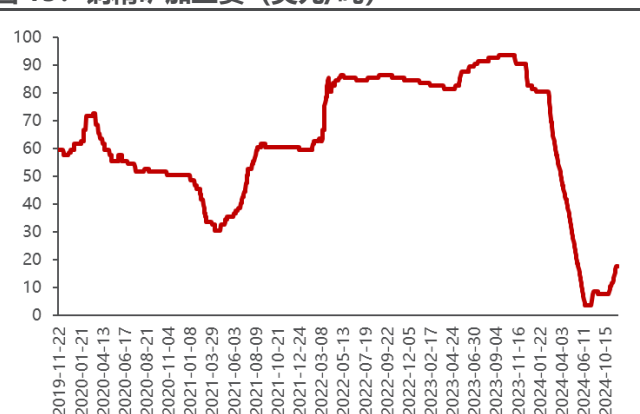
图 14：三大期货交易所铜库存合计+保税区 (吨)



资料来源：同花顺，SMM，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

图 15：铜精矿加工费 (美元/吨)



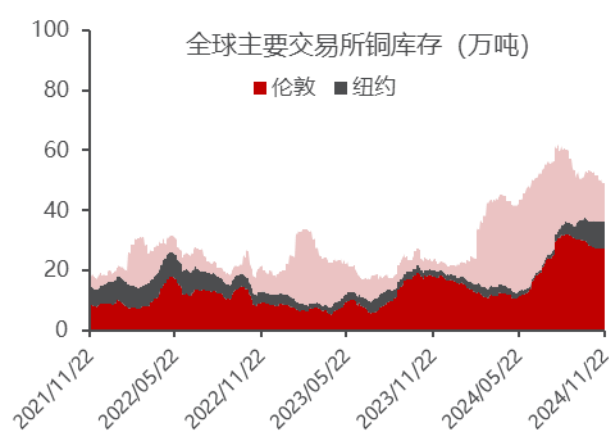
资料来源：同花顺，SMM，民生证券研究院

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

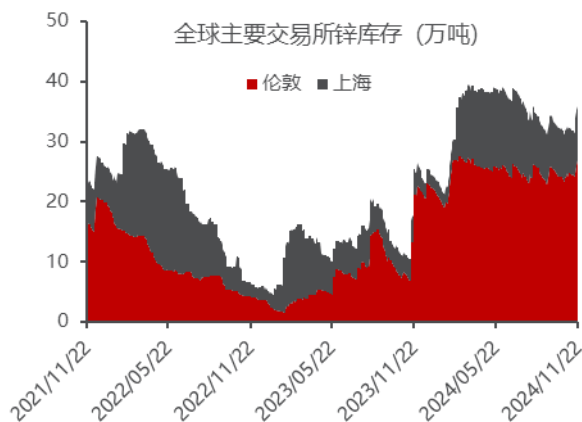
本周 (11/18-11/22), 伦锌: 周初, 因上周五美国“恐怖数据”10 月零售销售月率高于预期影响, 交易员削减了对 2025 年美联储降息的押注, 将美联储 12 月份降息的概率削减至约 50%, 而市场对于特朗普上台该消息也逐渐消化完全, 伦锌震荡下行; 接着受美指走低及美国 10 月份新屋开工总数年化及 10 月经营许可总数低于预期影响, 市场对经济健康与否较为谨慎, 避险情绪加重, 多重作用下伦锌不断震荡上行; 随后美元指数反弹而海外锌库存近期持续增多, 伦锌不断震荡运行, 截至本周四 15:00, 伦锌录得 2989 美元/吨, 周内涨 35.5 美元/吨, 涨幅 1.2%。**沪锌:** 周初, 沪锌短暂延续上周震荡下行态势而后受美指走低影响沪锌一路上行; 随后市场逐渐消化完全特朗普上台这一消息, 同时在国内基本上, 供应端受冬季季节性淡季及冬储需求的影响仍旧处于偏紧状态, 国内 TC 也仍在相对低位运行, 短期内难有调整, 10 月份我国锌精矿进口低于预期, 需求端上下游消费整体仍旧处于偏淡状态, 沪锌不断走高; 随后据 SMM 调研, 截至本周四 (11 月 21 日), SMM 七地锌锭库存总量为 11.87 万吨, 较 11 月 14 日降低 0.87 万吨, 较 11 月 18 日降低 0.92 万吨, 国内库存录减, 而下游畏高较明显, 沪锌维持震荡运行, 截至本周四 15:00, 沪锌录得 25200 元/吨, 周内涨 560 元/吨, 涨幅 2.27%。

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

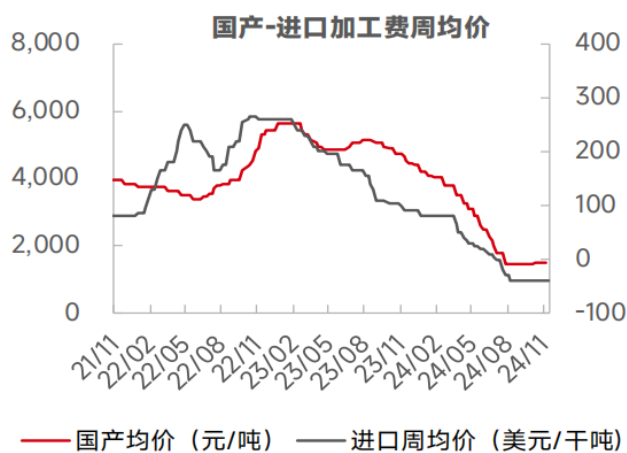
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)



