

有色金属脉动跟踪：矿业并购时代，交易方式如何选择？

报告要点

专题探讨：矿业并购时代，交易方式如何选择？

在当前全球经济格局和能源结构转型的大背景下，矿业并购正面临前所未有的机遇与挑战。我国矿业企业走出去是大势所趋，并购则是最快最有效的路径，**矿业并购实践中，有股权收购和项目收购两种交易模式**。股权收购和项目收购各有优缺点，股权收购可以快速获得目标公司的全部资产和业务，包括其矿产资源、市场份额和管理团队，但缺点明显，股权收购方将承担目标公司的所有债务和潜在责任，未知风险较大，有时还可能面临反垄断审查。项目收购可以精确获取目标公司的特定资源，风险相对较低，可以避免承担目标公司的债务和潜在的法律问题，但项目收购交易成本较高。从全球铜矿和锂矿并购历史来看，项目并购占据主导地位，而历数国内外矿业公司发展，真正实现跨越式发展几乎都源于矿业并购，并购行为发生的越早，公司的成长周期越短，**国内外矿业巨头均有标志性并购事件，国外以公司收购为主，国内多项目收购。**

主要观点更新：

贵金属：降息预期降温，金价周内整体承压。

铜：静待需求拐点到来。

铝：氧化铝延续涨势，电解铝亏损至700元/吨以上，铝价中枢长期抬升。

铅锌：加工费仍在亏损，锌锭产量持续下行，锌价震荡修复。

锡：供给继续恢复需求不及预期，锡价继续承压。

镍：镍矿溢价回落，镍价表现弱势。

钨：钨市场价格横盘僵持，采购商按需议价。

铋：内外价差有所修复，光伏需求或触底。

钼：年末钢招需求小幅走强，钼价保持稳定。

稀土：四重因素看好稀土产业链价值回归。

钛：钛材市场需求稳定，海绵钛利润仍然承压。

金属价格涨跌：

贵金属周度涨跌幅：COMEX黄金(-0.7%)，COMEX银(-2.0%)，LME铂(0.3%)，LME钯(-3.5%)

工业金属周度涨跌幅：LME铜(-1.2%)，LME铝(-2.8%)，LME铅(-1.6%)，LME锌(-3.8%)，LME镍(-3.2%)，LME锡(-1.3%)

战略小金属周度涨跌幅：碳酸锂(-1%)，钨精矿(0%)，钴(-1%)，铋(+0%)，氧化镨钕(-2.8%)，氧化钽(-5.6%)，氧化铽(-2.3%)，氧化镱(-6.8%)

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：2024.12.24

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：021-61102510v

✉：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

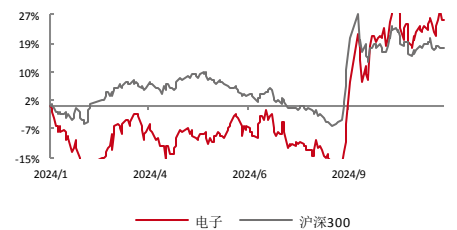
登记编码：S0950524100001

☎：021-61102510

✉：zengjh1@wkzq.com.cn

行业表现

2024/12/24



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《中资矿企风险勘查之路：破局与寻向》(2024/12/23)
- 《有色金属脉动跟踪：仍需关注降息预期+“特朗普交易”》(2024/12/19)
- 《中国优势金属，谁主沉浮？》(2024/12/12)
- 《卫星相关的锗产业空间有多大？》(2024/12/10)
- 《有色金属脉动跟踪：并购与勘探，谁是矿业公司资源增长的主力军？》(2024/12/5)
- 《有色金属脉动跟踪：地缘冲突升级，金价走强》(2024/12/2)

内容目录

第一部分专题探讨：矿业并购时代，交易方式如何选择？	4
1、矿业并购有股权收购和项目收购两种方式	4
2、股权收购和项目收购各有优劣	4
3、全球主要矿种交易以项目收购为主	5
4、海外矿业巨头多公司收购，国内矿业公司以项目收购为主	6
第二部分：观点更新（2024年12月16日-12月20日）	7
1、贵金属：降息预期降温，金价周内整体承压	7
2、工业金属	7
1) 铜：静待需求拐点到来	7
2) 铝：氧化铝延续涨势，电解铝亏损至700元/吨以上，铝价中枢长期抬升	7
3) 铅锌：铅锌价格震荡，矿锭矛盾延续，加工费持续低位	8
4) 锡：供给继续恢复需求不及预期，锡价继续承压	8
5) 镍：镍价创2021年以来新低，阶段性底部或已现	8
3、战略小金属	8
1) 钨：钨市场价格横盘僵持，采购商按需议价	8
2) 锑：欧盟RoHS放弃限制四溴双酚A，利好锑消费	9
3) 钼：年末钢招需求小幅走强，钼价保持稳定	9
4) 稀土：四重因素看好稀土产业链价值回归	9
5) 钛：钛材市场需求稳定，海绵钛利润仍然承压	10
第三部分：宏观趋势及行业动态（2024年12月16日-12月20日）	10
1、宏观趋势	10
2、行业动态	12
第四部分：金属价格及板块行情（2024年12月16日-12月20日）	12
1、贵金属	12
2、工业金属	13
3、战略小金属	15
风险提示	17

图表目录

图表 1：股权收购和项目收购的差异	4
图表 2：股权收购和项目收购各有优劣	5
图表 3：全球铜矿并购中项目并购较多（单位：个）	5
图表 4：全球锂矿并购中项目并购较多（单位：个）	6
图表 5：国外矿业巨头标志性并购	6
图表 6：国内矿业公司标志性并购	7
图表 7：全球 PMI 走低	11
图表 8：美国 GDP 仍然相对强势	11
图表 9：通胀水平回归合理区间	11

图表 10: 美国流动性有所提升.....	11
图表 11: 中国 PMI 重回荣枯线以上	11
图表 12: 中国固定资产投资低位震荡.....	11
图表 13: 地产依旧疲软.....	12
图表 14: 汽车持续修复, 家电略有回落.....	12
图表 15: 贵金属价格及涨跌幅.....	13
图表 16: 黄金价格.....	13
图表 17: 白银价格.....	13
图表 18: 钨价格.....	13
图表 19: 铂价格.....	13
图表 20: 工业金属价格及涨跌幅.....	14
图表 21: 铜价及库存.....	14
图表 22: 铝价及库存.....	14
图表 23: 铅价及库存.....	14
图表 24: 锌价及库存.....	14
图表 25: 锡价及库存.....	14
图表 26: 镍价及库存.....	14
图表 27: 稀有小金属价格及涨跌幅.....	15
图表 28: 稀土价格及涨跌幅.....	15
图表 29: 指数变化.....	16
图表 30: 估值变化.....	16
图表 31: 有色金属板块涨跌幅.....	16
图表 32: 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：矿业并购时代，交易方式如何选择？

