

➤ 本周 (11/25-11/29) ,上证综指上涨 1.81%，沪深 300 指数上涨 1.78%，SW 有色金属指数下跌 0.61%，贵金属 COMEX 黄金下跌 1.63%，COMEX 白银下跌 0.97%。工业金属 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡价格分别变动-0.15%、0.09%、0.12%、2.47%、0.74%、-0.57%；工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动-1.77%、-0.56%、5.94%、-1.24%、0.61%、-0.93%。

➤ **工业金属：美元强势高位回落，国内继续释放财政和货币双宽松信号，金属价格反弹值得期待。**核心观点：强势美元回落，大宗商品压制情况有所缓解，国内中央经济工作会议 12 月中上旬召开，围绕减轻债务、调控政策陆续出台后，市场期待更多流动性刺激释放，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 10.08 美元/吨，周度环减 0.56 美元/吨；**需求端**，国内主要精铜杆企业周度开工率环比减少 0.37pct 至 84.25%。周内铜价宽幅震荡，今年铜精矿长单进展较往年更加缓慢，拖累粗铜长单、内贸电解铜和进口电解铜长单谈判。**铝方面，供应端**，新疆地区新增产能陆续启槽，贵州新老产能置换项目稳步进行，但新增项目因氧化铝成本过高难买，投产放缓；**需求端**，受出口退税政策影响，短期在下游企业“抢出口”带动下，铝加工开工率回涨带动补库动作，本周社库累库 1.4 万吨至 55.3 万吨。**重点推荐：洛阳铝业、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，澳矿陆续减停产，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**，钴盐冶炼厂开工率依然偏低，整体产量释放未达预期，年末市场去库为主。需求端，下市场观望情绪浓厚，主要依赖长单采购，零单采购相对较少。综合来看市场供过于求的情况依然存在。**镍方面**，成本端伦镍价格小幅回升，盐厂成本倒挂程度加剧，挺价情绪加剧。需求端前驱体企业的采购节奏较为缓慢，整体囤库情绪依然偏弱，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：美元转弱与俄乌冲突支撑金价，中长期依然看好金价表现。**美国 10 月核心 PCE 物价 2.8%符合预期，但较 9 月有所反弹，支持美联储对降息采取谨慎态度，但本周失业金人数意外升至 3 年来最高，俄乌冲突升级与美元势头短期承压进一步支撑金价。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

相关研究

- 海外黄金股观察系列之十：金罗斯黄金：后起之秀-2024/11/28
- 有色金属周报 20241124：美元强势商品承压，继续关注锂行业出清信号-2024/11/24
- 锂行业动态报告：澳矿停产，行业出清信号明显-2024/11/20
- 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
- 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

重点公司盈利预测、估值与评级

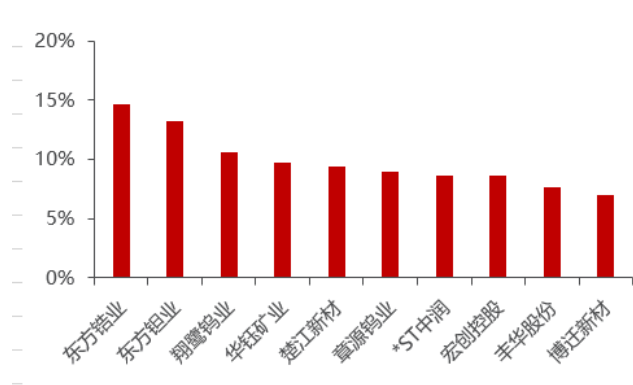
代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601899.SH	紫金矿业	15.70	0.79	1.22	1.50	20	13	10	推荐
603993.SH	洛阳铝业	7.28	0.38	0.52	0.63	19	14	12	推荐
000807.SZ	云铝股份	13.63	1.14	1.43	1.58	12	10	9	推荐
603799.SH	华友钴业	32.34	1.97	2.25	2.67	16	14	12	推荐
002738.SZ	中矿资源	37.89	3.06	1.07	1.44	12	35	26	推荐
002756.SZ	永兴材料	43.90	6.32	2.19	2.25	7	20	20	推荐
603979.SH	金诚信	39.08	1.71	2.58	3.71	23	15	11	推荐
601168.SH	西部矿业	16.84	1.17	1.57	1.79	14	11	9	推荐
1258.HK	中国有色矿业	5.06	0.48	0.68	0.75	11	7	7	推荐
600547.SH	山东黄金	24.46	0.52	0.69	0.83	47	35	29	推荐
600489.SH	中金黄金	12.53	0.61	0.76	0.94	21	16	13	推荐
600988.SH	赤峰黄金	16.96	0.49	0.99	1.23	35	17	14	推荐
000975.SZ	山金国际	16.28	0.51	0.83	1.04	32	20	16	推荐
1818.HK	招金矿业	11.36	0.20	0.35	0.53	58	32	21	推荐
002155.SZ	湖南黄金	17.70	0.41	0.74	0.99	43	24	18	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测。（注：股价为 2024 年 11 月 29 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）

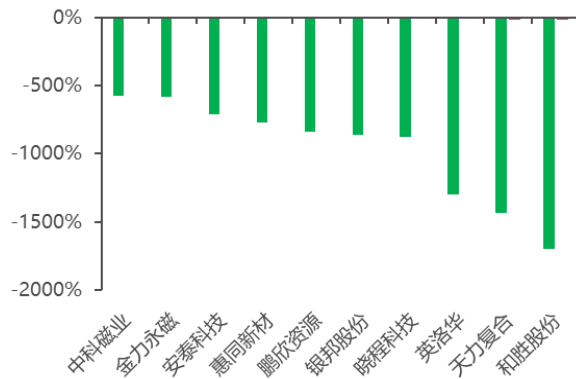
目录

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	12
3 贵金属、小金属	14
3.1 贵金属	14
3.2 能源金属	17
3.3 其他小金属	21
4 稀土价格	24
5 风险提示	26
插图目录	27
表格目录	28

1 行业及个股表现

图 1：期间涨幅前 10 只股票 (11/25-11/29)


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 (11/25-11/29)


资料来源：同花顺，民生证券研究院

2 基本金属

表1：金属价格、库存变化表

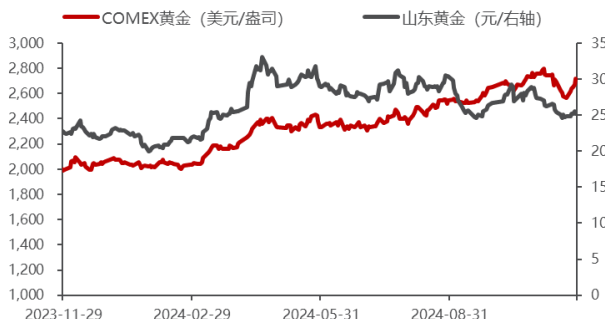
		单位	价格/库存 2024/11/29	一周来	变化 本月上	变化 今年上
基本金属价格：						
LME 价格	铝(当月)	美元/吨	2599	-1.18%	-0.61%	11.76%
	铜(当月)	美元/吨	9015	0.47%	-5.69%	5.65%
	锌(当月)	美元/吨	3108.5	4.59%	0.70%	19.01%
	铅(当月)	美元/吨	2081.5	3.15%	3.87%	0.77%
	镍(当月)	美元/吨	16000	1.17%	1.20%	-3.50%
	锡(当月)	美元/吨	29040	0.31%	-6.40%	15.42%
国内价格	铝(当月)	元/吨	20390	-0.15%	-1.55%	3.21%
	铜(当月)	元/吨	73830	0.09%	-3.54%	7.06%
	锌(当月)	元/吨	25200	0.12%	-0.30%	16.48%
	铅(当月)	元/吨	17395	2.47%	4.66%	9.03%
	镍(当月)	元/吨	126010	0.74%	1.75%	-1.18%
	锡(当月)	元/吨	239430	-0.57%	-6.27%	13.64%
基本金属库存：						
铝	LME 库存	万吨	69.60	-1.77%	-5.78%	22.88%
	上海期货交易所库存	万吨	22.78	-1.75%	-19.59%	130.03%
铜	LME 库存	万吨	27.10	-0.56%	-0.14%	151.04%
	COMEX 库存	万吨	9.07	2.52%	2.23%	377.12%
上海期货交易所库存	万吨	10.88	-9.53%	-33.30%	251.97%	
	锌	LME 库存	万吨	27.69	5.94%	12.21%
上海期货交易所库存	万吨	7.70	-10.63%	-1.43%	262.88%	
	铅	LME 库存	万吨	27.19	-1.24%	43.51%
上海期货交易所库存	万吨	4.86	-7.97%	-12.46%	-8.13%	
	镍	LME 库存	万吨	16.00	0.61%	8.95%
上海期货交易所库存	万吨	3.30	5.83%	17.87%	139.84%	