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



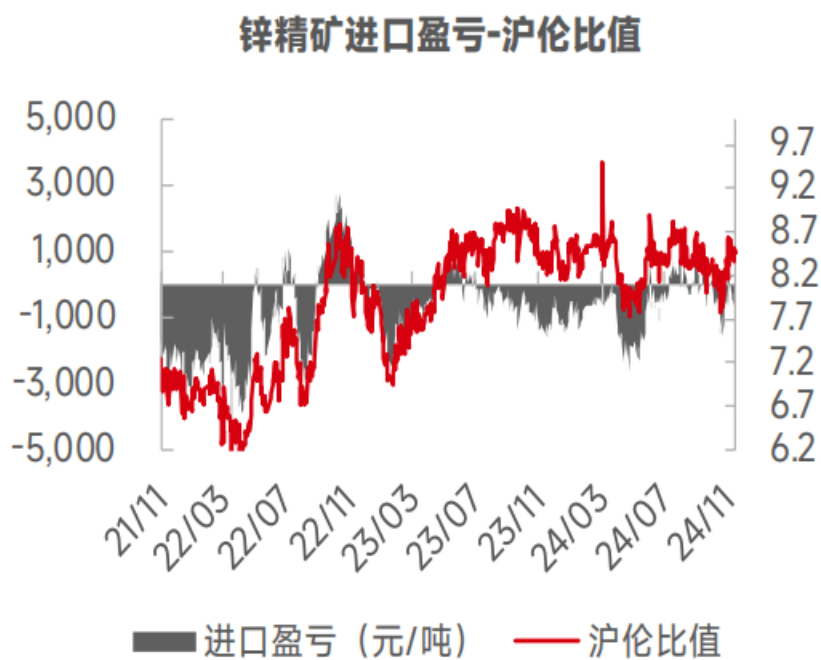
资料来源: SMM, 民生证券研究院

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	
2024/10/31	4.51	2.20	3.93	0.27	0.49	0.22	0.27	10.64	11.89	
2024/11/4	4.52	2.24	4.13	0.28	0.47	0.21	0.27	10.89	12.12	
2024/11/7	4.34	2.34	4.10	0.29	0.45	0.21	0.27	10.78	12.00	
2024/11/11	4.33	2.74	4.06	0.27	0.48	0.21	0.27	11.13	12.36	
2024/11/14	3.95	3.01	4.45	0.40	0.45	0.21	0.27	11.41	12.74	
2024/11/18	3.51	3.20	4.73	0.40	0.47	0.21	0.27	11.44	12.79	
2024/11/21	3.44	2.74	4.52	0.36	0.33	0.21	0.27	10.70	11.87	
较上周四变化	-0.51	-0.27	0.07	-0.04	-0.12	0.00	0.00	-0.71	-0.87	
较本周二变化	-0.07	-0.46	-0.21	-0.04	-0.14	0.00	0.00	-0.74	-0.92	

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

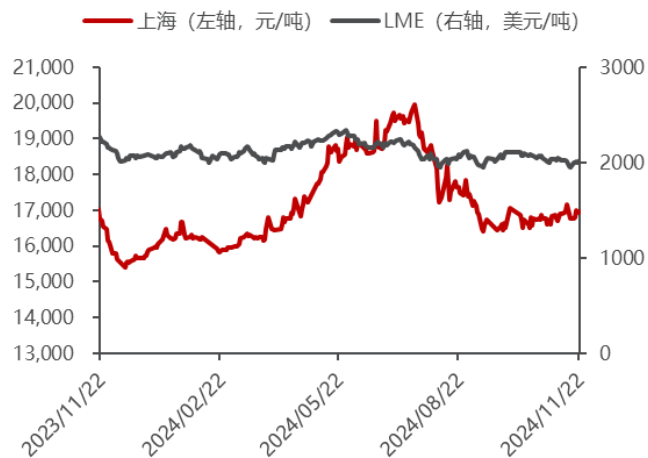
铅：本周（11/18-11/22），伦铅方面，伦铅开于 1964.5 美元/吨，周初 LME 铅库存大增近 9 万吨，伦铅震荡下行轻触低位 1948.5 美元/吨；周中受沪铅提振上行探高至 2043.5 美元/吨，下半周维持区间震荡，截至周五 15:00，终收于 2012 美元/吨，涨幅 0.45%。周内 LME 铅库存暴增 9 万吨，至 27 万吨上方，拖累伦铅在周一急跌至 1948.5 美元/吨。而与此同时，LME 铅 0-3 贴水变化不大，并在伦铅止跌回升后，出现贴水小幅收窄的情况。本周中国取消或下调铜铝锌等产品的出口退税政策，海外市场需求预期高涨，有色金属普涨，下周政策利好释放殆尽后，铅价回归基本面。

锡：本周（11/18-11/22），本周，美国劳工部发布的最新失业数据备受市场瞩目。据数据显示，美国初次申领失业救济人数已降至 21.3 万人，较前一周减少 6000 人，且低于预期值 22 万人。此优于预期的失业数据揭示了美国劳动力市场的稳健与活力，从而在一定程度上增强了市场对美国经济前景的信心。在此背景下，美元汇率得到了稳固支撑。此外，鉴于失业数据的积极表现，美联储可能会考虑进一步收紧货币政策。此举不仅将对美元汇率构成额外支撑，同时也可能对金属价格形成压制效应。就国内锡矿市场而言，10 月份锡矿进口量呈现显著增长态势，主要增长来源于缅甸、尼日利亚及玻利维亚。尽管缅甸锡矿的复产时间表尚不明朗，且至年底前其进口量或将持续处于较低水平，但尼日利亚与玻利维亚的进口增量已在一定程度上缓解了供应紧张局面。然而，考虑到玻利维亚本国的冶炼产能，其后续进口量的可持续性仍需进一步观察。这些变量因素共同作用于国内锡矿的供应格局，进而对沪锡价格走势产生影响。另一方面，10 月份锡锭进口量亦呈现回升势头，这主要得益于进口盈利窗口的间歇性开放。尽管如此，由于盈利窗口的不稳定性，锡锭进口量仍难以恢复至去年同期水平。与此同时，虽然锡锭出口量环比有所增长，但受近期出口窗口关闭的影响，SMM 预计未来其出口量难以实现大幅增长。

镍：本周（11/18-11/22），纯镍价格震荡上行，现货运行区间为 124000-129000 元/吨。周内基本面来看，较上周无明显结构性的变化。本周供应端来看，国内纯镍现货供应短期有所收紧，但不影响整体的原生镍过剩预期；需求端来看，三元前驱体、不锈钢以及合金电镀的需求端疲软态势仍在延续，很难对价格产生抬升起到正面作用。从镍产业链各个环节来看：镍矿方面，印尼内贸红土镍矿下行趋势仍存；硫酸镍方面，仍处于供需双弱的状态，盐厂挺价情绪仍存，价格将随上下游僵持震荡运行；NPI 方面，市场成交价格出现新低，供需矛盾下价格承压运行；纯镍自身基本面方面，本周现货市场受到了多重因素影响，电镍企业较多将产品直接销售给终端企业，叠加国产电积镍出口量持续攀升，国内现货市场供应有所收紧，现货升水抬升，但下游仍以刚需补库为主，需求比较清淡。综合来看，纯镍价格仍会保持区间震荡，叠加基本面偏空的局面，纯镍缺乏上行的