在当前全球经济格局和能源结构转型的大背景下，矿业并购正面临前所未有的机遇与挑战。从一带一路、国内国际双循环等国家战略以及矿产资源的全球布局来看，矿业企业走出去是大势所趋，并购则是最快最有效的路径。矿业并购实践中，有股权收购和项目收购两种交易模式。在并购过程中，根据具体情况选择合适的交易模式，才能够实现利益、效率的最大化，达到并购目的。

1、矿业并购有股权收购和项目收购两种方式

矿业并购有股权收购和项目收购两种方式。股权收购和项目收购是矿业并购中主要采用的两种方式，股权收购和项目收购在交易主体、收购标的、方式选择、税务负担等各方面均有很大区别。其中股权收购的标的是公司股东的股权，而项目收购的标的是经过筛选的特定项目或持有该项目的公司。

图表 1：股权收购和项目收购的差异

	股权收购	项目收购
收购标的	目标公司股东的股权，部分股权或全部股权	目标公司资产的所有权，收购的资产可以是目标公司的全部资产，或经筛选的特定项目
收购价格	影响股权收购价格的因素有很多，包括目标公司的资产价值、债权债务数额及或有负债、公司发展等	一般取决于项目的市场价值
交易实质	股权转让或对目标公司增资，通过收购行为成为目标公司股东，并获得了在目标公司的股东权益，但不改变目标公司的资立	项目的买卖行为，涉及买卖双方主体的合同权利和义务
税务负担	主要涉及缴纳所得税和印花税，通常情况下，税务负担通常比资产收购低	除所得税及印花税外，项目转让收购还会发生流转税，如果涉及不动产转让的，出让方需缴纳土地增值税、增值税，受让方需缴纳契税，整体税负较重
交易效果	股权收购或将影响整个股权架构，对所有股东产生影响	项目收购不能免除交易标的物上的他项物权，即收购的资产原来设定了担保，跟随资产所有权的移转而转移，且需得到他项权利人的同意

资料来源：投行法库，五矿证券研究所

2、股权收购和项目收购各有优劣

股权收购和项目收购各有优缺点，需要根据实际情况选择使用。股权收购可以快速获得目标公司的全部资产和业务，包括其矿产资源、市场份额和管理团队，但缺点明显，股权收购方将承担目标公司的所有债务和潜在责任，未知风险较大。股权并购通常需要获得目标公司股东的同意，有时还可能面临反垄断审查。项目收购可以精确获取目标公司的特定资源，风险相对较低，可以避免承担目标公司的债务和潜在的法律问题，但项目收购交易成本较高。

图表 2：股权收购和项目收购各有优劣

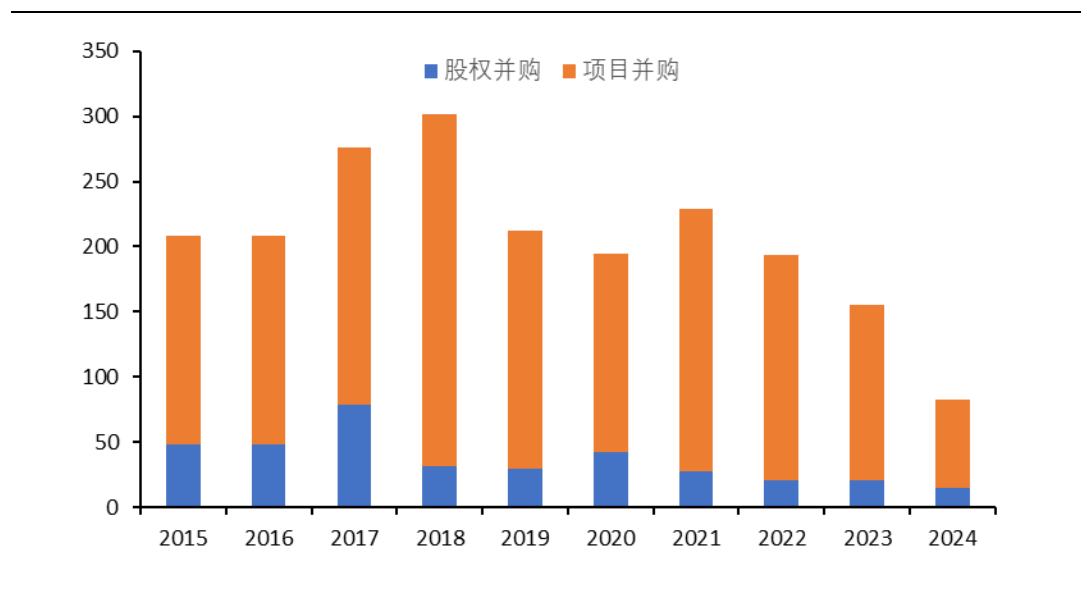
	优势	劣势
项目收购	<ol style="list-style-type: none"> 1.没有股东优先购买权限制 2.能够隔离目标公司或有负债 3.重点调查的信息相对较少 4.整合难度较低 	<ol style="list-style-type: none"> 1.税负成本较高 2.收购后过渡期经营风险较大 3.收购手续繁冗
股权收购	<ol style="list-style-type: none"> 1.以工商股权变更登记为主，手续简单 2.经营过渡期较短 3.税负较低 	<ol style="list-style-type: none"> 1.或然风险较大 2.整合难度大 3.收购程序复杂

