

# 有色金属脉动跟踪：废钨产业效益显著，再生业务薄利待解

## 报告要点

### 本周专题探讨：废钨产业效益显著，再生业务薄利待解

**专题要点：**全球钨原料供应中再生钨占比约为35%，对钨资源供需基本面有重要影响，还有发挥钨产业控制、缓解钨矿过度消耗的作用。再生钨的产业效益显著，但钨回收再生的业务效益与之并不匹配，这是因为废钨价格随行就市，企业的采购成本占比在70%-90%之间。金属回收业务薄利化是普遍情况。从精废价格看，废钨磨削料（折吨APT）占APT价格约80%；废钨刀片（折吨碳化钨）占碳化钨粉价格约90%。

我们认为，金属回收产业主要围绕两个关键问题：“产业如何提高废旧金属回收率”以及“企业如何提高回收再生的业务效益”，问题彼此相互关联。根据中国钨业协会，2023年中国废旧钨资源二次回收利用量约2万吨，占钨消费的34.5%（回收投入率），低于欧美先进水平50%。影响金属回收率的直接和间接因素众多，同时我们认为，企业保有长期稳定的经济效益，是钨回收率能够不断提升的基础。而企业提升业务效益的可控因素是自身的回收渠道与再生技术，通过降本、提质有望破解再生业务薄利化趋势。

### 主要观点更新：

**贵金属：**美国大选落地，周内金价承压

**铜：**化债政策落地，铜价高位震荡

**铝：**高盈利有望持续，绿电铝可能分化

**铅锌：**关注冶炼减产进展，铅锌价格震荡

**锡：**宏观不确定性消退，锡价保持震荡

**镍：**高位继续回落，价格再近成本支撑

**钨：**钨市场价格小幅上行，持货商让利意愿弱

**锑：**外强内弱持续，关注锑品出口进展

**钼：**价格横盘震荡，10月钢招量再超万吨

**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，海绵钛价格微跌

### 金属价格涨跌：

**贵金属周度涨跌幅：**COMEX黄金（-1.79%），COMEX银（-7.24%），LME铂（-1.69%），LME钯（-10.04%）

**工业金属周度涨跌幅：**LME铜（-1.11%），LME锌（-2.67%），LME镍（1.18%）

**稀有小金属周度涨跌幅：**碳酸锂（2.08%），钨精矿（1.06%），钴（1.78%）

**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：2024.11.14

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

2024/11/13



资料来源：Wind，聚源

### 相关研究

- 《继新能源转型后，下一个刺激铜消费增长的因素是什么？》（2024/11/12）
- 《有色金属脉动跟踪：大选交易金铜震荡，四重因素看好稀土产业链价值回归》（2024/11/7）
- 《工信部、国家发改委两部门部署建设新材料中试平台》（2024/11/1）
- 《有色金属脉动跟踪：核电新时代，小金属锆有大作为》（2024/10/31）
- 《价格腰斩——镁合金能否成为新的汽车轻量化材料》（2024/10/25）
- 《有色金属脉动跟踪：白银工业属性何时凸显》（2024/10/25）