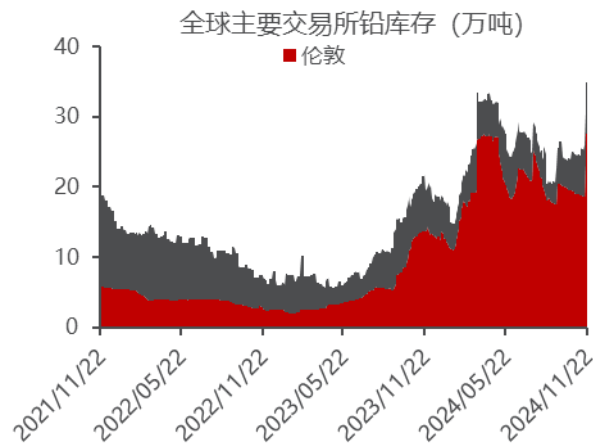
动力。预期下周镍价运行区间为 122000-128000 元/吨。

图 22: 上海期交所同 LME 当月期铅价格



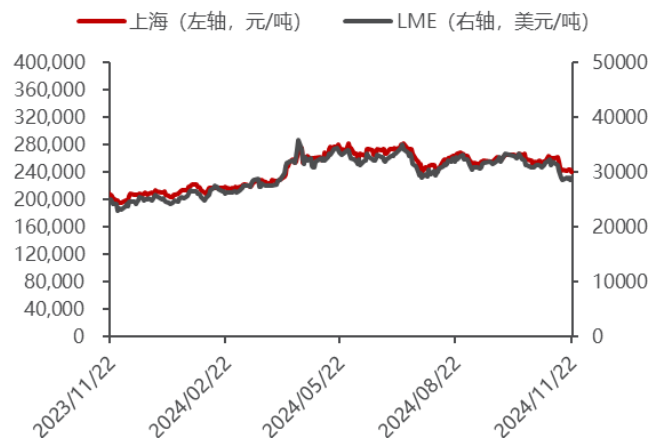
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)



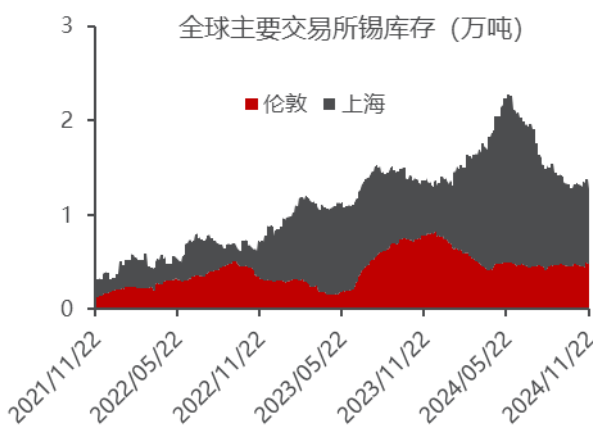
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格



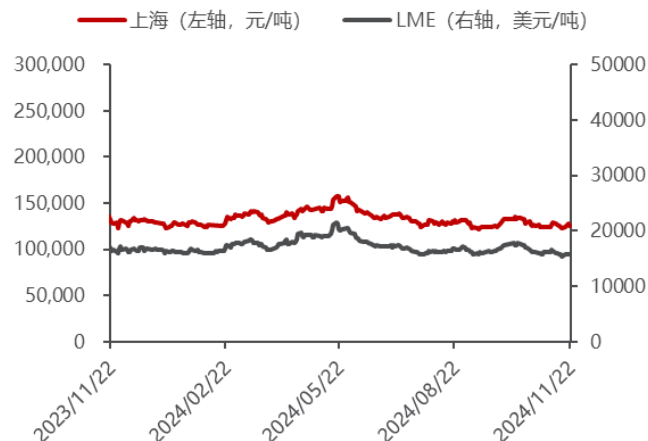
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)



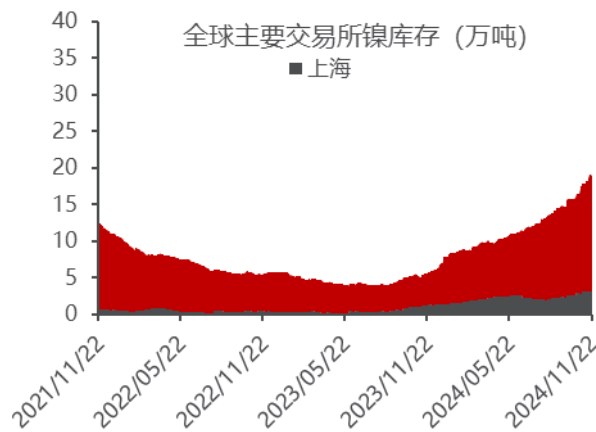
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

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)



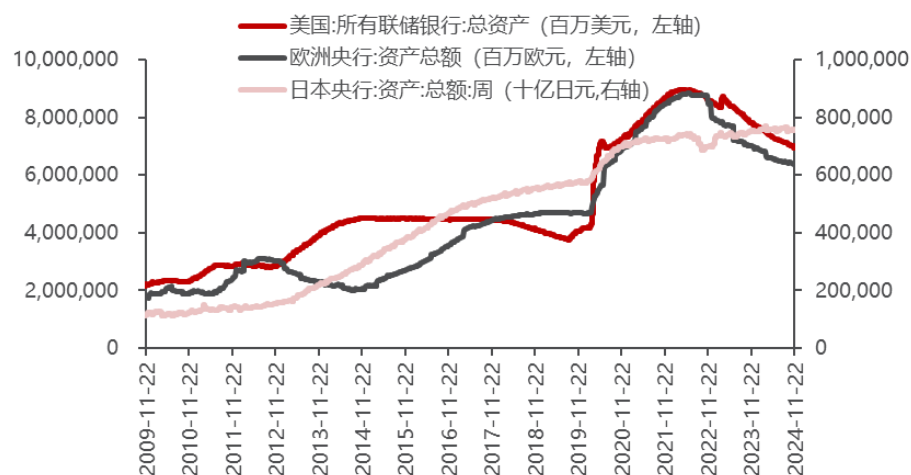
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