资料来源：投行法库，五矿证券研究所

3、全球主要矿种交易以项目收购为主

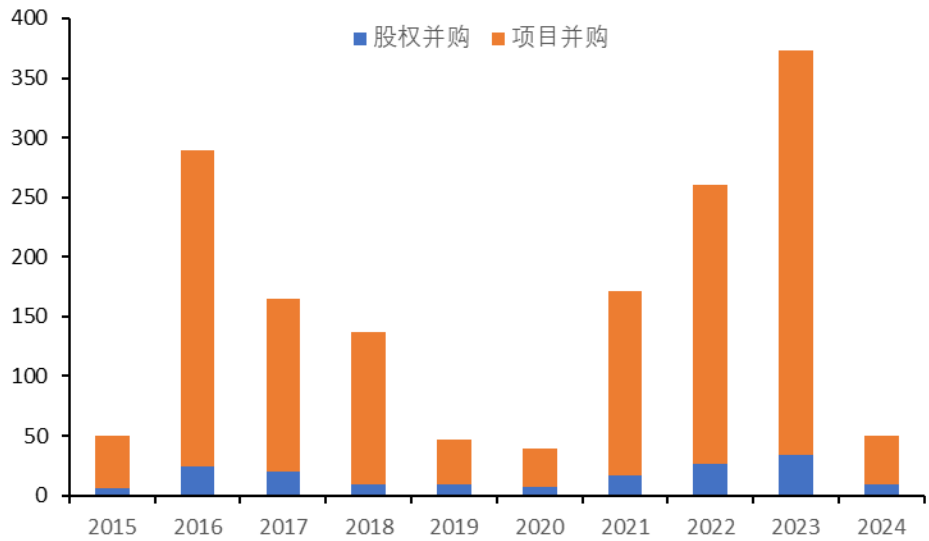
全球铜矿和锂矿并购历史中以项目收购为主。历数全球铜矿并购历史来看，2019年以前每年全球铜矿并购事件保持在200个以上，2021年全球铜矿并购事件数量有所反弹，之后全球铜矿并购事件每年逐步减少，从并购方式来看，全球铜矿并购以项目并购为主，每年数量占比均超过70%。从全球锂矿并购历史来看，并购数量受锂价影响呈现明显周期性波动，2023年全球共发生373个并购事件，创历史最高，2024年大幅回落，从并购方式来看，全球锂矿并购也以项目并购为主，每年数量占比均超过80%。

图表 3：全球铜矿并购中项目并购较多（单位：个）



资料来源：标普，五矿证券研究所

图表 4：全球锂矿并购中项目并购较多（单位：个）



资料来源：标普，五矿证券研究所

4、海外矿业巨头多公司收购，国内矿业公司以项目收购为主

国内外矿业巨头均有标志性并购事件，国外以公司收购为主，国内多项目收购。历数国内外矿业公司发展，真正实现跨越式发展几乎都源于矿业并购，并购行为发生的越早，公司的成长周期越短，海外矿业公司多公司收购，例如必和必拓真正完成蜕变源于 2001 年 BHP 与 Billiton 两大矿业巨头合并，合并后的必和必拓牢牢占据了全球矿业的头把交椅。最近十几年，我国大型矿业公司开始在全球矿业并购市场中取得突破，中国五矿、中铝集团、紫金矿业、洛阳钼业等大型矿业公司通过矿业并购，逐渐走上跨国矿业公司的道路，国内矿业公司则以项目收购为主。

图表 5：国外矿业巨头标志性并购

公司	标志性并购
必和必拓	2001年BHP与Bitlltion合并
力拓	1989 年收购美国石油公司工业矿物业务
淡水河谷	2006 年收购加拿大国际镍业公司
嘉能可	2013年收购斯特拉塔矿业公司
英美资源	1999年南非英美公司和Minorco公司合并
巴里克黄金	2018年并购南非兰德金矿公司
纽蒙特矿业	2019年并购加拿大黄金公司
自由港麦克莫兰	2007年并购美国菲尔普斯·道奇公司
南方铜业	2005年收购墨西哥铜矿公司
第一量子	2013年收购因梅特矿业公司

资料来源：韩见，夏鹏等《全球矿业并购市场特点及前景展望》，五矿证券研究所

图表 6: 国内矿业公司标志性并购

公司	标志性并购
中国五矿	2009年收购澳大利亚 OZ公司, 2014年收购秘鲁拉斯邦巴斯铜矿项目
中铝集团	2007年收购秘鲁特罗莫克铜矿, 2008年收购力拓公司股份
紫金矿业	2015年收购卡莫阿卡铜矿项目, 2019年完全收购 Timok 铜金矿
洛阳钼业	2016年收购刚果 Tenke铜钴矿, 同年收购巴西铌磷项目
山东黄金	2017年收购阿根廷贝拉德罗金矿
天齐锂业	2014年收购泰利森锂业, 2018年收购SQM
兖矿集团	2017年收购澳大利亚联合煤炭公司
赢联盟	2020年收购西芒杜铁矿项目1号矿区和2号矿区

资料来源: 韩见, 夏鹏等《全球矿业并购市场特点及前景展望》, 五矿证券研究所

第二部分: 观点更新 (2024年12月16日-12月20日)

1、贵金属: 降息预期降温, 金价周内整体承压

本周, 12月份美联储如期降息, 鲍威尔发言整体偏鹰, 金价承压; 周五晚美国公布11月PCE数据, 11月PCE物价指数年率录得2.40%, 低于预期的2.50%, 市场对于美联储继续降息的预期回温, 周五夜盘金价反弹。短期黄金价格可能受到地缘冲突和降息预期的影响; 中期来看, 特朗普对黄金的价格有利有弊, 后续仍需关注特朗普政策的交易节奏和顺序等问题; 从长期来看, 受到地缘政治、央行购金等因素影响, 黄金仍具备中长期配置价值。

2、工业金属

1) 铜: 静待需求拐点到来

宏观方面, 随着中国中央政治局会议和中央经济工作会议陆续召开, 2025年定调“更加积极”的财政政策和“适度宽松”的货币政策, 更是近14年来首次定调“适度宽松”的货币政策, 加强超常规逆周期调节, 2025年定调更积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 扩大内需也成为年度重点任务, 国内宏观预期好转。基本面方面, 本周铜价震荡走弱, 线缆客户需求出现季节性疲软, 精铜杆消费临近年末维持刚需采购, 库存方面, 海外库存小幅去库, 国内库存连续9周去库。本周中国TC现货价格为8.32美元/吨, 和上周环比下降1.28美元/吨, 反应铜精矿仍然紧张的局势。

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: 氧化铝延续涨势, 电解铝亏损至700元/吨以上, 铝价中枢长期抬升

氧化铝延续涨势, 电解铝亏损至700元/吨以上, 绿电铝可能带来盈利分化。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5700元/吨。需求端, 国内系列政策出台但传导到直接铝材消费仍需时间, 电解铝库存维持高位, 年初至今增幅超过120%。目前, 国内电解铝产能利用率仍在95%以上, 到2025年预计国内运行产能几乎接近产能瓶颈。我们判断, 铝价中枢有望提升至2万元/吨以上水平, 2024年Q4以来中国电解铝加权平均完全成本(含税)19824元/吨, 平均电价约0.4元/度。氧化铝价格超预期上行叠加需求不及预期, 行业平均亏损超过700元/吨。