锡	LME 库存	万吨	0.48	-0.93%	3.10%	-37.47%
	上海期交所库存	万吨	0.72	-7.03%	-16.19%	14.07%
贵金属价格:						
COMEX 价格	黄金	美元/盎司	2673.90	-1.63%	-2.91%	29.32%
	白银	美元/盎司	31.10	-0.97%	-5.18%	30.18%
国内价格	黄金	元/克	607.00	-0.16%	-3.57%	25.50%
	白银	元/千克	7561.00	-1.95%	-8.55%	25.31%
小金属价格:						
	钨精矿	元/吨度	3685	-0.81%	-1.07%	17.17%
	钨精矿	元/吨	143500	0.00%	1.77%	18.11%
	电解镁	元/吨	17900	-0.56%	-5.54%	-18.82%
	电解锰	元/吨	12400	0.81%	-1.59%	-3.13%
	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	8000	-3.03%	-4.76%	-10.61%
	钴	元/吨	164500	0.00%	1.23%	-20.53%
	铋	元/吨	75500	-1.31%	-8.48%	36.04%
	钼铁矿	美元/磅	83	0.00%	1.22%	25.76%
	二氧化锗	元/千克	13050	0.00%	-5.09%	108.80%
	铟	元/千克	2575	0.00%	-5.50%	28.43%
	碳酸锂(工业级)	元/吨	75000	-1.96%	6.38%	-13.29%
	碳酸锂(电池级)	元/吨	78000	-1.89%	7.59%	-20.81%
	五氧化二钒	元/吨	75000	-1.32%	-5.06%	-17.58%
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	420000	0.96%	-2.33%	-7.69%
	氧化钕	元/吨	426000	1.19%	-0.93%	-6.89%
	氧化铈	元/千克	1665	-1.77%	-4.58%	-33.13%
	氧化铈	元/千克	5775	-1.37%	-3.35%	-21.96%
	镨钕氧化物	元/吨	413500	0.85%	-2.36%	-6.55%
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	516000	-0.29%	-2.18%	-7.03%
	金属钕	元/吨	516000	-0.29%	-2.18%	-7.03%
	金属铈	元/千克	2160	1.65%	-3.36%	-34.05%
	金属铈	元/千克	7275	-0.48%	-2.35%	-20.49%
	镨钕合金	元/吨	413500	0.85%	-2.36%	-6.55%

资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

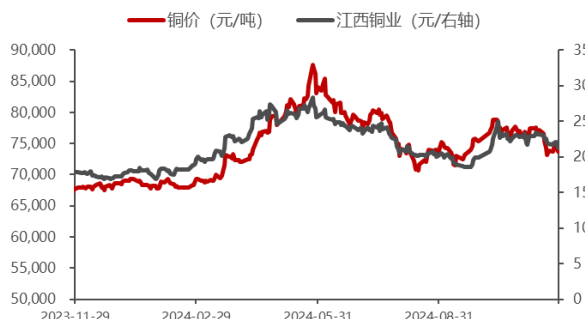
2.1 价格和股票相关性复盘

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



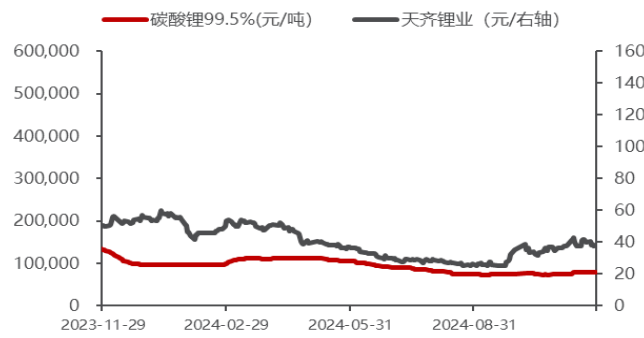
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

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 (11/25-11/29) 本周宏观面偏向利空。一方面美联储会议纪要显示 12 月可能将再次降息 25 个基点, 符合市场预期。美国总统特朗普表示将对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收 25% 关税, 将对中国商品额外征收 10% 的关税。贸易摩擦再起冲击市场信心。此外周内黎以停火协议正式生效, 乌克兰总统泽连斯基表示有可能在 2025 年结束冲突。热战局势趋于缓和也为大宗商品价格带来压制。**基本面:** 本周国内电解铝企业整体大稳小动, 新疆地区新增产能陆续启槽, 贵州新老产能置换项目稳步进行, 但新增项目因氧化铝成本过高且难买的问题, 投产放缓; 此外, 本周 SMM 调研了解, 四川某电解铝厂于本周一进行部分电解槽技改, 预计需要 15 天, 约影响 3000 吨产量; 重庆某电解铝厂对其老旧小电解槽进行技改以满足国家最新对于电解槽单耗的要求, 预计技改所需 30-40

天。其他地区个别电解铝厂在 12 月有检修或技改计划，目前暂无启动，SMM 将出现跟踪其进度。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 21,192 元/吨，较上周四上涨 94 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 793 元/吨，行业利润较上周四下降 396 元/吨。需求端：本周国内铝下游开工环比持稳运行，受国内取消铝材出口退税政策影响，部分企业上周赶工生产，本周以发货为主，部分企业开工率下行，但铝型材、铝线缆板块本周勉励支撑，整体开工率持稳，后续国内铝材出口政策对企业开工的影响有待进一步的观察。

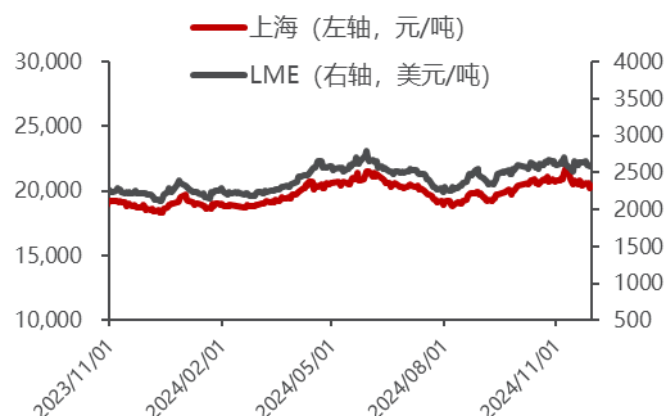
(2) 价格和库存

表2：铝产业链价格统计

	2024-11-28		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	20,400	-140	-0.68%	20400.0	362.34%	20400.0	400.00%	
氧化铝	5,750	0.0	0.00%	120.0	2.13%	650.0	12.75%	
铝土矿 (澳洲进口)	625.55	-0.77	-0.12%	625.5	11.11%	625.5	12.27%	
铝土矿 (广西)	678.0	0.0	0.00%	0.0	0.00%	0.0	0.00%	
铝土矿 (山西)	734.5	0.0	0.00%	0.0	0.00%	0.0	0.00%	
预焙阳极	3,720	0.0	0.00%	40.0	1.09%	30.0	0.81%	
动力煤	827.0	-1.0	-0.12%	-8.0	-0.96%	-26.0	-3.05%	

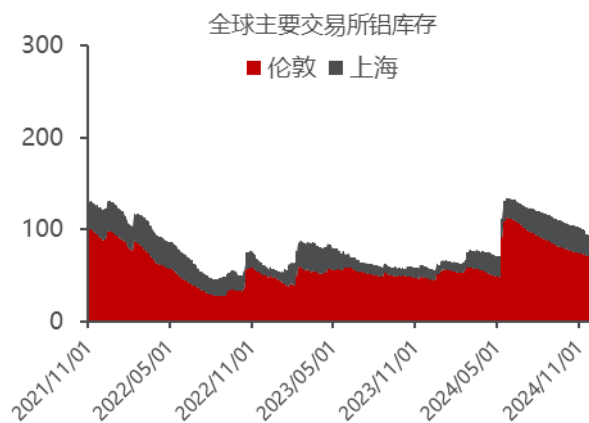
资料来源：同花顺，民生证券研究院整理

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

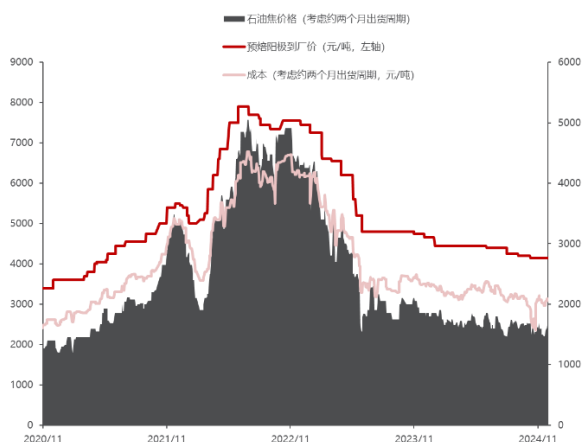
图 8：全球主要交易所铝库存 (万吨)