金银：本周（11.18-11.22）金银价格下跌。截至11月21日，国内99.95%黄金市场均价603.12元/克，较上周均价下跌0.74%，上海现货1#白银市场均价7667元/千克，较上周均价下跌0.18%。周初，美联储鲍威尔发表鹰派言论称美国经济强劲，美联储无需仓促降息，金银价格受到美元强劲反弹的打压，COMEX金银主力最低至2570.1和30.43元/盎司。随后，俄乌紧张局势加剧引发投资者购买避险资产，金银价格强势反弹，COMEX金银主力最高至2651.7和31.00元/盎司，国内金银价格跟涨，国内黄金价格最高至617.74元/克，沪银主力最高至7833元/千克。

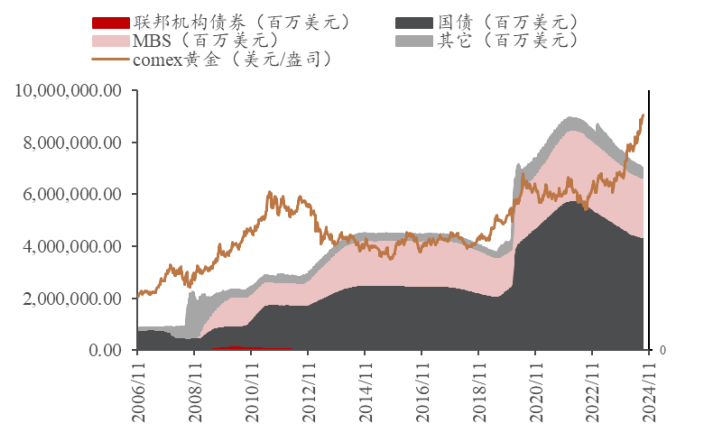
图 28：各国央行的资产总额情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

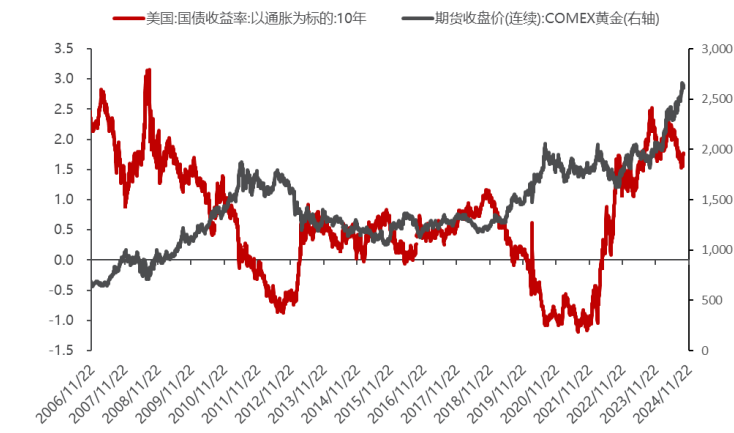
(1) 央行 BS、实际利率与黄金

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

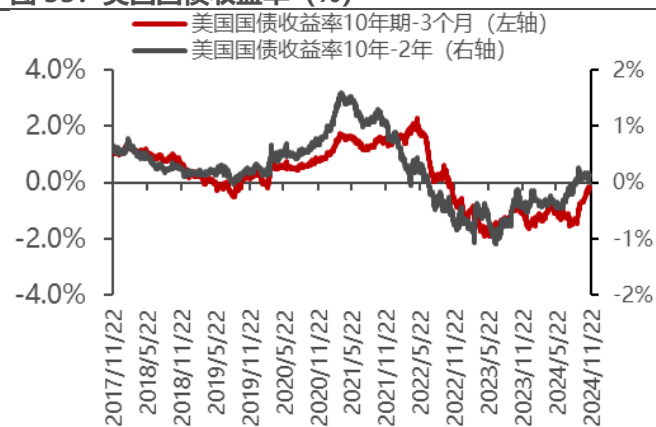
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

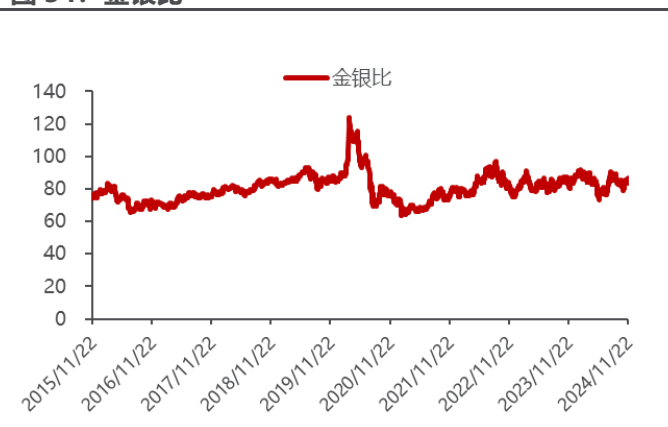
(3) 长短端利差和金银比

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

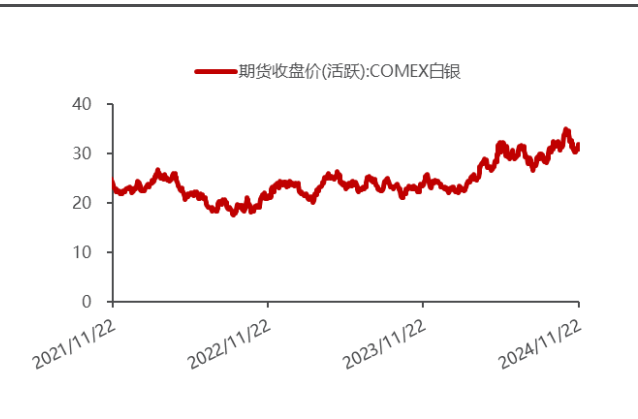
(4) COMEX 期货收盘价

图 35: COMEX 黄金期货结算价 (美元/盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 36: COMEX 白银期货结算价 (美元/盎司)