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：铅锌价格震荡，矿锭矛盾延续，加工费持续低位

铅锌价格震荡，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 Ozernoye 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，国内加工费小幅修复，进口加工费仍在负数，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，矿锭矛盾仍在延续。2024年1-10月国内精炼锌产量516.5万吨，同比下滑5%，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可能性较低。

4) 锡：供给继续恢复需求不及预期，锡价继续承压

供给继续恢复需求不及预期，锡价继续承压。宏观方面，国内政治局会议及经济会议接连召开，逆周期政策调节力度有望加大，美联储12月如期降息，但整体表态偏鹰派，美元走势较强。供给方面，缅甸佤邦工矿局通知办理探矿、采矿许可证，复产时间临近，随着印尼RKAB审批结束PT Timah产量超预期，印尼出口持续恢复，非洲阿尔法明新增产能持续释放，据上海有色网数据，2024年11月，我国精炼锡产量环比微增1.1%，同比上升9.1%。需求方面，国内消费补贴刺激下消费电子需求表现较好，光伏需求偏弱。价格方面：本周，SHFE锡价收于24.26万元/吨，环比下跌2.52%，LME锡收于28660美元/吨，环比-1.26%库存方面，国内再度去库，本周国内库存-400至7805吨，LME库存+100至4760吨。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，非洲锡矿增量弥补缅甸供给短缺量，需求表现一般，短期锡价继续承压，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：镍价创2021年以来新低，阶段性底部或已现

本周宏观共振，周中镍价最低逼近1.5万美元/吨，创2021年以来新低。1) 镍矿方面，2025年1月印尼内贸红土镍矿月度基准价格继续小幅下滑，环比12月下滑约1.03%，周内镍矿升水维持15-16美元/湿吨。2) 镍铁方面，NPI成交价格继续下降至943.4元/镍（-3元/镍），较电镍贴水收缩至298元/镍，不锈钢消费偏弱，镍铁价格难挺，国内冶炼厂持续亏损，镍铁维持供需爽弱局面。3) 纯镍方面，随镍价下跌，海内外均呈现曲库，LME纯镍库存下降3,072吨达到16.1万吨，马来西亚去库3,378吨，新加坡累库1,896吨，其他区域韩国和台湾均有去库，LME现货贴水220.9美元/吨；SMM国内社会库存4.2万吨，环比上周小幅下降236吨。

镍价再逼近成本线支撑，下方空间有限，另外国内现货有收紧迹象，纯镍升水走高，短期有触底反弹的动力。另外，近期印尼关于镍矿的政策再次导致镍价波动，可以看出核心问题仍在于印尼矿山情况，全球镍原料供应集中导致风险增加，镍行业或迎来阶段性底部，关注拥有资源布局的企业。

3、战略小金属

1) 钨：钨市场价格横盘僵持，采购商按需议价

上周钨市场呈横盘走势，供应链紧张悲观的需求预期导致僵持行情。截至12月20日，65%

黑钨精矿市场报价 14.25 万元/吨，65%白钨精矿 14.05 万元/吨，钨精矿价格横盘，受需求偏弱及市场获利了结影响，让利意愿仍低；仲钨酸铵价格为 21.05 万元/吨，跟随钨矿小幅下调，需求面反馈一般；钨粉价格 315 元/千克，碳化钨粉价格 310 元/千克，合金端反馈需求不足的现状，上游成本端支撑为主；70 钨铁为 21.3 万元/吨，钢厂刚需消费维持，受钨原料挺市影响，价格随行就市。

宏观层面，地缘政治冲突扩大化预期缓解及中美贸易战下关税壁垒强化等因素仍影响市场预期。12月11日，美国贸易代表办公室发布声明。美国将从2025年1月1日开始，根据《301条款》提高对从中国进口的特定钨产品、硅片以及多晶硅的关税。涉及三种钨产品：8101.94.00（钨（包括仅通过烧结获得的棒））；8101.99.10（钨棒（仅通过烧结获得的型材）、板材、板带、条带和箔）；8101.99.80（钨制品）。工业方面，制造业 PMI 回升支撑原材料价格，但工业制成品出厂价格、利润空间承压，采购备货意愿不高，维持刚需议价补货。

2) 铟：欧盟 RoHS 放弃限制四溴双酚 A，利好铟消费

本周国外铟锭价格继续上行，2#铟锭报价 4-4.15 万美元/公吨；国内价格再次回落，1#铟锭出厂价格 14.2-14.5 万元/吨，内外价差继续扩大。市场表现方面，市场成交冷清，11 月氧化铟出口环比增加，但恢复不及预期，叠加年底部分大厂清库存和冲业绩导致价格承压。

短期，氧化铟出口恢复，但铟品整体仍表现维供需双弱局面，内外价差仍是原料进口商和冶炼厂主要关注的问题，高成本原料预计对铟价拥有成本支撑。消息面上看，欧盟 RoHS 放弃限制四溴双酚 A，对氧化铟在电子产品阻燃剂方面的使用有利好。中长期，铟受逆全球化影响较大，区域性价格错配或导致海外冶炼厂产能增加，原料流向变化并不影响全球供需，关注矿端增量，继续看好长期战略金属铟价格。

3) 钼：年末钢招需求小幅走强，钼价保持稳定

年末钢招需求小幅走强，钼价保持稳定。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 11 月全国钼精矿总产量 27236 吨，环比增长 3.3%，同比增长 9.3%；2024 年 1-11 月全国钼精矿累计产量 283473 吨，同比增长 8.8%。2024 年 11 月全国钼铁总产量 18350 吨，环比减少 4.5%，同比减少 10.6%；2024 年 1-11 月全国钼铁累计产量 194200 吨，同比增长 3.9%。需求方面，据钨钼云商统计，钢招需求继续释放，目前宝钢、太钢正在招标中，截至 12 月 20 日，钼铁钢招量 9500 余吨，整月有望突破万吨。钼精矿市场近期主要围绕在 3600 元左右展开成交，钼铁散货市场主流报价保持在 23 万元以上。

短期看，年末钼需求维持稳定，短期价格承压，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：四重因素看好稀土产业链价值回归

本周氧化镨钕价格、镓、铽价格回落，12 月北方稀土月挂牌价持平，供给总量、政策落地、地缘战略、进口扰动，四重因素看好稀土产业链价值回归。

1) 总量控制增速温和，结构集中：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较轻稀土达到 76%。

2) 政策落地：6 月《稀有金属管理条例》的出台，10 月 1 日正式实施。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。

3) 进口扰动：缅甸进口扰动再现，中长期始终反应离子型矿供应链脆弱。缅甸目前已经成为除中国（21 万吨）、美国（4.3 万吨）外，全球第三大稀土矿产地，2023 年稀土矿产量 3.8