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



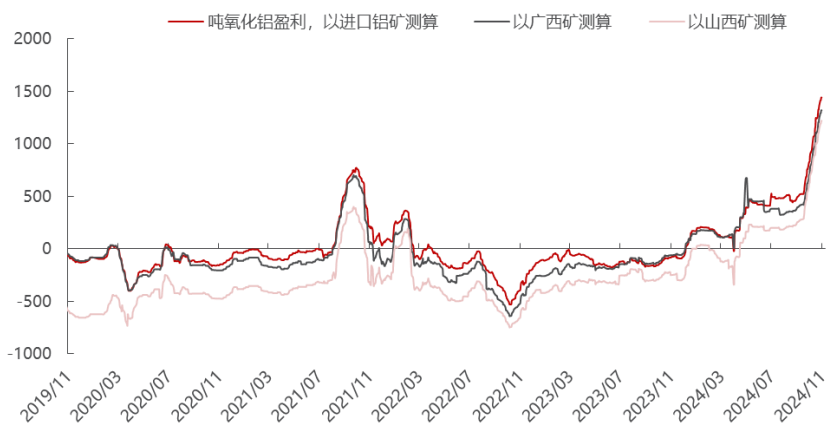
资料来源：SMM，民生证券研究院

图 10：电解铝单吨盈利梳理



资料来源：SMM，民生证券研究院

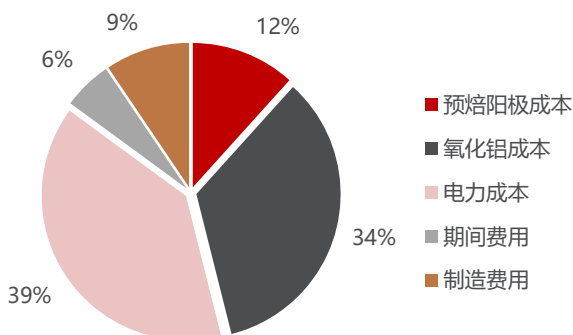
图 11：氧化铝单吨盈利梳理（单位：元）



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

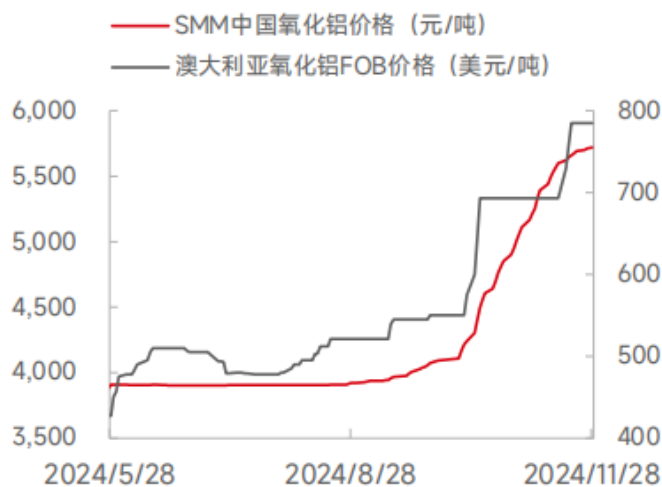
表3: 国内主要地区电解铝社会库存 (单位: 万吨)

日期	上海	无锡	南海	杭州	巩义	天津	重庆	临沂	合计
2024/11/21	3.4	15.8	17.3	3.7	7.2	2.2	2.0	2.3	53.9
2024/11/25	3.5	16.9	16.8	3.8	7.9	2.2	1.8	2.2	55.1
2024/11/28	3.5	17.6	16.2	3.7	8.1	2.2	1.8	2.2	55.3
较上周四变化	0.1	1.8	-1.1	0.0	0.9	0.0	-0.2	-0.1	1.4

资料来源: SMM, 民生证券研究院整理

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涨势放缓



数据来源: SMM

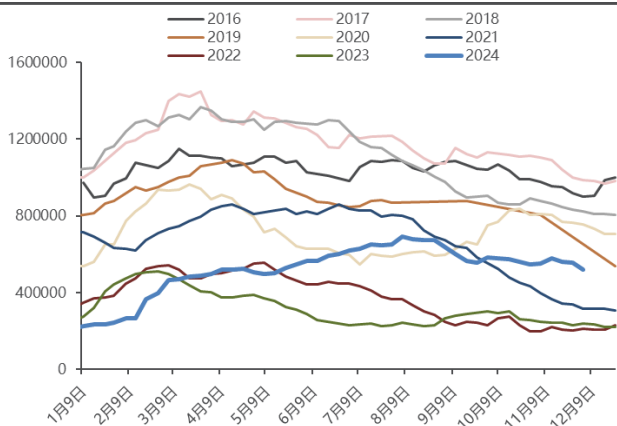
资料来源: SMM, 民生证券研究院; 注: 图中澳大利亚氧化铝 FOB 价格为右轴

2.2.2 铜

(1) 价格周度观点

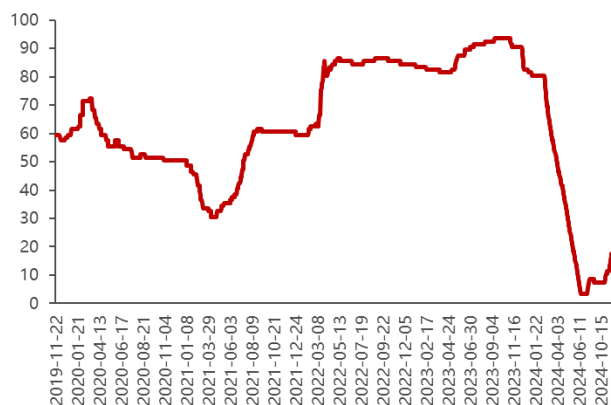
本周 (11/25-11/29)，在宏观经济方面，美 10 月 PCE 核心物价指数年率 2.8%，相较前值 2.7% 小幅回升，美联储当周公布的 11 月货币政策会议纪要中认为经济活动仍保持稳定增长，但就业增长放缓与失业率增加仍令美联储维持 12 月降息预期。中国方面 1—10 月份，全国规模以上工业企业利润同比下降 4.3%。企业资产负债表收缩拖累铜价上行空间。基本方面，周内铜精矿现货成交活跃度提升，加工费重心小幅回暖。但长单谈判陷入僵局，矿山与冶炼厂报盘仍存分歧。

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)



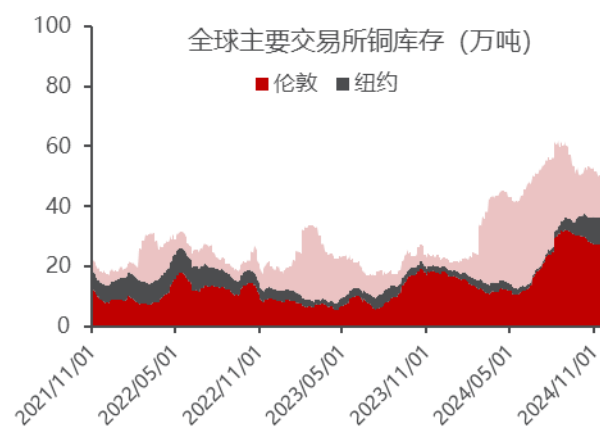
资料来源：同花顺，SMM，民生证券研究院

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)



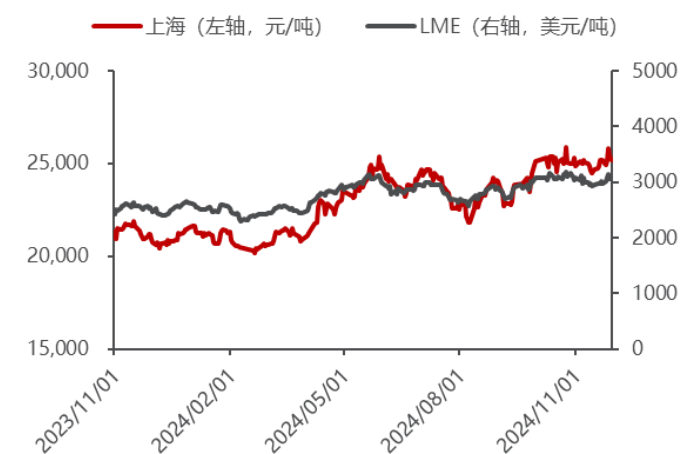
资料来源：同花顺，民生证券研究院

2.2.3 锌

(1) 价格周度观点

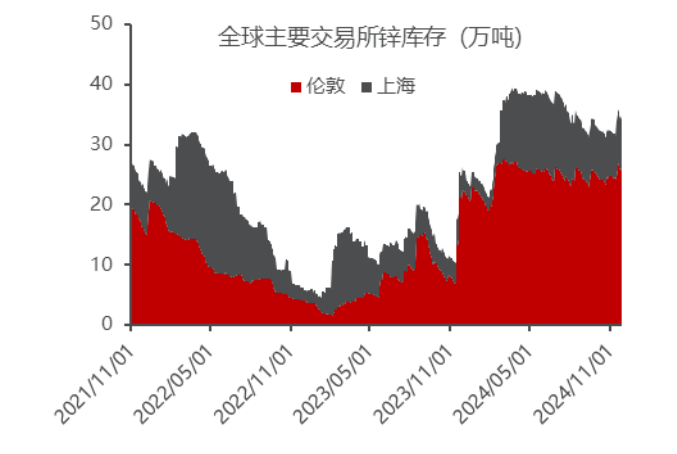
本周 (11/25-11/29) , 伦锌: 周初, 受上周五美国 11 月标普全球服务业 PMI 初值超出预期影响, 市场对未来信心增强, 伦锌小幅上行; 随后因季节性疲软因素和押注美元升值的交易过于拥挤, 美指结束单日涨势, 而美国 11 月达拉斯联储商业活动指数公布值为-2.7 低于预期值, 伦锌不断走高; 接着美国 10 月新屋销售总数年化数值低于预期, 海外库存也不断减少, 而投资者对特朗普的关税承诺持谨慎态度, 美指走低至两周低点, 伦锌维持上行态势; 随后美国上周初请失业金人数低于预期, 同时美国 10 月个人支出月率高于预期值, 提振市场情绪, 伦锌小幅走低, 截至本周四 16: 00, 伦锌录得 3059.5 美元/吨, 周内涨 87.5 美元/吨, 涨幅 2.94%。**沪锌:** 周初, 国内基本上供应端持续偏紧仍旧对沪锌高位运行起支撑作用, 同时各地市场到货不多, 企业积极出货, 锌锭库存录减, 沪锌在此作用下不断走高; 接着基本上, 下游消费因锌价走高需求减弱, 市场多空博弈下沪锌维持震荡运行; 随后国内多头资金在盘面内发挥强作用, 在此情况下沪锌受到拉涨不断走高至两年内高位; 接着资金逐渐离场叠加锌价高位下终端消费清淡, 沪锌小幅回落, 截至本周四 15: 00, 沪锌录得 25355 元/吨, 周内涨 585 元/吨, 涨幅 2.36%。