## 内容目录

第一部分 专题探讨：废钨产业效益显著，再生业务薄利待解 .....	5
1、再生钨是钨原料供应的重要补充 .....	5
2、废钨的价值基本取决于含钨量 .....	6
3、钨回收率受产品本身和消费结构影响 .....	6
4、钨回收率受经济效益影响而处于动态变化中 .....	7
5、再生钨的产业效益与企业经济效益不匹配 .....	9
6、技术与渠道改进有望破解再生业务薄利化 .....	11
第二部分 观点更新（2024年11月03日-11月08日） .....	13
1、贵金属：美国大选落地，周内金价承压 .....	13
2、工业金属 .....	14
1) 铜：化债政策落地，铜价高位震荡 .....	14
2) 铝：高盈利有望持续，绿电铝可能分化 .....	14
3) 铅锌：关注冶炼减产进展，铅锌价格震荡 .....	14
4) 锡：宏观不确定性消退，锡价保持震荡 .....	14
5) 镍：高位继续回落，价格再近成本支撑 .....	15
3、战略小金属 .....	15
1) 钨：钨市场价格小幅上行，持货商让利意愿弱 .....	15
2) 锑：外强内弱持续，关注锑品出口进展 .....	15
3) 钼：价格横盘震荡，10月钢招量再超万吨 .....	15
4) 稀土：四重因素看好稀土产业链价值回归 .....	16
5) 钛：钛材市场需求稳定，海绵钛价格微跌 .....	16
第三部分 宏观趋势及行业动态（2024年11月03日-11月08日） .....	16
1、宏观趋势 .....	16
2、行业动态 .....	18
第四部分 金属价格及板块行情（2024年11月03日-11月08日） .....	19
1、贵金属 .....	19
2、工业金属 .....	20
3、稀有小金属 .....	21
第五部分 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1: 全球钨资源循环流: 回收投入率 35%, 报废回收率 30%.....	5
图表 2: 各类钨产品的含钨量 (%) .....	6
图表 3: 废钨的含钨量决定相对价格区间, 与钨精矿价格联动 .....	6
图表 4: 2021 年全球钨产品回收占比以硬质合金产品为主 (79%) .....	6
图表 5: 2021 年全球再生钨的产品回收率以切削工具最高 (69%) .....	6
图表 6: 各国废钨消费结构及回收投入率对比 .....	7
图表 7: 废钨回收的经济效益主要决定于产品含钨量 .....	8
图表 8: 废钨回收的经济效益随价格上升 .....	8
图表 9: 2023 年中国废钨产量 1.1 万吨, 钨产品报废回收率为 21%.....	8
图表 10: 再生钨的产业效益体现在制造成本、制造周期与节能减排 .....	9
图表 11: 废钨磨削料与 APT 价差约 4 万元/吨, 价差占比约 20%.....	9
图表 12: 废钨刀片与碳化钨粉市场价差约 1.8 万元/吨, 价差占比约 10%.....	9
图表 13: 2021-2023 年格林美钨资源回收利用业务毛利率持续下降.....	10
图表 14: 2022 年中国主要再生钨企业营收和利润率 .....	10
图表 15: 中国废钨回收占比 50%以上为化学法回收钨磨削料.....	10
图表 16: 中国废旧硬质合金回收的技术以锌熔法为主 (49.8%) .....	10
图表 17: 可利用钨废料及回收工艺 .....	10
图表 18: 中国主要地区钨再生资源回收能力 .....	12
图表 19: 再生钨回收体系图示 .....	13
图表 20: 全球 PMI 走低 .....	17
图表 21: 美国 GDP 仍然相对强势.....	17
图表 22: 通胀水平回归合理区间 .....	17
图表 23: 美国流动性有所回升 .....	17
图表 24: 中国 PMI 重回荣枯线以上 .....	17
图表 25: 中国固定资产投资低位震荡 .....	17
图表 26: 地产依然疲软 .....	18
图表 27: 汽车、家电出现修复 .....	18
图表 28: 贵金属价格及涨跌幅 .....	19
图表 29: 黄金价格 .....	19
图表 30: 白银价格 .....	19
图表 31: 钯价格 .....	19
图表 32: 铂价格 .....	19
图表 33: 工业金属价格及涨跌幅 .....	20
图表 34: 铜价及库存 .....	20
图表 35: 铝价及库存 .....	20
图表 36: 铅价格及库存 .....	20
图表 37: 锌价格及库存 .....	20
图表 38: 锡价格及库存 .....	21
图表 39: 镍价格及库存 .....	21
图表 40: 稀有小金属价格及涨跌幅 .....	21
图表 41: 稀土价格及涨跌幅 .....	21
图表 42: 指数变化 .....	22
图表 43: 估值变化 .....	22

图表 44：有色金属板块涨跌幅.....	22
图表 45：有色金属板块上市公司股价涨幅前十.....	23

## 第一部分 专题探讨：废钨产业效益显著，再生业务薄利待解

### 1、再生钨是钨原料供应的重要补充

根据厦门钨业编制的行业标准《再生钨原料》（送审稿），再生钨原料是钨产品制造企业的工序废料或失去原有功能的钨产品及残损品。根据原料形态，再生钨原料可分为粉状及块状两类：