万吨，占比全球约 11%，基本进口到中国进行冶炼加工。2024 年 1-8 月进口混合碳酸稀土大幅回落至 3798 吨，同比下滑 63%；2024 年 1-9 月进口未列名稀土氧化物 4.1 万吨，其中缅甸进口占比约为 3/4。10 月下旬以来，缅甸克钦邦战乱扰动再度带来中重稀土原料进口大幅扰动，考虑当前中下游库存结构，如果持续两个月以上，可能带来价格的超预期上涨。

4) 海外稀土产业链逐步建立，稀土作为中国“产业控制”战略地位将更加值得重视。2019 年以来，美国致力于建设“不依赖中国”的稀土供应链，在 2020 年为重启稀土产业提供了 2.09 亿美元资金，并为美澳企业合作提供了极大的便利。在美国（MP）、澳大利亚（lynas）、加拿大（Ucore）、马来西亚（lynas 冶炼厂）等国建立起了从采矿到冶炼分离、金属和合金、下游钕铁硼等稀土功能材料的产业链，澳大利亚企业也试图打造更加完整的稀土产业链。尽管部分环节规模效应还不及预期，但中长期来看，稀土产业链作为中国“产业控制”的战略地位将更加值得重视。

5) 钛：钛材市场需求稳定，海绵钛利润仍然承压

上周钛矿市场价格运行弱稳。截止 12 月 20 日，钛精矿市场价（TiO₂>47%）2150 元/吨，钛中矿（38-40%TiO₂）1400 元/吨，由于厂商看空后市，多降价稳量销售，钛矿价格持续微跌。莫桑比克钛矿（46% TiO₂）价格 2350 元/吨，澳大利亚矿价格（50-54% TiO₂）2650-2700 元/吨。根据钢联数据，11 月钛精矿产量 64.5 万吨，环比+5.7%，同比+11.8%，而钛精矿价格小幅下调，钛矿原料呈需求弱勢。

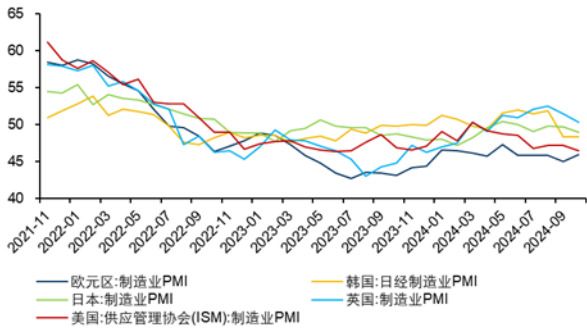
钛金属市场暂维稳运行，海绵钛价格小幅回升。2024 年 5 月以来海绵钛价格持续下跌，部分企业去库操作使得市场供应量有减少，为价格提供了支撑作用，但企业利润空间仍然承压。根据钢联数据，11 月海绵钛产量 2.09 吨，同比+22%，环比-2.7%。截至 12 月 20 日，0 级海绵钛成交价 4.65 万元，1 级海绵钛成交价 4.55 元/吨，价格月环比上涨约 7%。价格有所回升后，残料市场随之活跃，但下游销售态势偏弱，订单量减少，说明钛材厂商对涨价接受度较低。纯钛锭报价围绕在 4.9-5.1 万元/吨，TC4 钛锭报价 6.1 万元/吨，合金端价格需求和价格保持稳定。海绵钛价格低位维持有望在民用市场催化新的替代效应，其中钛无缝管市场销售热度增加，钛焊管需求因保温杯应用有所提升，管材价格保持在 11.5-12 万元/吨。

第三部分：宏观趋势及行业动态（2024 年 12 月 16 日-12 月 20 日）

1、宏观趋势

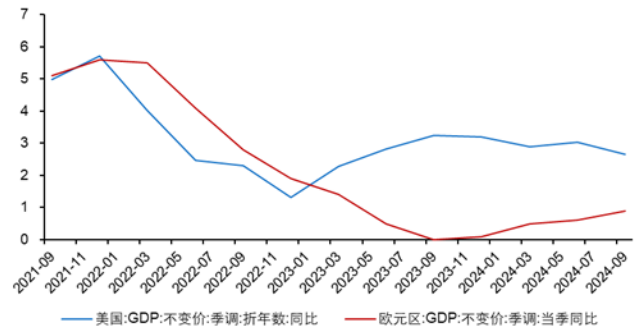
全球宏观趋势方面，11 月美国制造业 PMI 为 48.4，较上月环比增长，但仍低于 50 荣枯线；韩国 11 月制造业 PMI 为 50.6，较上月恢复明显，日本 11 月制造业 PMI 为 49，连续 4 个月低于景气荣枯点 50。11 月美国和欧洲 CPI 指数同比分别 2.7%、2.2%，通胀水平回归合理区间。

图表 7: 全球 PMI 走低



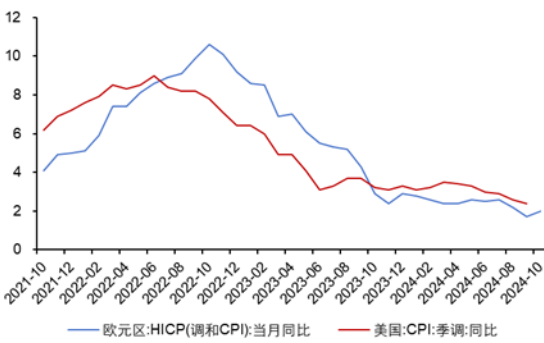
资料来源: 同花顺 iFinD, 五矿证券研究所

图表 8: 美国 GDP 仍然相对强势



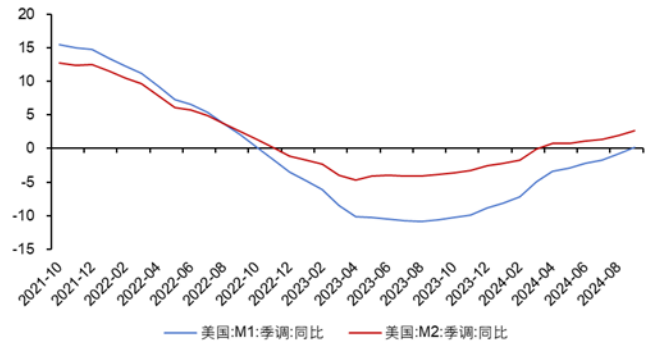
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 9: 通胀水平回归合理区间