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

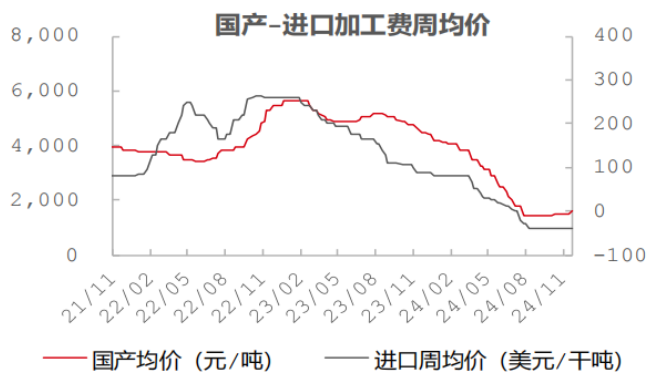
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)



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



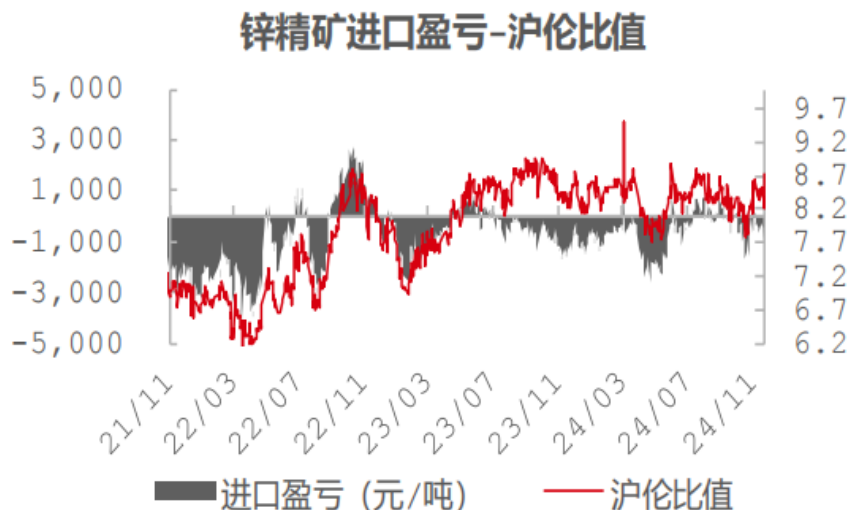
资料来源: SMM, 民生证券研究院

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
11/7/2024	4.34	2.34	4.10	0.29	0.45	0.21	0.27	10.78	12.00
11/11/2024	4.33	2.74	4.06	0.27	0.48	0.21	0.27	11.13	12.36
11/14/2024	3.95	3.01	4.45	0.40	0.45	0.21	0.27	11.41	12.74
11/18/2024	3.51	3.20	4.73	0.40	0.47	0.21	0.27	11.44	12.79
11/21/2024	3.44	2.74	4.52	0.36	0.33	0.21	0.27	10.70	11.87
11/25/2024	2.78	2.38	4.45	0.36	0.36	0.22	0.27	9.61	10.82
11/28/2024	2.70	2.29	4.31	0.35	0.28	0.22	0.27	9.30	10.42
较上周四变化	-0.74	-0.45	-0.21	-0.01	-0.05	0.01	0.00	-1.40	-1.45
较本周一变化	-0.08	-0.09	-0.14	-0.01	-0.08	0.00	0.00	-0.31	-0.40

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

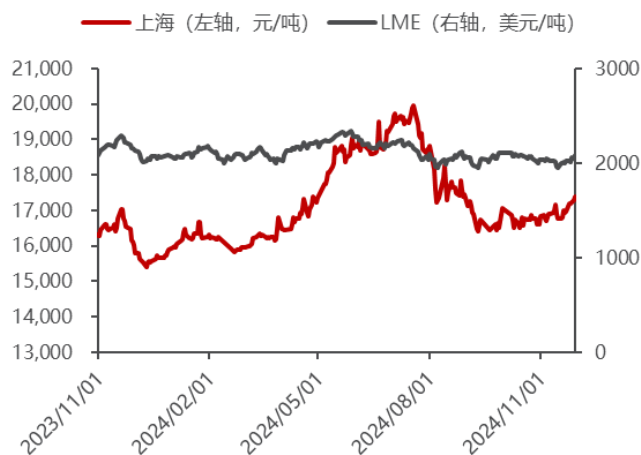
2.3 铅、锡、镍

铅：本周（11/25-11/29），伦铅方面，继上周 LME 铅库存暴增后，本周铅锭库存转为降势，周降 3425 吨。同时美元指数呈弱势下跌，并刷新近两周的低位，伦铅整体运行重心上移，且在上移过程中，LME0-3 贴水进一步收窄，截至 11 月 28 日报-26.52 美元/吨。下周，若去库趋势延续，伦铅将呈偏强震荡态势，预计伦铅将运行于 2010-2100 美元/吨。**国内沪铅方面**，铅锭厂库与社会库存走势破除，总体库存呈小增趋势，不利于铅价强势延续。前期推动铅价上涨的主要原因，在于环保、检修等影响铅锭供应阶段性减量。而本周雾霾预警解除，叠加再生铅利润向好，冶炼企业生产积极性上升，原生铅价格升水下调，再生铅则贴水出货增多。综合看，前期利多出尽，后续铅价仍需关注消费端。预计下周沪铅主力合约将运行 16900-17500 元/吨。

锡：本周（11/25-11/29），本周沪锡价格经历了不小的波动，整体呈现出先抑后扬的态势，市场动态多变，交易情绪起伏较大。周初，沪锡价格受到国际宏观经济因素，尤其是美联储及美元指数的影响，市场情绪偏于谨慎。价格在开盘阶段受到压制，呈现出弱势整理的态势，多次在关键支撑位附近徘徊，但始终未能形成有效的向上突破。然而，周中情况发生了变化。在经过短暂的调整后，沪锡期货价格在触及日内低点后开始出现反弹。随着市场情绪的逐渐稳定，买盘力量逐渐增强，推动价格稳步回升。到了周后期，沪锡期货价格延续了反弹的态势。尽管市场依旧面临着诸多不确定性，但价格的上涨表明，市场参与者对于未来锡市场的需求保持了一定的乐观态度。

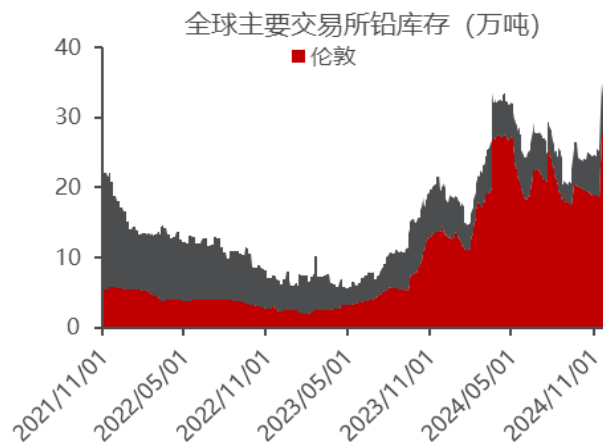
镍：本周（11/25-11/29），纯镍价格震荡上行，现货运行区间为 124000-129000 元/吨。周内基本面来看，较上周无明显结构性的变化。本周供应端来看，国内纯镍现货供应短期有所收紧，但不影响整体的原生镍过剩预期；需求端来看，三元前驱体、不锈钢以及合金电镀的需求端疲软态势仍在延续，很难对价格产生抬升起到正面作用。从镍产业链各个环节来看：镍矿方面，印尼内贸红土镍矿下行趋势仍存；硫酸镍方面，仍处于供需双弱的状态，盐厂挺价情绪仍存，价格将随上下游僵持震荡运行；NPI 方面，市场成交价格出现新低，供需矛盾下价格承压运行；纯镍自身基本面方面，本周现货市场受到了多重因素影响，电镍企业较多将产品直接销售给终端企业，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



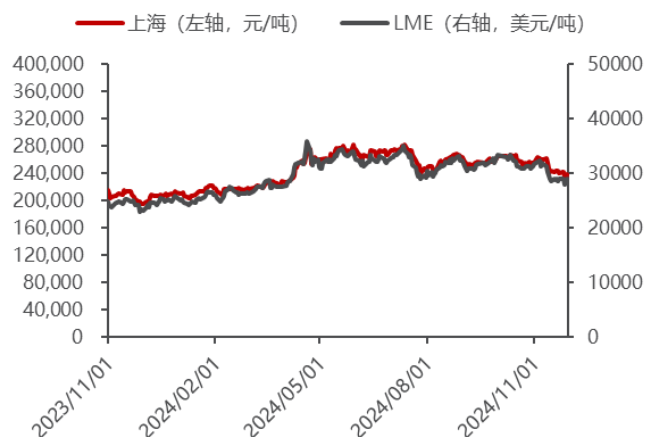
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)