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（11/18-11/22）**本周电解钴价格暂稳运行。从供给端来看，目前市场供给维持充足。从需求端来看，本周市场整体情绪与上周波动不大，终端维持刚需采购，成交量寥寥。综合市场情况来看，由于年末电解钴冶炼厂均有一定的固定订单量，因此降价意愿较弱。而下游采购需求有限，因此市场维持观望情绪。下周整体市场格局难有改变，电解钴现货价格或维持僵持运行。
- **钴盐及四钴：本周（11/18-11/22）**本周钴盐价格走势出现分歧。从供给端来看，目前钴盐冶炼厂维持低开工率，年末市场去库为主。从下游需求端来看，钴盐主要下游三元前驱体及四氧化三钴方面维持观望情绪，实际采购较少。而其他方向，如电解钴、部分精制氢氧化钴等流向传统方向的需求仍存，市场仍有微量询盘现象。但从整体市场情况来看，由于氯化钴前一轮价格上行多跟随硫酸钴上行，因此近期实际成交略少，周内氯化钴报价先出现下行。而硫酸钴方面，在经历小半周去库后，硫酸钴冶炼厂库存压力相对缓解，因此周内维持挺价观望情绪。本周，四氧化三钴的价格小幅上涨。从供应方面来看，头部四氧化三钴冶炼厂继续维持高开工率，整体供应量较为稳定。然而，由于低价原料的采购仍存在一定难度，部分四氧化三钴厂家存在挺价情绪，报价小幅上调。在需求方面，下游钴酸锂厂商对四氧化三钴的采购需求保持基本水平，询单有所增加，但部分厂商仍在观望，成交进展较为缓慢。
- **三元材料：本周（11/18-11/22）原料端，本周金属硫酸盐价格总体仍延续上周下跌趋势**，其中硫酸镍价格下降 425 元/吨，硫酸钴较上周未出现变化，硫酸锰价格上涨 10 元/吨。锂盐方面整体较上周均出现上涨态势，其中碳酸锂价格本周延续上周反弹趋势强势上涨 700 元/吨，氢氧化锂价格出现反弹上涨 640 元/吨。本周三元材料价格受硫酸镍下行导致整体均出现下滑，中低镍三元材料价格受到碳酸锂价格上行的支撑，下滑较小，高镍三元材料价格因受到由于更多受到硫酸镍下跌的影响，叠加氢氧化锂价格上行较小，导致其下降趋势较大。供应端，本周国内三元材料厂家排产情况较稳定，海外三元材料厂开工率依然保持较低水平。需求端，下游需求整体偏弱运行，总体上升困难。下游电芯厂排产暂未出现明显变化，消费端对三元材料的采购意愿仍然不强。

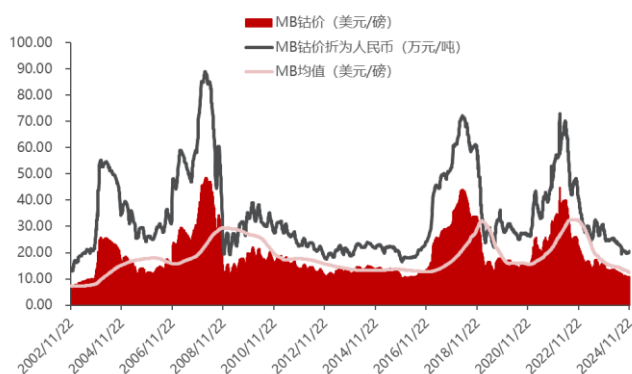
表5：钴系产品价格一览

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	171.50	-4.46%	-0.58%	-19.29%	231.50	171.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	11.00	0.92%	-93.62%	-18.46%	17.40	13.25
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	164.50	2.49%	-4.64%	-20.53%	250.00	159.50
钴精矿	6-8% 中国到岸	美元/磅	4.90	-3.92%	-97.16%	-11.71%	6.65	4.90
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	110.50	-1.78%	-35.94%	-13.33%	160.50	110.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	26500.00	-3.64%	15262.32%	-11.67%	39000.00	26500.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	101.50	-4.69%	-41.16%	-20.39%	156.50	101.50

资料来源：同花顺，LME，上期所，COMEX，民生证券研究院整理

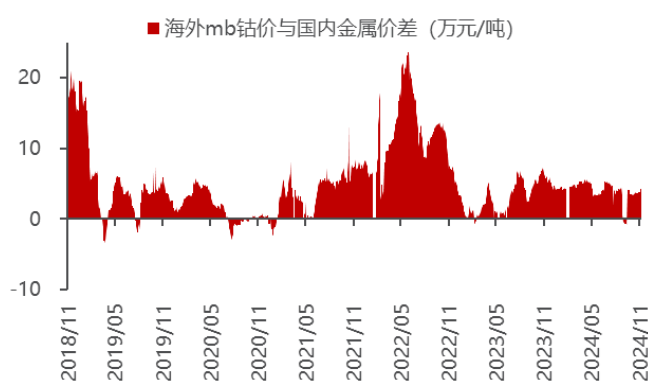
注：数据截至 2024 年 11 月 22 日

(2) 价差跟踪

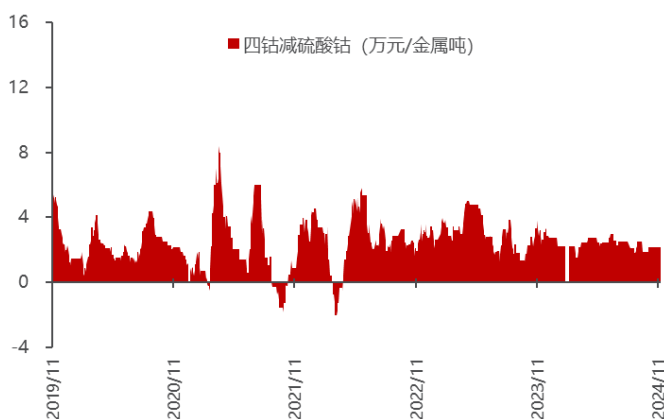
图 37：MB 钴美元及折合人民币价格


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

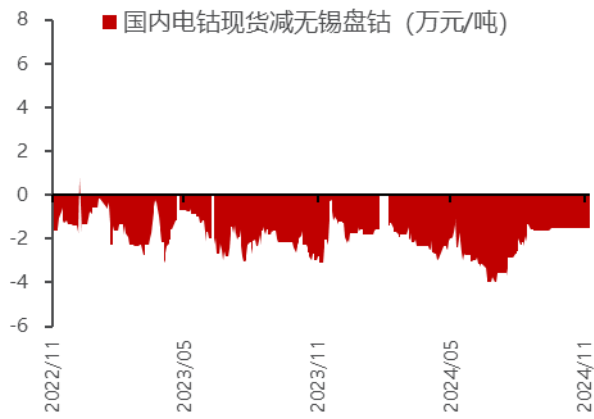
注：美元汇率为对应当日中间汇率

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（11/18-11/22）本周碳酸锂现货价格持续抬涨。从需求端来看，当前下游材料厂对后续实际订单情况暂未十分明确，或存砍单风险。叠加年末来临有去库预期，因此近期采买情绪有所减弱，以谨慎观望态度为主。上游锂盐厂在此节点挺价情绪强烈，更多是与贸易商进行成交从而拉动本周碳酸锂成交价格重心上行。整体来看，市场实际成交情况相对冷清。需求旺季节点下，结合碳酸锂累计库存水平，后续碳酸锂现货价格或将呈现区间震荡。