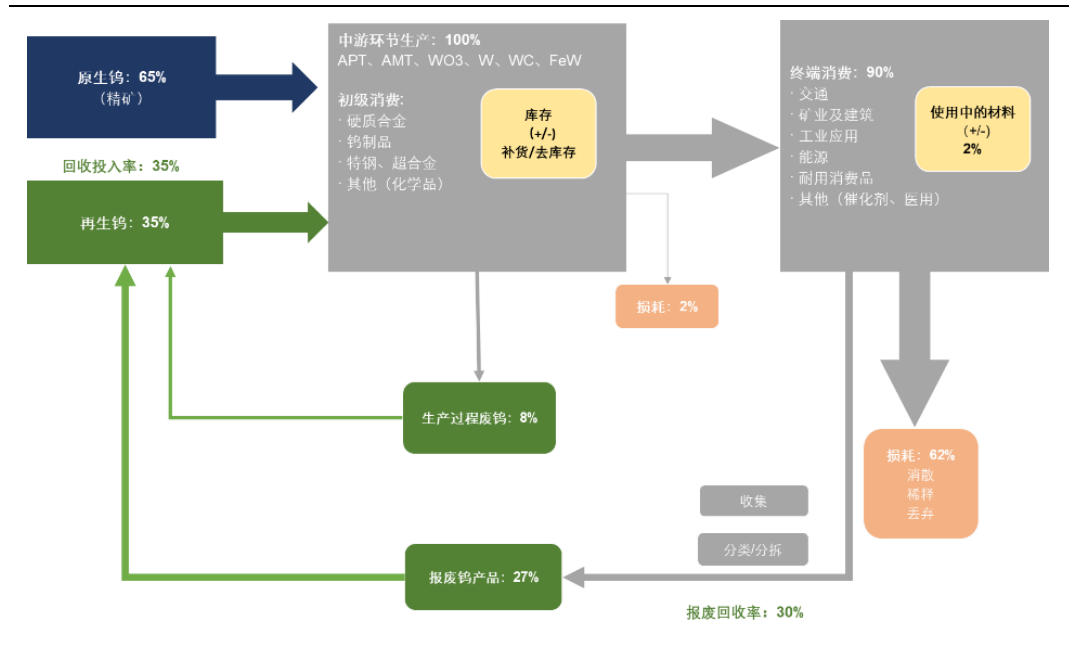
- 粉状再生钨原料来源于碳化钨粉、钨粉、钨酸钾、仲钨酸铵、氧化钨等；
- 块状再生钨原料则是来源于棒材、板材、管材、丝材、带材、微钻等型材，或钨基高比重合金及其压块，以及硬质合金刀具、模具、钉锤、压缸、钨环、地质矿山用工具等。

废钨可以是在生产或加工过程中产生的余料，或各类工业产品、设备、备件中经回收工艺处理后得到。因此从产业链角度，国际钨协会（ITIA）定义了两种回收率：

- 报废回收率（End-of-life recycling rate）指回收终端产品（废钨）的百分比；易从市场统计得出的回收率是指报废回收率。
- 回收投入率（Recycling input rate）指用于采用再生料生产中间产品的百分比，回收废钨包括了中间环节及终端的废料，本文的总回收率均指回收投入率。

根据 SMM 统计，2021 年中国在钨的二次资源中（不计浸出残渣及净化渣中可回收的钨），直接来自深加工过程的废料约为 1/3（中间产品的废料），使用后报废的零部件占 2/3（终端产品的废料）。但是，再生钨市场体系庞杂，中小参与者众多，现有的回收率统计结果存在一定差异。