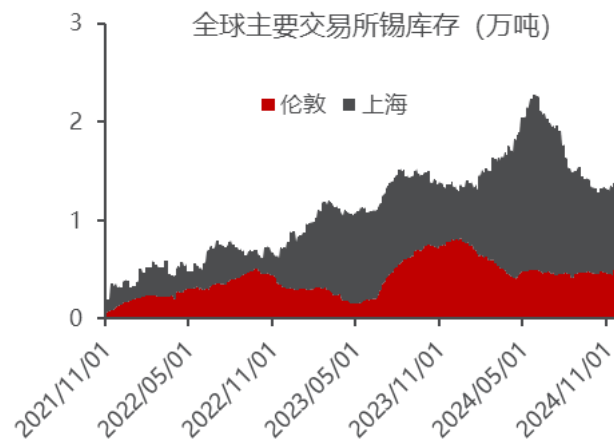
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格



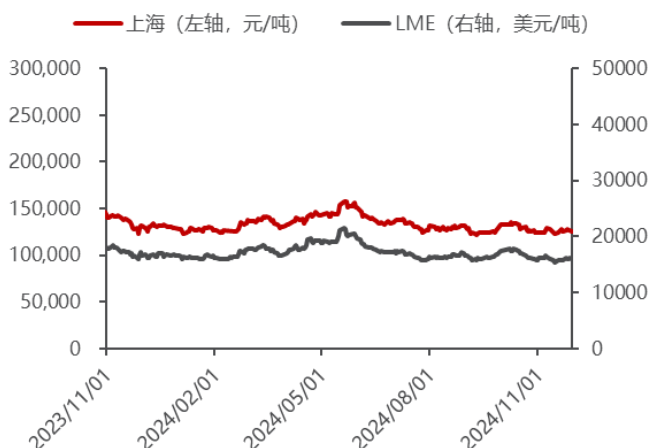
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)



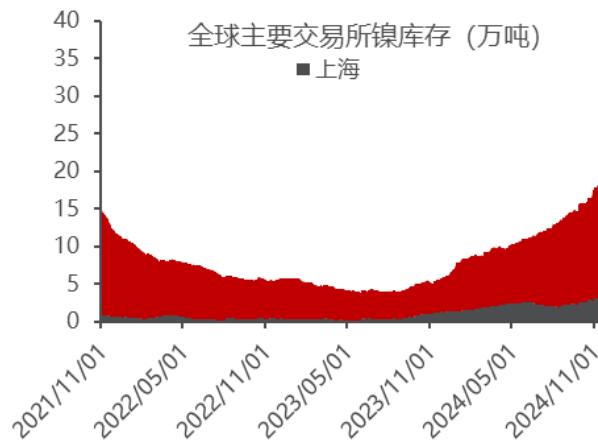
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

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)



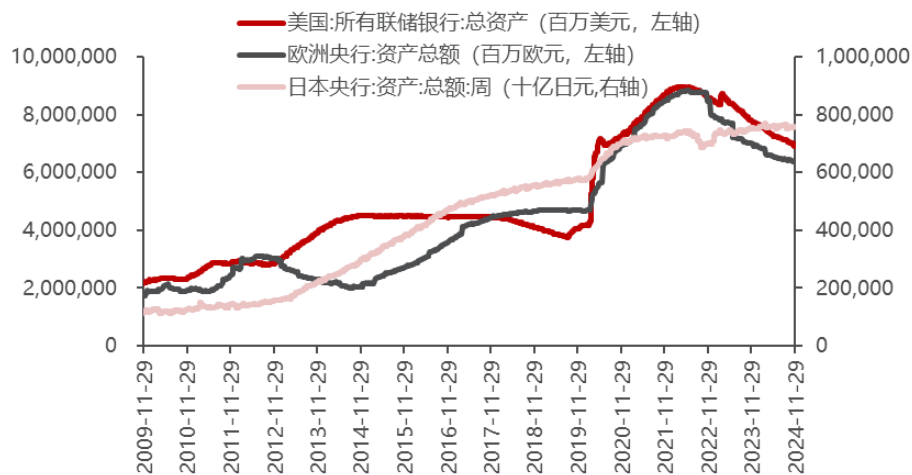
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

金银：本周（11.25-11.29）黄金价格上涨，白银价格下跌。截至 11 月 28 日，国内 99.95%黄金市场均价 612.82 元/克，较上周均价上涨 1.61%，上海现货 1#白银市场均价 7599 元/千克，较上周均价下跌 0.90%。周初，俄乌紧张局势再升级，进一步推升黄金的避险买需，盖过了美联储 12 月降息预期降温 and 美元走强的影响。但强势美元对有色金属形成压制，影响银价走弱。随后，以色列安全内阁批准黎以停火协议，中东局势继续缓和，但特朗普的关税威胁引发对全球贸易摩擦的担忧，这给金价提供支撑。金银价格在拉扯中震荡调整，黄金受避险属性支撑比白银抗跌，COMEX 金银主力分别运行在 2615-2725 和 30.0-31.5 美元/盎司之间，沪金沪银主力最高至 627.88 元/克和 7800 元/千克后下探到 610.90 和 7510 关口。

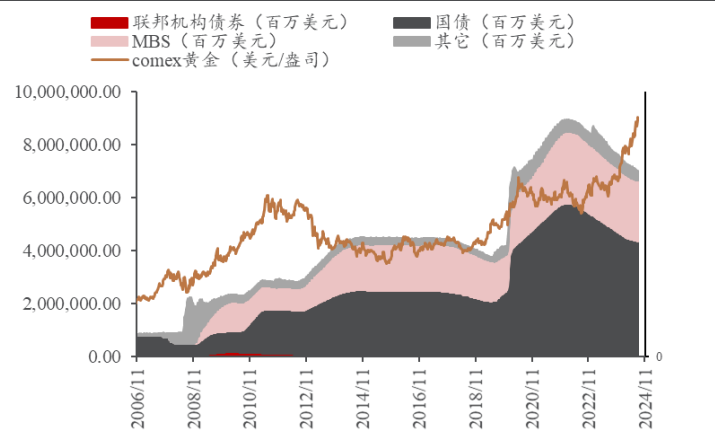
图 28：各国央行的资产总额情况



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

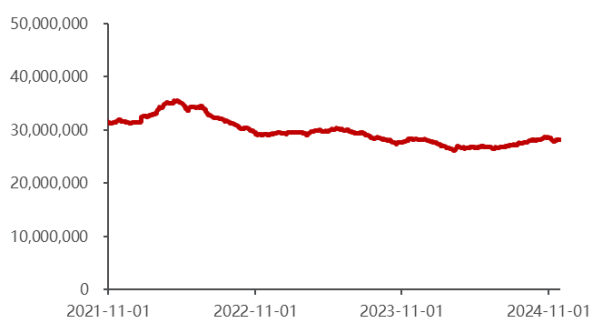
图 30: Comex 黄金与实际利率



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

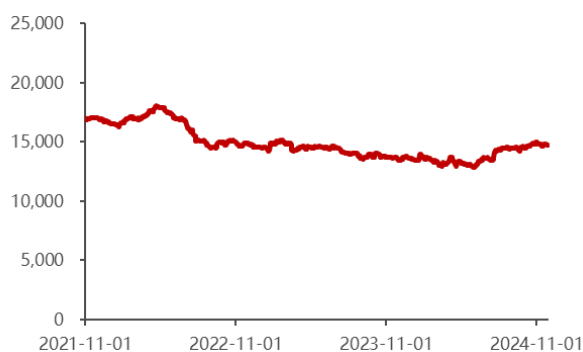
(2) ETF 持仓

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

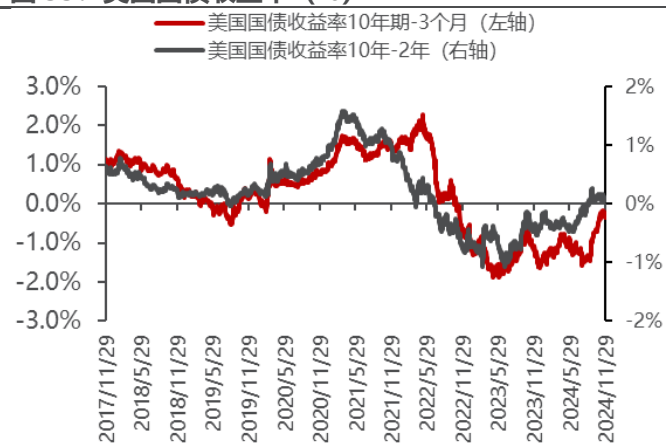
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