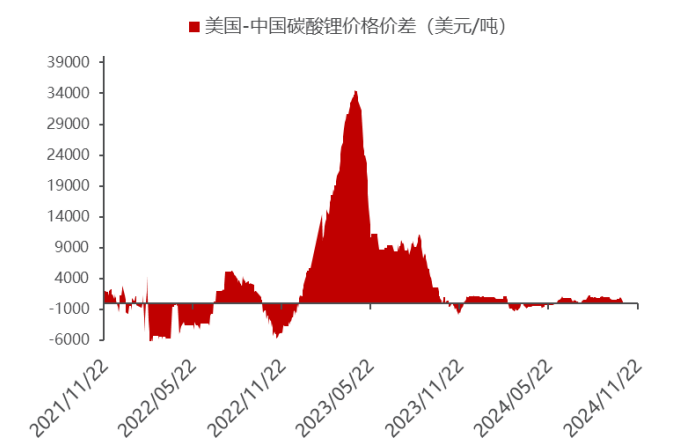
氢氧化锂：本周（11/18-11/22）本周，氢氧化锂价格同比上周有所抬升。氢氧化锂价格此前已至较低点位，触及成本底线。叠加近期碳酸锂价格的回温刺激，大厂对当前价位挺价心态空前强烈，出货意愿较弱。部分厂家对前期签约的低价长协订单执行意愿较弱，甚至存在毁约意愿。从库存分布上来看，大部分库存集中于上游锂盐厂，上游话语权相对较强，迫使三元企业接受抬价接货，拉动近期市场价格。此外，近期碳酸锂和氢氧化锂价差不断拉大，在碳酸锂期货盘面的拉动下，企业碳化碳酸锂的动机增强，对氢氧化锂价格下限形成一定上抬，进一步压缩降价空间。因此，整体市场上氢氧化锂价格略有回温。正值年底供需双方谈判明年长协订单之际，双方对于长协折扣系数的制定出现较大分歧，整体或存上抬可能。

磷酸铁锂：本周（11/18-11/22）近期磷酸铁锂的价格主要跟随碳酸锂波动。但远期价格，尤其11月是临近年底谈单节点，磷酸铁锂企业涨价意愿明显偏强。因2024年全年绝大部分磷酸铁锂企业都处于亏损状态，2025年磷酸铁锂企业不想继续亏下去，但同时涨价预期的不确定性较大，不仅仅是上下游之间的博弈，同行之间也在博弈。11月磷酸铁锂的开工率较高，虽12月预期产量下滑，但出货量有计划增加。

钴酸锂：本周（11/18-11/22）本周钴酸锂价格延续跌幅。供应端，钴酸锂在头部企业排产下行的带动下，10月份整体产量减少，市场格局维持稳定。需求端，进入4季度后，终端需求减弱，数码产品库存消耗较慢，下游备货节奏放缓。4季度供需情况较3季度减弱，钴酸锂价格也在原料价格走弱的带动下弱势运行。

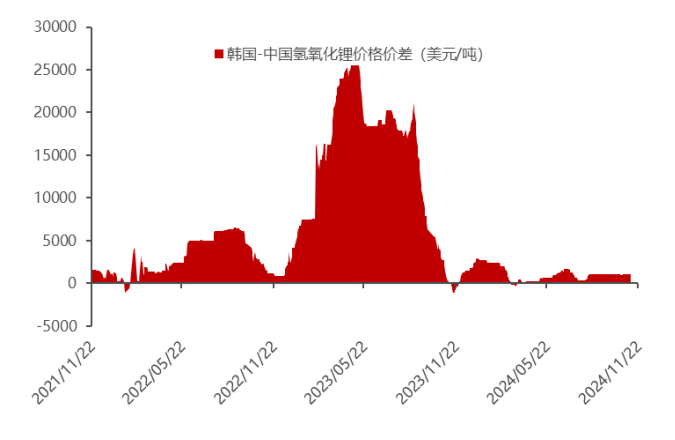
(2) 价差跟踪

图 41: 国内外碳酸锂价差



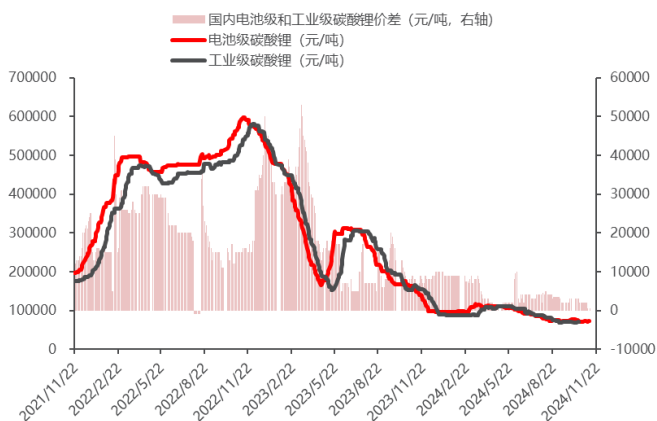
资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 42: 国内外氢氧化锂价差



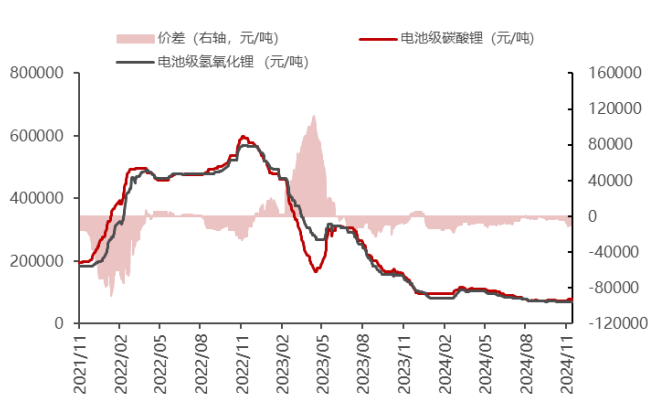
资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