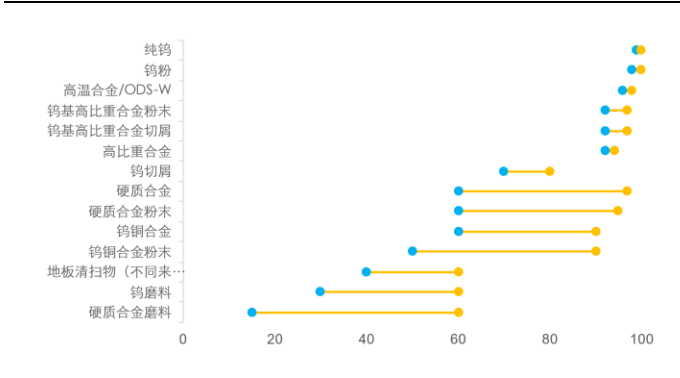
图表 1：全球钨资源循环流：回收投入率 35%，报废回收率 30%



## 2、废钨的价值基本取决于含钨量

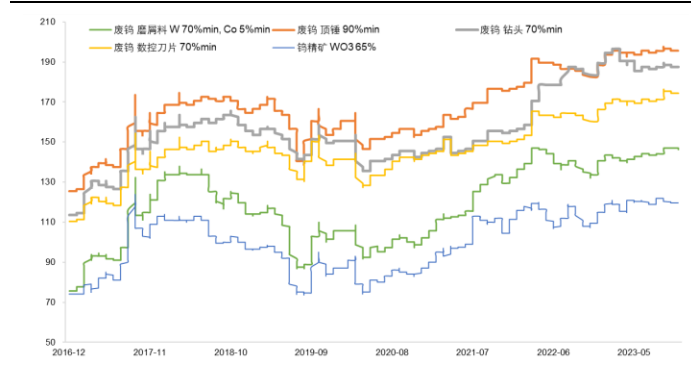
废钨作为钨原料的一种，含钨量是决定回收经济效益的基本因素，钨原料的相对价格区间与含钨量成正比，并且钨原料受相同的供需因素影响，也因此废钨价格与钨精矿价格有紧密的联动关系。此外，考虑再生技术能力，价格还受材料性质与形态影响。比如在硬质合金细分品类中，由于顶锤的材料品质要求高，均匀性稳定，因此在各类废钨中价格较高且波动率低，而废钨磨屑料（也称为替矿类）由于含钨量相对较低，一般需要还原成仲钨酸铵使用，价格则接近钨精矿。

图表 2：各类钨产品的含钨量（%）



资料来源：ITIA，五矿证券研究所

图表 3：废钨的含钨量决定相对价格区间，与钨精矿价格联动

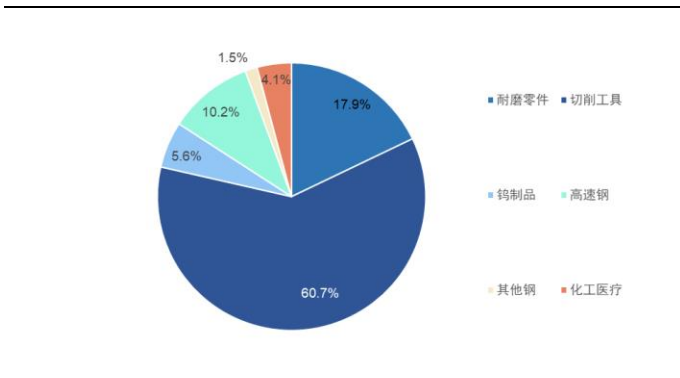


资料来源：亚洲金属网，五矿证券研究所

## 3、钨回收率受产品本身和消费结构影响

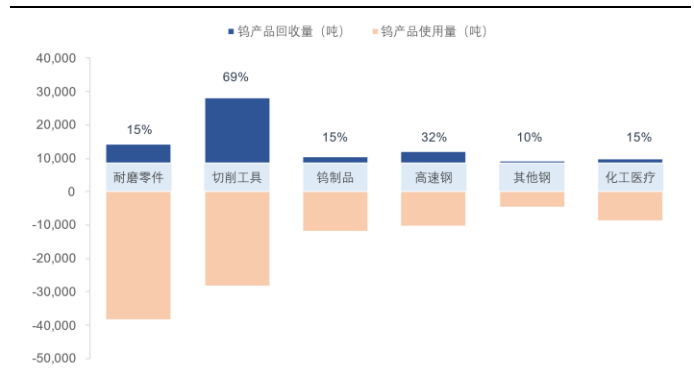
废钨本身的含钨量、材料性质和形态，除了导致价格的不同，也从技术可行性、经济效益上决定了各类废钨的回收率。细分来看，回收率最高的是碳化钨制品，其中切削工具的回收率平均可达 55%，原因在于废旧硬质合金刀具集中在用户而易于收集、含钨量高使得回收的经济效益好、以及已有发展成熟的回收工艺，目前全球大型硬质合金生产商表示回收率可超过 80%。回收率最低的钨化学品为 5-8%，其杂质元素复杂多变、产品含钨量少等原因导致回收经济性较差。钨钢及钨合金（高温合金）、金属钨制品的回收率居中间位置，具体细分产品或废料的回收率则要根据所处工序、制备方式、终端应用领域而定。根据 ITIA 统计，2021 年全球钨产品回收结构中，79%为耐磨零件及切削工具，12%为钨合金，5%为金属钨制品，4%为化工医疗用钨。