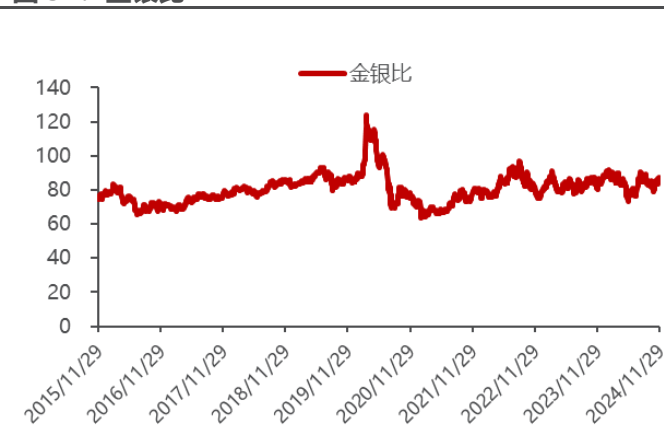
(3) 长短端利差和金银比

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

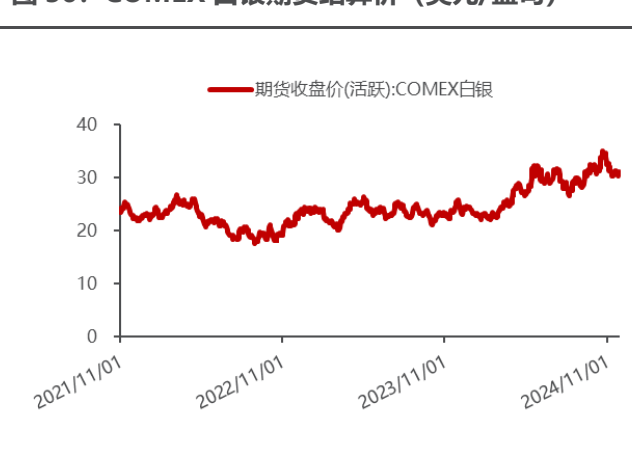
(4) COMEX 期货收盘价

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（11/25-11/29）** 本周电解钴价格小幅下行。从供给端来看目前市场整体开工率相对偏高，市场供给量充足。从下游需求来看，下游市场维持刚需采购。综合整体市场情况来看，目前钴市相对安静，整体以交付订单为主。预计短期市场或维持僵持运行。
- **钴盐及四钴：本周（11/25-11/29）** 本周，钴盐价格略有下降。供应方面，钴盐冶炼厂开工率依然偏低，整体产量释放未达预期，年末市场去库为主。需求方面，下游三元前驱体和四氧化三钴市场观望情绪浓厚，主要依赖长单采购，零单采购相对较少。综合来看，市场供过于求的情况依然存在，而且随着年底临近，市场情绪趋于理性。为促进成交，现货价格可能在下周进一步走弱。四氧化三钴的价格暂时保持稳定。从供应角度而言，四氧化三钴冶炼厂的开工率依旧平稳，整体供应量变化不大。在需求方面，尽管下游钴酸锂厂家的市场询盘略有增加，但由于市场对未来价格走势的预期较弱，实际成交推进较少。综合来看，由于下周原料钴盐价格可能继续下跌，四氧化三钴的成本支撑趋于减弱。此外，整体供需格局难以改善，因此四氧化三钴的现货价格仍可能进一步下滑。
- **三元材料：本周（11/25-11/29）原料端，本周金属硫酸盐价格变化幅度较小**，除硫酸镍价格上涨 70 元/吨外，硫酸钴和硫酸锰较上周均出现微弱下跌，其中硫酸钴下跌 100 元/吨，硫酸锰价格下跌 60 元/吨。锂盐方面，本周碳酸锂价格出现明显下滑，较上周下跌 900 元/吨；反观氢氧化锂在本周延续了上周的上势，增加 325 元/吨。本周三元材料价格受碳酸锂价格下行，导致中低镍三元材料价格出现不同程度的下跌；然而，高镍三元材料价格因受到氢氧化锂上涨的支撑，价格上涨。供应端，本周国内三元材料厂家排产情况依然较稳定，11 月总产量将维持上月量级。海外三元材料厂开工率仍较低，11 月产量较上月变化较小。需求端，下游需求缓涨。11 月三元电芯厂总产量出现小幅增长。

表5: 钴系产品价格一览

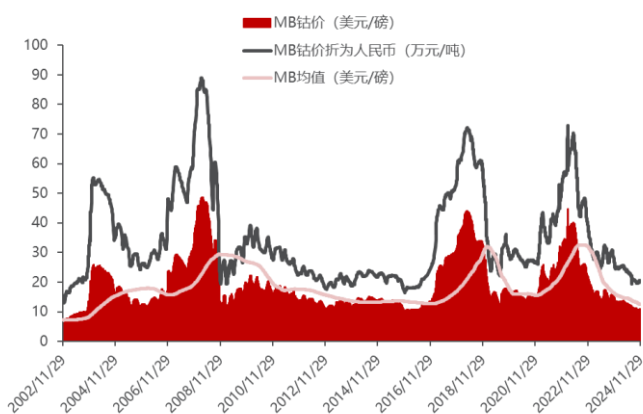
品种	产品类别	价格单位	当周价格	双周变动	1个月变动	年初至今	12个月最高	12个月最低
钴粉	99.5%min 中国	元/公斤	171.50	-0.58%	-0.58%	-19.29%	231.50	171.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	0.00	-	-100.00%	-100.00%	17.40	13.25
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	164.50	0.00%	-4.64%	-20.53%	250.00	159.50
钴精矿	6-8% 中国到岸	美元/磅	4.90	0.00%	-97.16%	-11.71%	6.65	4.90
三氧化二钴	73.5%min 中国	元/公斤	109.50	-1.79%	-36.52%	-14.12%	160.50	109.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	26500.00	-1.85%	15262.32%	-11.67%	39000.00	26500.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	101.50	0.00%	-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

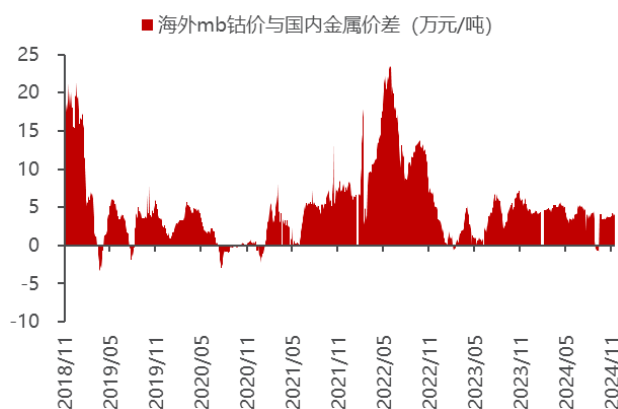
图 37: MB 钴美元及折合人民币价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

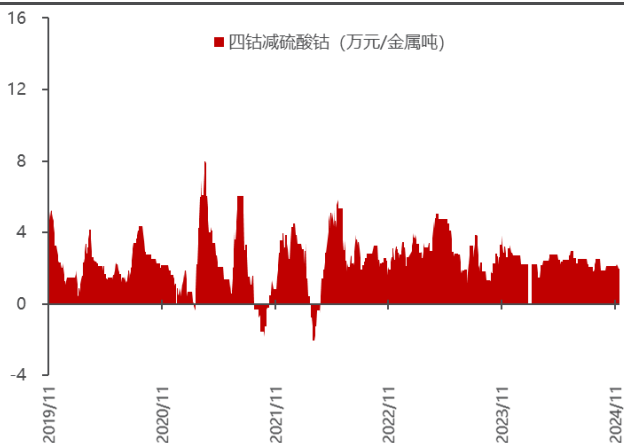
注: 美元汇率为对应当日中间汇率

图 38: 海内外钴价及价差



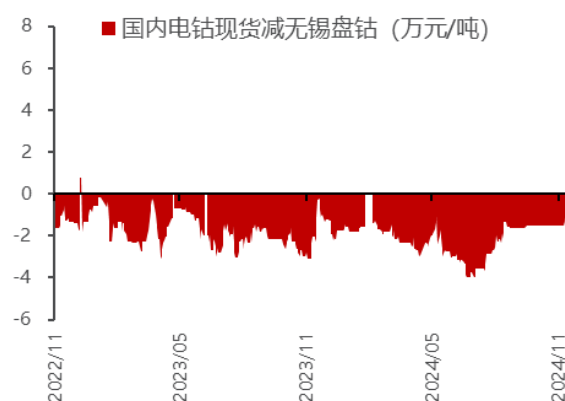
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

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（11/25-11/29）。本周碳酸锂现货价格持续下行，跌幅约900元/吨。从需求端来看，下游正极材料厂后续排产存减量预期，且临近年末部分材料厂将要进行去库，因此采买情绪不强。上游锂盐厂在临近长协谈单时间点，因此挺价情绪较为强烈。整体来看，市场实际成交情况相对冷清，仅有部分存刚需采购的材料厂进行交易。考虑后续需求减量预期下，预计碳酸锂现货价格将有小幅下探空间。

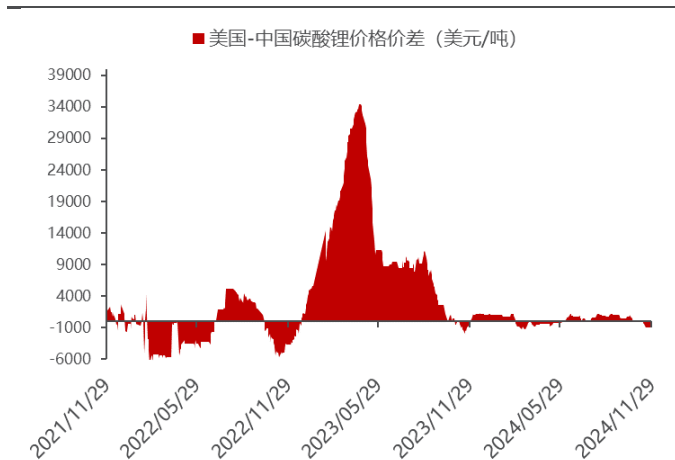
氢氧化锂：本周（11/25-11/29）本周，氢氧化锂价格整体微幅涨趋势。生产上，受制于价格低位和需求的微降趋势，部分锂盐厂12月排产或有减量行为；市场情绪上，供应端大多数锂盐厂持续上周挺价情绪，表现为散单挺价少出、长单报价无折扣；需求端，部分买方为调整库存与承接下月订单对当前较高价位的氢氧化锂有部分成交行为，使得整体市场价格有一定上移。其他三元材料厂因长协与客供量级足够覆盖生产，面对锂盐厂的抬价行为处于观望态势。预计后续氢氧化锂价格持续区间内震荡。