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

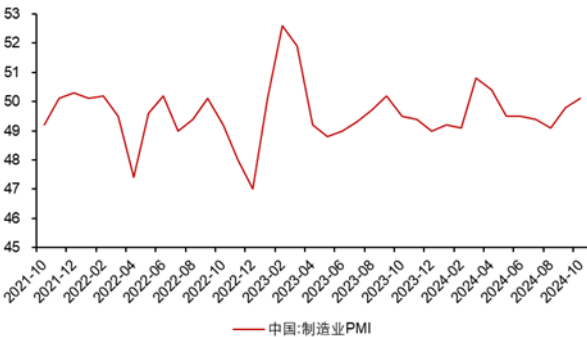
图表 10: 美国流动性有所提升



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

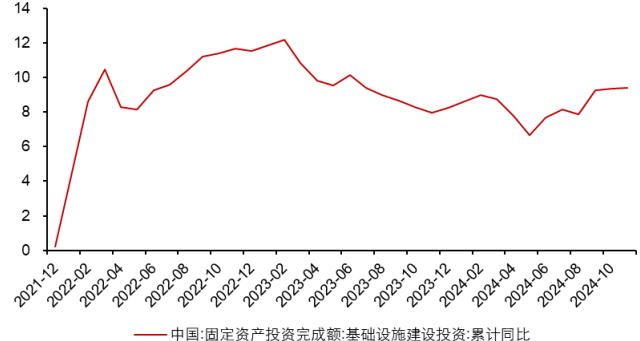
中国宏观趋势方面, 11 月制造业 PMI 为 50.3, 重回 50 枯荣线以上, 反弹超预期; 11 月固定资产投资低位震荡; 地产依然疲软, 房地产开发投资、新开工施工面积、销售面积和竣工面积的累计同比表现不佳; 汽车继续保持回暖态势, 家电略有回落, 汽车销售当月同比数据有相对积极变化。

图表 11: 中国 PMI 重回荣枯线以上



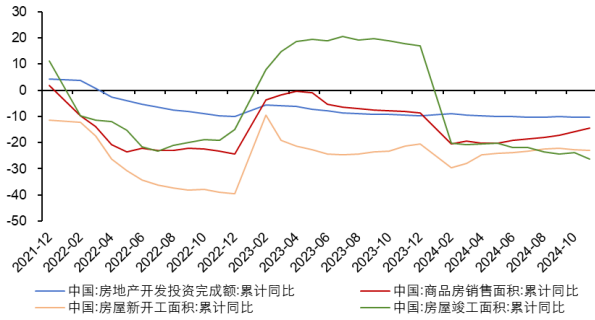
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 12: 中国固定资产投资低位震荡



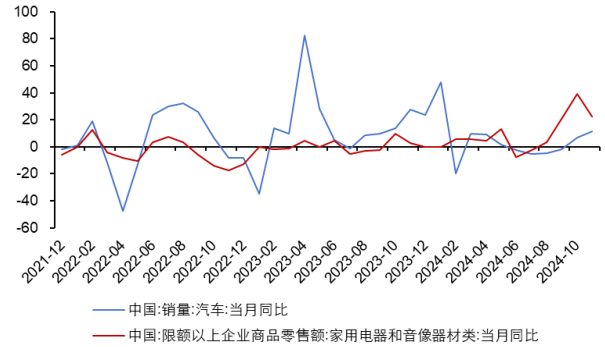
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 13: 地产依旧疲软



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 14: 汽车持续修复, 家电略有回落



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

2、行业动态

➤ 沙特从油田盐水中提取锂, 迈向新能源转型

据长江有色金属网, 12月17日沙特矿业事务部副部长宣布了一项重要进展: 沙特已成功从沙特阿美油田的盐水样本中提取出锂元素, 并计划迅速推进商业试点项目。这一举措标志着沙特在新能源转型道路上迈出了坚实的一步。该提取项目将由阿卜杜拉国王科技大学创立的初创公司 Lithium Infinity 主导, 并与沙特矿业公司 Ma'aden 及沙特阿美携手合作。这家初创公司利用在阿卜杜拉国王科技大学研发的新技术, 正加速推进锂的提取工作。长期以来, 沙特的经济一直高度依赖石油产业。然而, 在王储穆罕默德·本·萨勒曼的领导下, 沙特正积极寻找替代财富来源, 并斥资数十亿美元试图将自己打造成电动汽车的中心。此次从油田盐水中成功提取锂, 正是沙特新能源转型战略的重要一环。

➤ 铜陵有色米拉多铜矿计划暂停生产 15 天

据铜陵有色 12月17日公告, 公司收到控股子公司中铁建铜冠投资有限公司的报告, 米拉多铜矿计划于 2024 年 12 月 16 日 (厄瓜多尔时间) 起暂停生产 15 天。公告显示: 厄瓜多尔时间 2024 年 12 月 13 日, 厄瓜多尔国家电力调度中心召开 AV2 用户 (工业电力高压 2 类用户, 米拉多铜矿主要经营主体 ECSA 为其中之一) 紧急视频会议, 会议要求自 2024 年 12 月 16 日 00:00 (厄瓜多尔时间) 起, 所有 AV2 用户全面停产 15 天; ECSA 在会议上争取了最低 5MW 的电力负荷, 以保证废石筑坝作业、选矿设备检修、二期项目建设正常推进。ECSA 将与厄瓜多尔电力主管部门保持常态化沟通交流, 并继续采取节电措施, 争取早日复产。

第四部分: 金属价格及板块行情 (2024 年 12 月 16 日-12 月 20 日)

1、贵金属

截至 12 月 20 日, COMEX 金下跌 0.7% 至 2628.7 美元/盎司, 同比涨幅 29.5%; COMEX 银下跌 2.0% 至 30.6 美元/盎司, 同比涨幅 22.3%; LME 铂上涨 0.3% 至 930 美元/盎司, 同比下跌 3.5%; LME 钯下跌 4.6% 至 921 美元/盎司, 同比下跌 24.6%。

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	2628.7	-0.7%	0.0%	0.3%	29.5%
COMEX 银: 美元/盎司	30.6	-2.0%	0.0%	-0.2%	29.1%
LME 铂: 美元/盎司	930.0	0.3%	-4.1%	-5.9%	-3.5%
LME 钯: 美元/盎司	921.0	-4.6%	-10.6%	-13.7%	-24.6%
上海黄金期货合约: 元/克	613.4	-2.1%	0.6%	4.3%	28.9%
白银现货:Ag(T+D): 元/千克	7411.0	-4.5%	-4.5%	-1.3%	23.0%