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

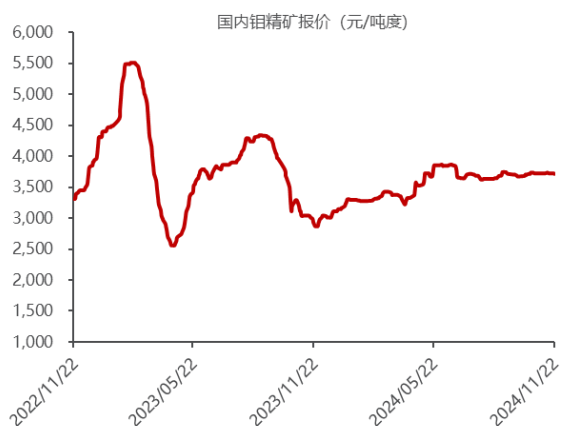
图 44: 国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差



资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

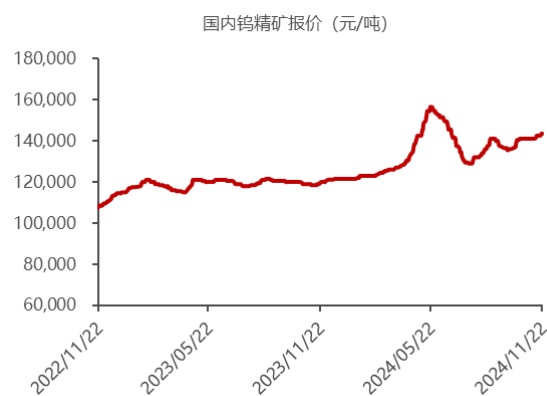
3.3 其他小金属

图 45: 国内钼精矿价格



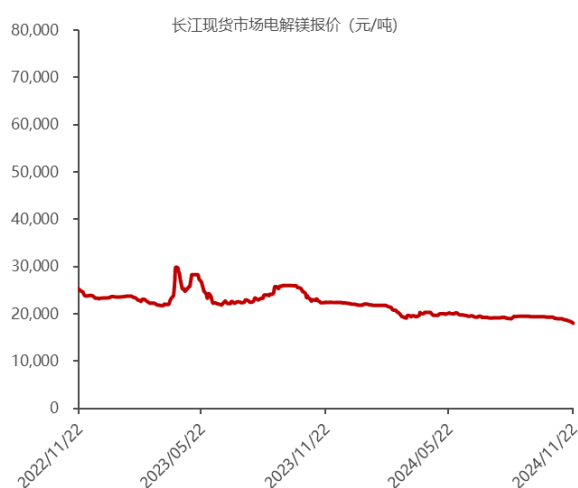
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 46: 国内钨精矿价格



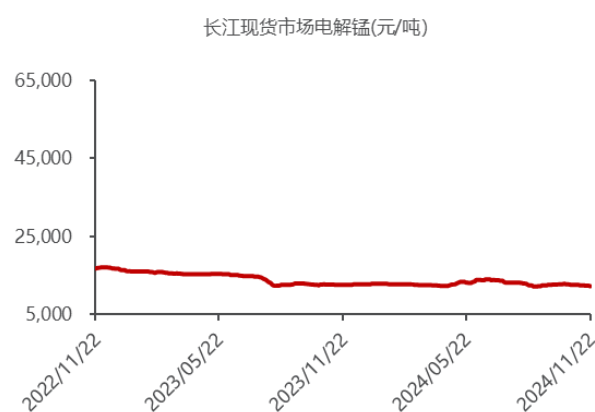
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

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



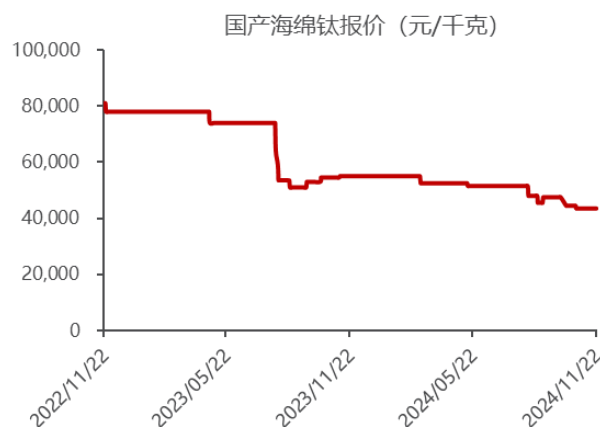
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 49: 长江现货市场锑锭价格



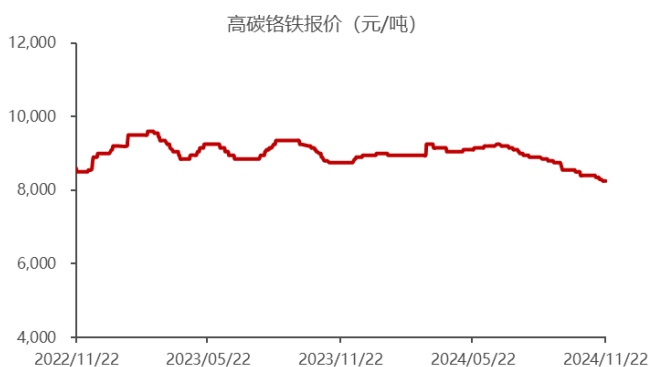
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

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



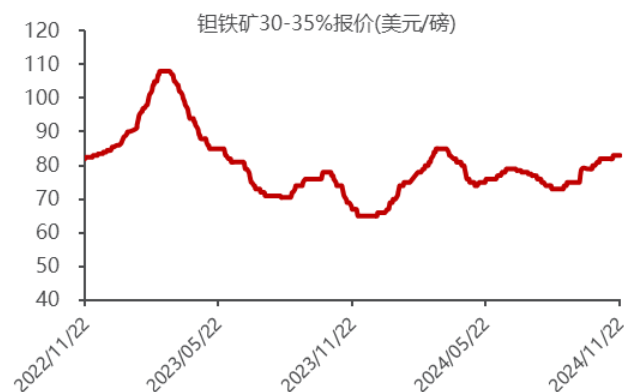
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 53: 国内精钢 99.99%价格



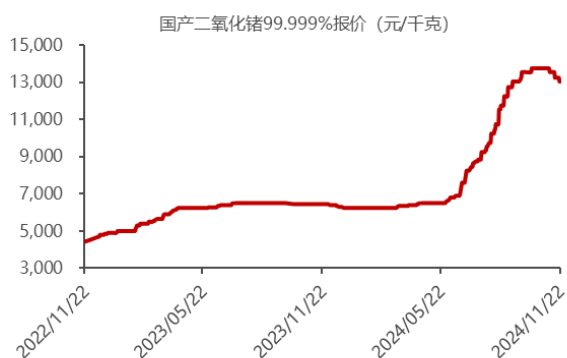
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 54: 钼铁矿 30%-35%价格