磷酸铁锂：本周（11/25-11/29）近期磷酸铁锂价格跟随碳酸锂价格下行。年底临近，磷酸铁锂正极供应商也陆续开始了2025新一轮的谈单，竞标等。由于2024年产能仍在持续投产中，磷酸铁锂的市场竞争也趋于白热化。绝大部分的磷酸铁锂企业由于价格无法覆盖成本，2024年处于长期亏损。对2025年新一轮谈判也充满希望，正极厂挺价的意愿较强，但是否可以谈到较合适的价格不确定性仍较大。

钴酸锂：本周（11/25-11/29）本周钴酸锂价格受到原料碳酸锂价格下行影响，出现一定程度下滑。供需端来看，11月排产小幅下滑，头部企业开工率较高，市场高度集中。需求端表现较为平稳，电芯厂需求整体来看4季度不如3季度。预期后市钴酸锂需求在下游备货周期放缓后将有所减弱，产量维持下行趋势。

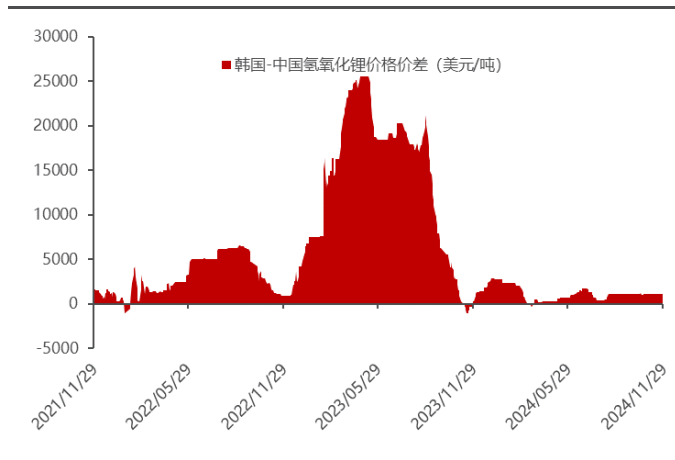
(2) 价差跟踪

图 41: 国内外碳酸锂价差



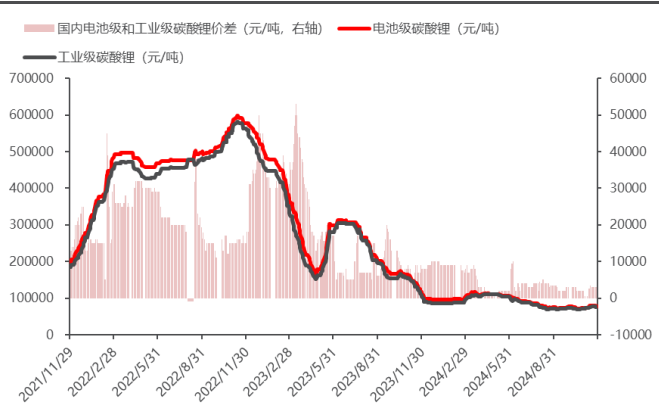
资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 42: 国内外氢氧化锂价差



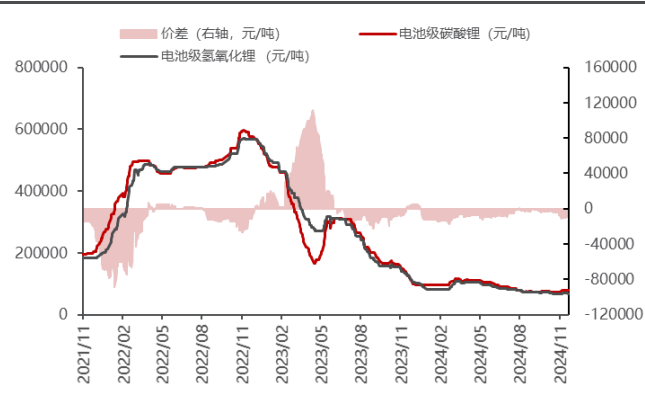
资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

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

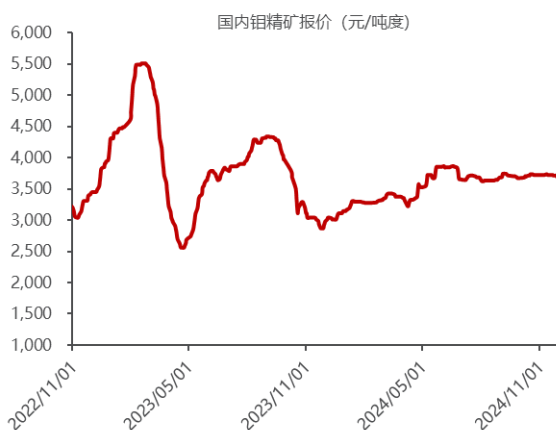
图 44: 国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差



资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

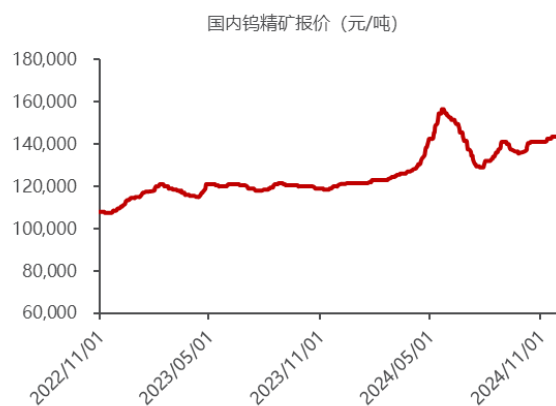
3.3 其他小金属

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



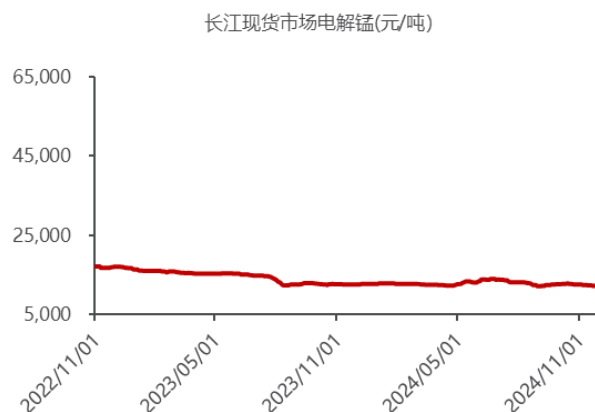
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

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



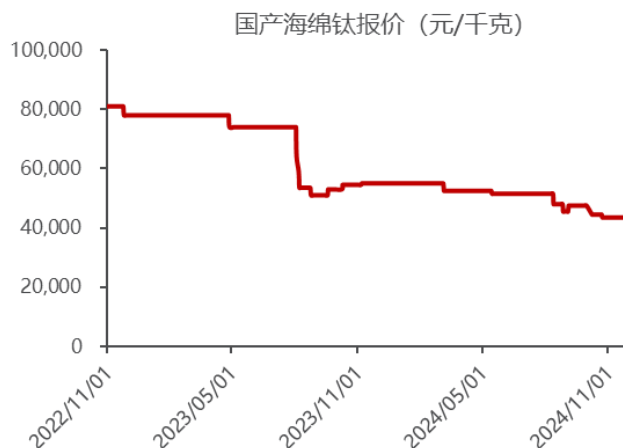
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 49: 长江现货市场锑锭价格



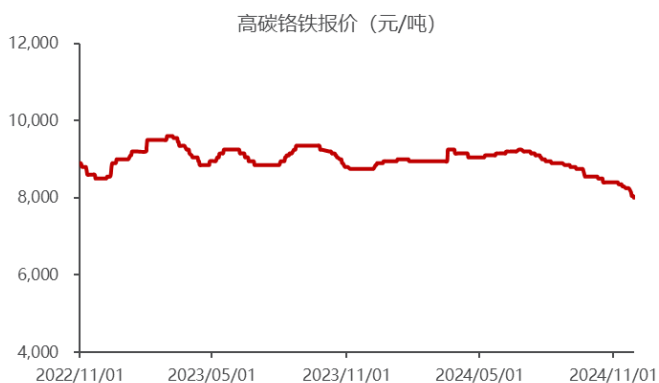
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

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



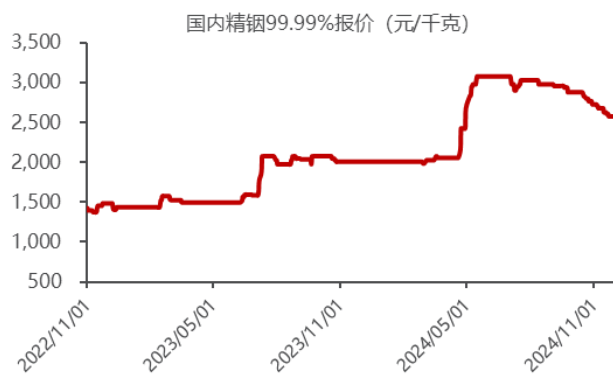
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 52: 长江现货市场金属钴价格



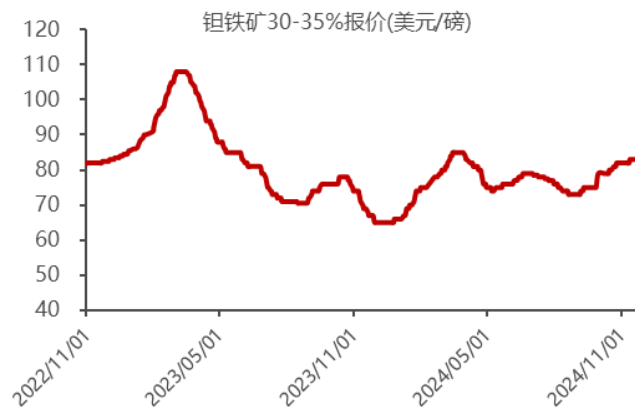
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 53: 国内精钢 99.99%价格