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 16: 黄金价格



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 17: 白银价格



资料来源: Wind, 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

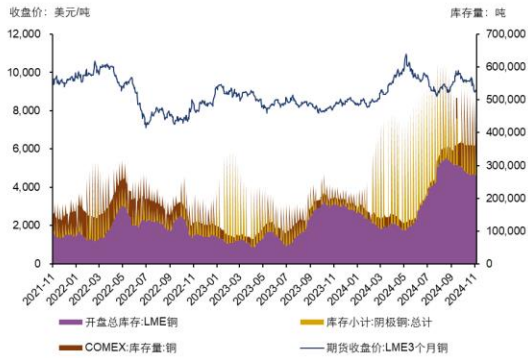
截至 2024 年 12 月 20 日, LME 铜下跌 1.2%至 8944 美元/吨, 同比涨幅 4.0%; LME 铝下跌 2.8%至 2542 美元/吨, 同比涨幅 13.2%; LME 铅下跌 1.6%至 1981 美元/吨, 同比跌幅 4.7%; LME 锌下跌 3.8%至 2973 美元/吨, 同比涨幅 15.7%; LME 镍下跌 3.2%至 15350 美元/吨, 同比跌幅 8.5%; LME 锡下跌 1.3%至 28660 美元/吨, 同比涨幅 13.9%。

图表 20: 工业金属价格及涨跌幅

价格及涨跌幅	最新价格 (美元/吨)	周涨跌幅	月涨跌幅	季度涨跌幅	同比涨跌幅
LME 铜	8944	-1.2%	-1.9%	-5.7%	4.0%
LME 铝	2542	-2.8%	-3.9%	2.3%	13.2%
LME 铅	1981	-1.6%	-1.2%	-3.0%	-4.7%
LME 锌	2973	-3.8%	0.2%	3.7%	15.7%
LME 镍	15350	-3.2%	-2.8%	-6.8%	-8.5%
LME 锡	28660	-1.3%	-0.6%	-10.9%	13.9%

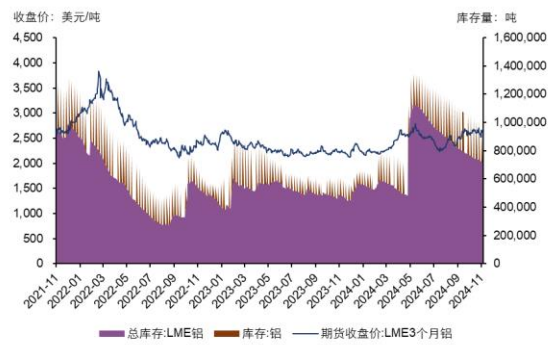
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 21: 铜价及库存



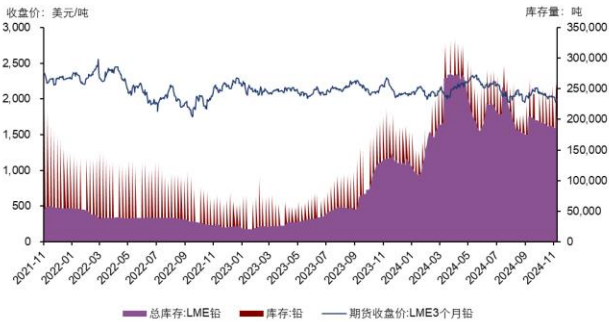
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 22: 铝价及库存



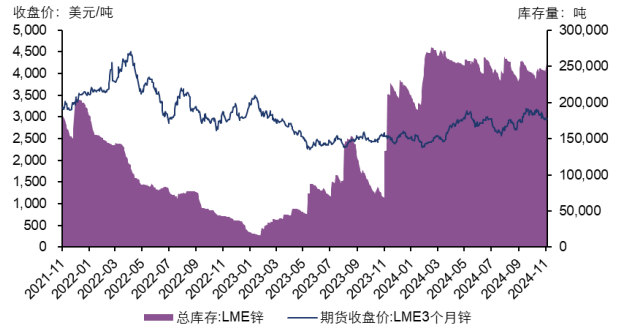
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 23: 铅价及库存



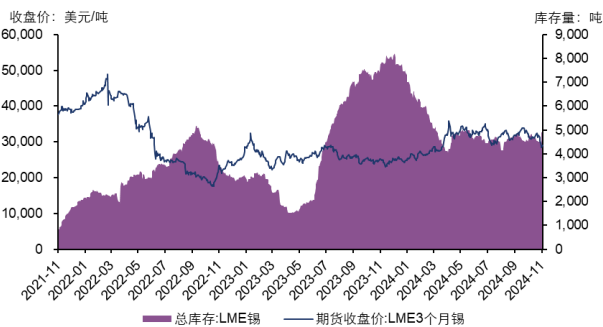
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 24: 锌价及库存



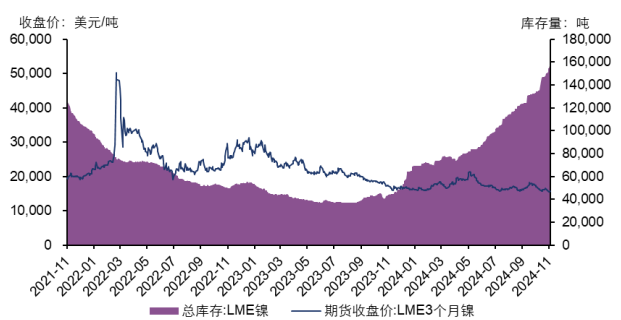
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 25: 锡价及库存



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 26: 镍价及库存



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

3、战略小金属

截至 2024 年 12 月 20 日，碳酸锂下跌 1.0% 至 75570 元/吨，同比跌幅 25.1%；钨精矿保持稳定，同比涨幅 16.5%；钴下跌 1% 至 173000 元/吨，同比跌幅 20%；锑价格稳定，同比涨幅 74%；镁锭价格稳定，同比跌幅 20%。

图表 27：稀有小金属价格及涨跌幅

价格及涨跌幅	最新价格	周涨跌幅	月涨跌幅	季度涨跌幅	同比涨跌幅
碳酸锂-国产：元/吨	75570	-1.0%	-4.5%	1.8%	-25.1%
海绵钛-国产：元/千克	46	7.1%	7.1%	5.8%	-9.9%
钨精矿-江西：元/吨	142500	0.0%	-1.0%	3.6%	16.5%
海绵锆-国产：元/千克	180	0.0%	0.0%	0.0%	-3.7%
钼-河南：元/吨度	3610	0.3%	-3.5%	-2.7%	13.3%
卖价:锆:Diox99.99%	2600	0%	8%	42%	136%
长江有色市场:平均价:钴:1#	173000	-1%	-3%	3%	-20%
长江 1#锑：元/吨	139970	0%	0%	-13%	74%
1#镁锭：元/吨	17860	0%	-4%	-9%	-20%