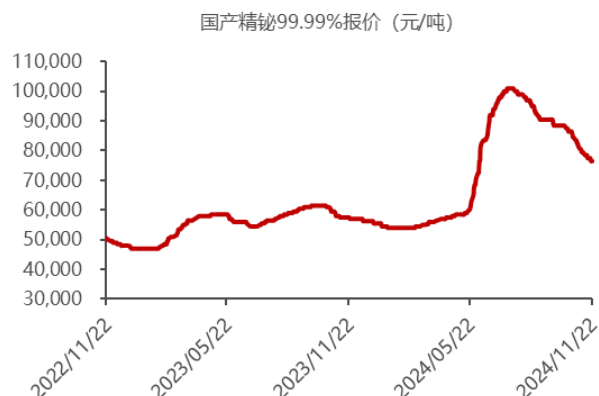
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 55: 国产氧化锆价格



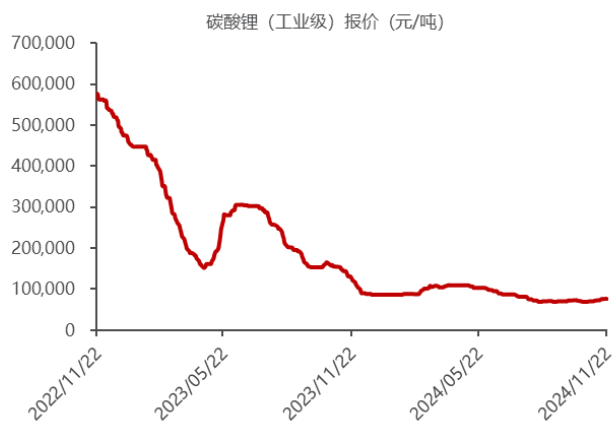
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 56: 国产精铋价格



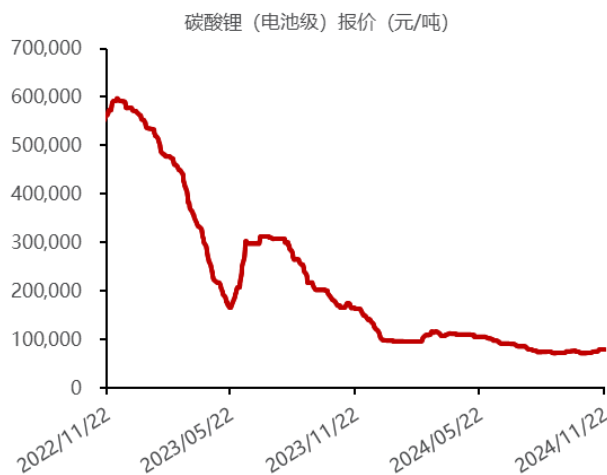
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

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

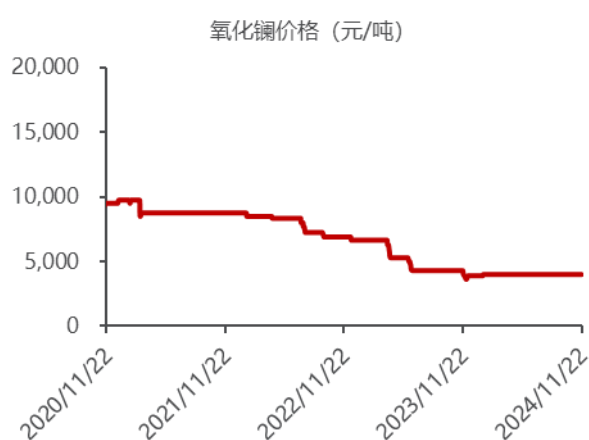


资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

4 稀土价格

稀土磁材：本周（11/18-11/22），本周，稀土价格整体走势疲软。受信息面因素影响，镨钕产品的价格出现大幅下滑，上游供应商主动报价不多，企业普遍持观望态度看待后市。另外，磁材企业的订单量依旧没有出现大幅增长，企业后市预期不足。但也有磁材企业预测，随着12月春节前的备货季临近，下游需求可能会小幅增加。而随着需求支撑逐渐加强，SMM预计，稀土价格可能会迎来上升趋势。

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 (11/18-11/22)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (11/18-11/22)	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 11 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 (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	12
图 22: 上海期交所同 LME 当月期铅价格	15
图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)	15
图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格	15
图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)	15
图 26: 上海期交所同 LME 当月期镍价格	15
图 27: 全球主要交易所镍库存 (万吨)	15
图 28: 各国央行的资产总额情况	16
图 29: 美联储资产负债表资产	17
图 30: Comex 黄金与实际利率	17
图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)	17
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)	17
图 33: 美国国债收益率 (%)	18
图 34: 金银比	18
图 35: COMEX 黄金期货结算价 (美元/盎司)	18
图 36: COMEX 白银期货结算价 (美元/盎司)	18
图 37: MB 钴美元及折合人民币价格	20
图 38: 海内外钴价及价差	20
图 39: 硫酸钴和四氧化三钴价差	20
图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差	20
图 41: 国内外碳酸锂价差	22
图 42: 国内外氢氧化锂价差	22
图 43: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差	22
图 44: 国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差	22
图 45: 国内钼精矿价格	23
图 46: 国内钨精矿价格	23
图 47: 长江现货市场电解镁价格	23
图 48: 长江现货市场电解锰价格	23
图 49: 长江现货市场锑锭价格	24
图 50: 国产海绵钛价格	24
图 51: 国产高碳铬铁价格	24
图 52: 长江现货市场金属钴价格	24
图 53: 国内精钢 99.99% 价格	24
图 54: 钽铁矿 30%-35% 价格	24

图 55: 国产氧化锆价格	25
图 56: 国产精铋价格.....	25
图 57: 碳酸锂（工业级）价格.....	25
图 58: 碳酸锂（电池级）价格.....	25
图 59: 氧化镧价格.....	26
图 60: 氧化铈价格.....	26
图 61: 氧化镨价格.....	26
图 62: 氧化钕价格.....	26
图 63: 氧化镝价格.....	27
图 64: 氧化铽价格.....	27

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.....	20

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
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

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

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

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

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

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

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

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

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

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