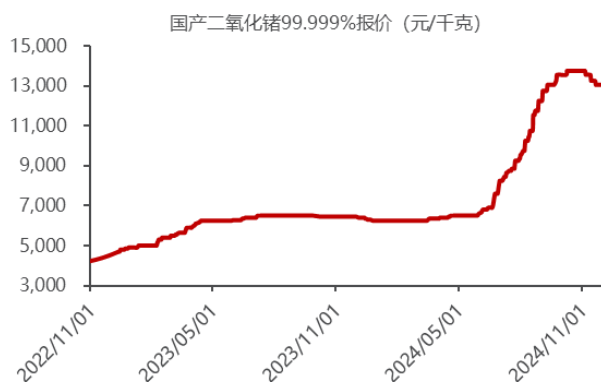
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 54: 钽铁矿 30%-35%价格



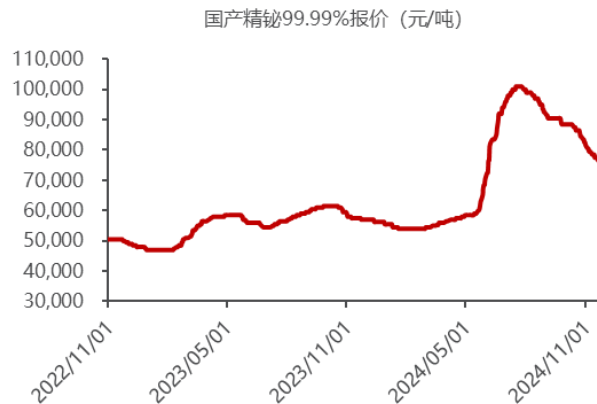
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 55: 国产氧化锆价格



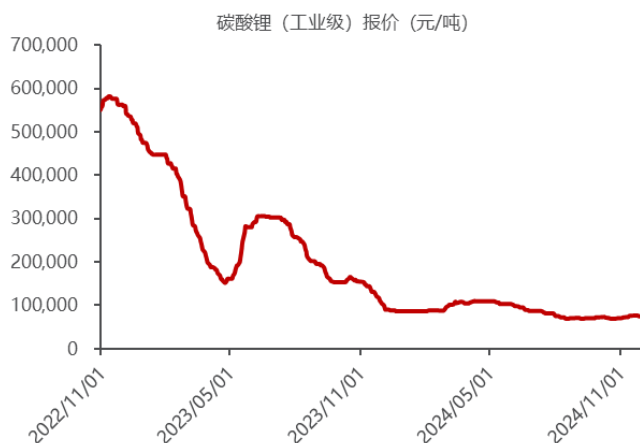
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 56: 国产精铋价格



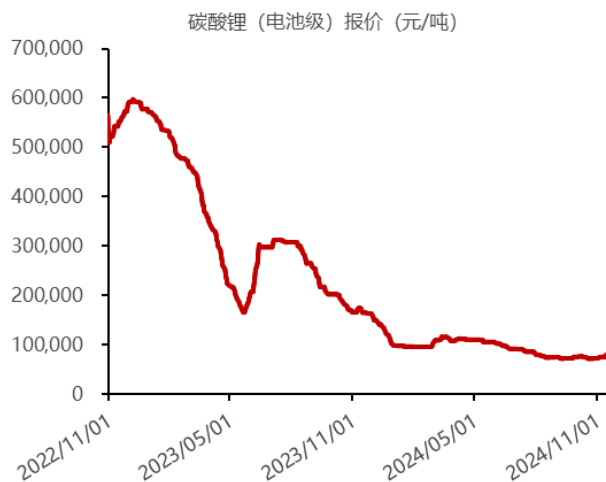
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 57: 碳酸锂 (工业级) 价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 58: 碳酸锂 (电池级) 价格

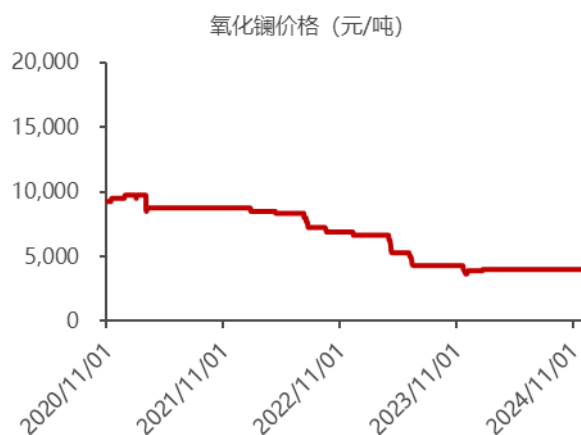


资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

4 稀土价格

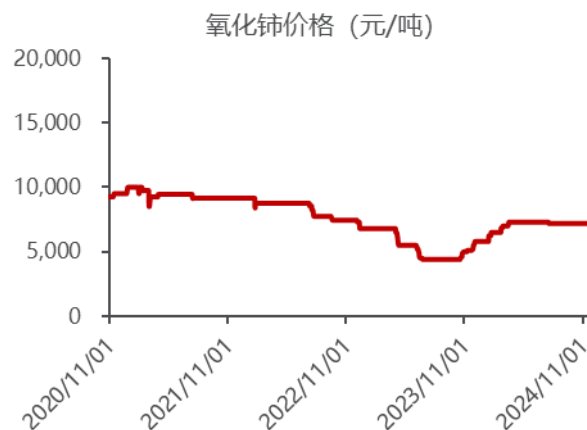
稀土磁材：本周（11/25-11/29），本周，氧化物市场的询盘情况总体较为低迷，稀土氧化物价格表现疲软。由于磁材市场订单依然不足，下游磁材企业主要进行刚需采购，使得稀土金属的实际成交量受到限制。尽管如此，由于金属厂面临成本倒挂的压力，企业报价依然保持坚挺。而随着 12 月春节前备货季的到来，预计稀土下游需求可能会有所回升。

图 59：氧化镧价格



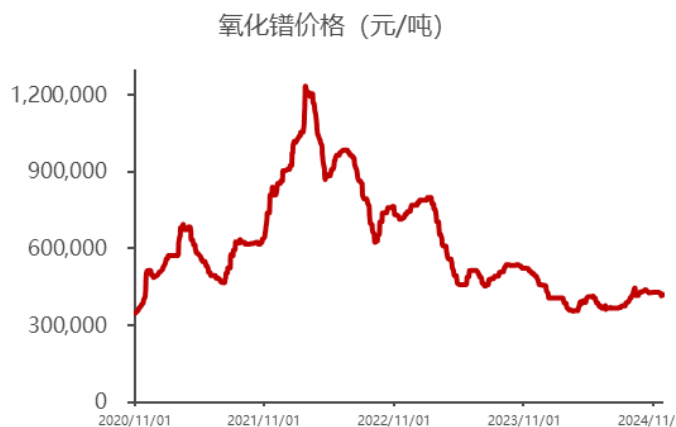
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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 (11/25-11/29)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (11/25-11/29)	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	9
图 17: 全球主要交易所铜库存 (万吨)	9
图 18: 上海期交所同 LME 当月期锌价格	10
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)	10
图 20: 国产-进口锌加工费周均价	11
图 21: 锌进口比值及盈亏	11
图 22: 上海期交所同 LME 当月期铅价格	13
图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)	13
图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格	13
图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)	13
图 26: 上海期交所同 LME 当月期镍价格	13
图 27: 全球主要交易所镍库存 (万吨)	13
图 28: 各国央行的资产总额情况	14
图 29: 美联储资产负债表资产	15
图 30: Comex 黄金与实际利率	15
图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)	15
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)	15
图 33: 美国国债收益率 (%)	16
图 34: 金银比	16
图 35: COMEX 黄金期货结算价 (美元/盎司)	16
图 36: COMEX 白银期货结算价 (美元/盎司)	16
图 37: MB 钴美元及折合人民币价格	18
图 38: 海内外钴价及价差	18
图 39: 硫酸钴和四氧化三钴价差	18
图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差	18
图 41: 国内外碳酸锂价差	20
图 42: 国内外氢氧化锂价差	20
图 43: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差	20
图 44: 国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差	20
图 45: 国内钼精矿价格	21
图 46: 国内钨精矿价格	21
图 47: 长江现货市场电解镁价格	21
图 48: 长江现货市场电解锰价格	21
图 49: 长江现货市场锑锭价格	22
图 50: 国产海绵钛价格	22
图 51: 国产高碳铬铁价格	22
图 52: 长江现货市场金属钴价格	22
图 53: 国内精钢 99.99% 价格	22
图 54: 钽铁矿 30%-35% 价格	22

图 55: 国产氧化锆价格	23
图 56: 国产精铋价格	23
图 57: 碳酸锂 (工业级) 价格	23
图 58: 碳酸锂 (电池级) 价格	23
图 59: 氧化镧价格	24
图 60: 氧化铈价格	24
图 61: 氧化镨价格	24
图 62: 氧化钕价格	24
图 63: 氧化镝价格	25
图 64: 氧化铽价格	25

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 金属价格、库存变化表	3
表 2: 铝产业链价格统计	6
表 3: 国内主要地区电解铝社会库存 (单位: 万吨)	8
表 4: 锌七地库存 (万吨)	11
表 5: 钴系产品价格一览	18

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