资料来源：Wind, 五矿证券研究所

氧化镨钕下跌 2.8% 至 396080 元/吨，同比跌幅 9.9%；氧化钪价格稳定，同比跌幅 5.6%；氧化铽下跌 2.3% 至 5510 元/千克，同比跌幅 29.5%；氧化镝下跌 6.8% 至 1510 元/千克，同比跌幅 43.9%；氧化铈价格稳定，同比无变化。

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	季度涨跌幅	同比涨跌幅
轻稀土氧化镨钕（元/吨）	396080	-2.8%	-2.7%	-6.8%	-9.9%
轻稀土氧化镧（元/吨）	4010	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%
轻稀土氧化铈（元/吨）	7730	5.7%	8.3%	8.3%	32.6%
重稀土氧化钇（元/吨）	41480	0.0%	0.0%	-1.2%	-5.6%
重稀土氧化钆（元/吨）	15040	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
重稀土氧化铽（元/千克）	5510	-2.3%	-4.0%	-6.6%	-29.5%
重稀土氧化铈（元/千克）	170	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
重稀土氧化镝（元/千克）	1510	-6.8%	-7.4%	-15.6%	-43.9%

资料来源：Wind, 五矿证券研究所

指数变化方面，截至 2024 年 12 月 20 日，上证指数收于 3368.07 点，周跌幅为 2.70 %；有色（申万）收于 4455.03 点，周跌幅为 6.08%。

估值变化方面，有色（申万）的 PE (TTM) 为 18.90，本周变动为-0.59；万得全 A 的 PE (TTM) 为 18.77，本周变动为-0.13。

图表 29：指数变化

2024/12/20	本周指数	周涨幅 (%)	月涨幅 (%)	年涨幅 (%)
上证指数	3,368.07	-2.70	0.66	14.86
有色(申万)	4,455.03	-6.08	-4.79	13.00

资料来源：Wind，五矿证券研究所

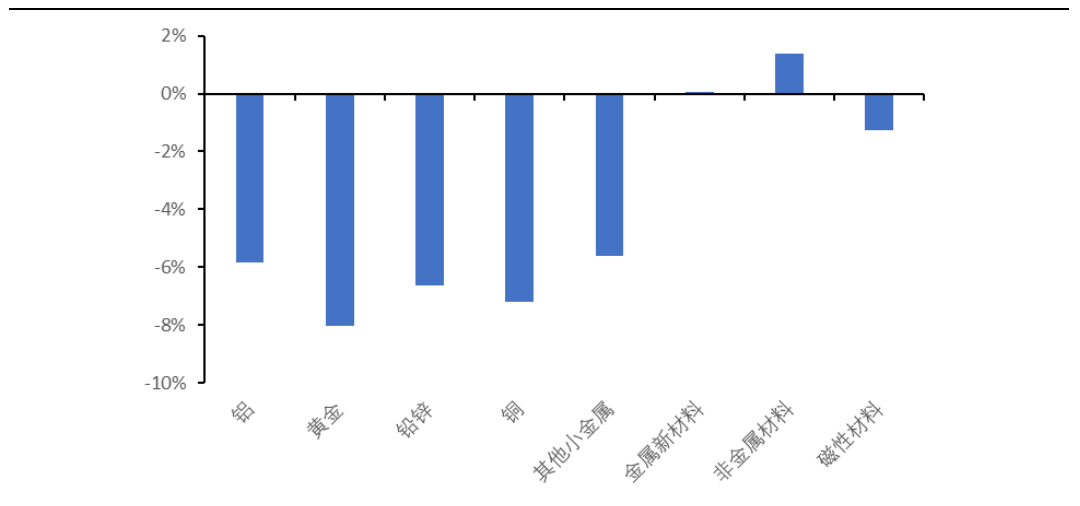
图表 301：估值变化

2024/12/20	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)	18.90	-0.59	-0.96	3.91	2.05	-0.07	-0.11	0.13
万得全 A	18.77	-0.13	0.08	2.55	1.60	-0.01	0.01	0.16

资料来源：Wind，五矿证券研究所

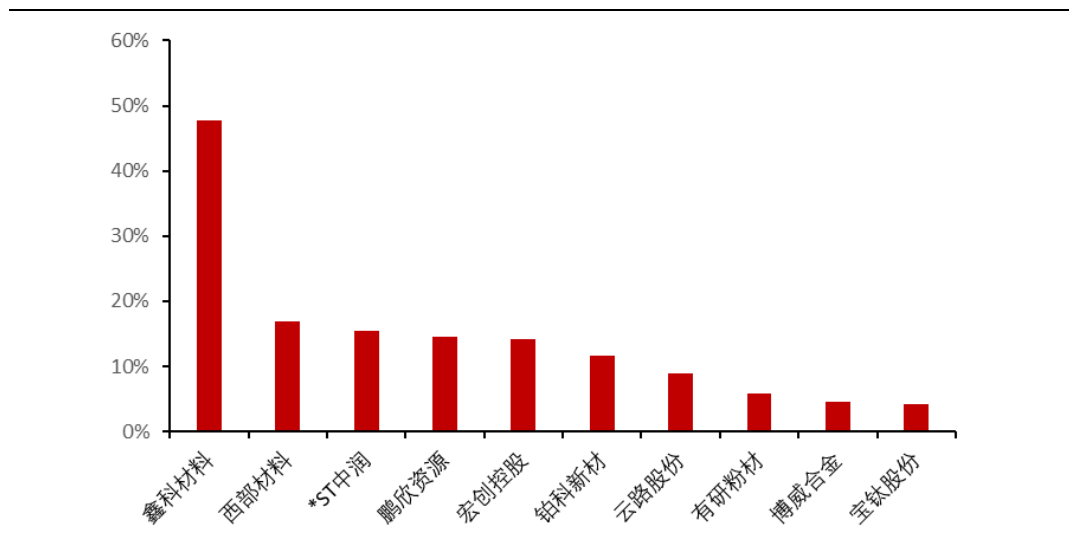
有色板块涨跌幅方面，上周有色板块以下跌为主，其中黄金板块跌幅最大，跌幅为 8.03%，铅锌跌幅 6.63%，非金属材料涨幅最大，涨幅为 1.37%。

图表 31：有色金属板块涨跌幅



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 32：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

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:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F 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

		Ratings	Definitions
The rating criteria of investment recommendations 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: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010