图表 4：2021 年全球钨产品回收占比以硬质合金产品为主（79%）



资料来源：ITIA, SMR, 五矿证券研究所

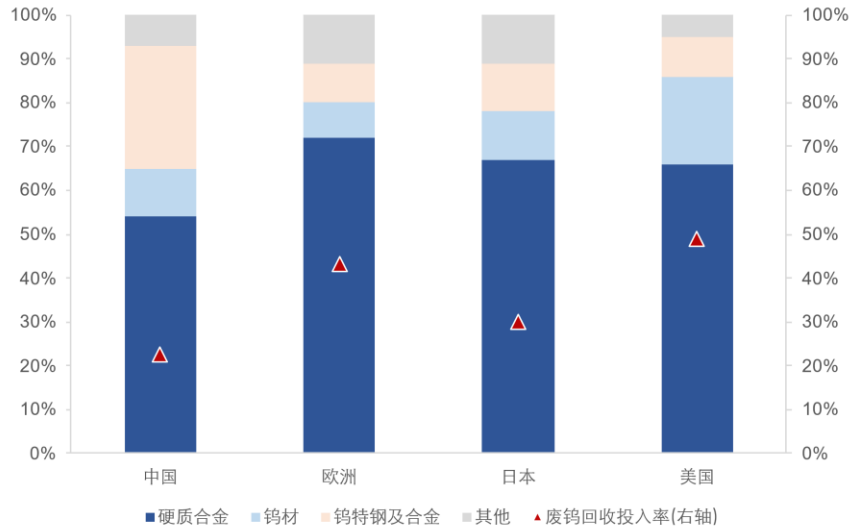
图表 5：2021 年全球再生钨的产品回收率以切削工具最高（69%）



资料来源：ITIA, SMR, 五矿证券研究所

其次，由于废钨产品的回收率各不相同，那么钨的消费结构差异，则对废钨的回收投入率有重要作用。中国硬质合金消费占比长期在 50%左右，并且回收率低的钨特钢占比较大。相较而言，欧洲、美国及日本的硬质合金消费占比已达到 70%以上。从长期视角看，消费结构的变化使回收性更好的碳化钨制品比例上升，则废钨回收率将自然提高。

图表 6：各国废钨消费结构及回收投入率对比



资料来源：ITIA，五矿证券研究所

#### 4、钨回收率受经济效益影响而处于动态变化中

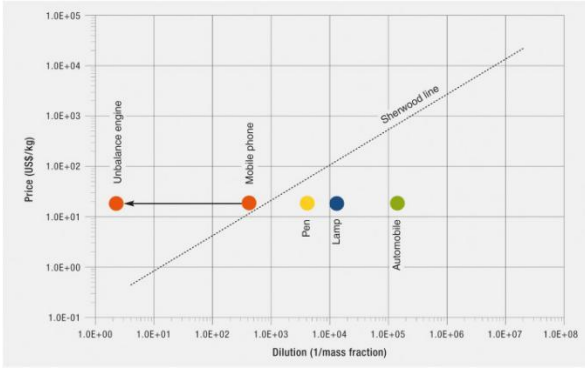
进而，当钨精矿整体供不应求，钨原料价格上升，回收废钨的经济效益增加将促使利用率提高，也因此总回收率实际上处于动态变化中。舍伍德图（Sherwood plot）指出一般情形下的两类情况：

- 1) 当钨原料价格上升时，含量较低的钨产品回收将具有经济效益，类同于当金属价格上涨，矿企可降低矿石边界品位，使得选矿回收率上升。这一情形在图上显示为该产品位置向上移动到舍伍德线（Sherwood line）左上方区域；
- 2) 当较低的人工成本、更好的回收策略或技术使得回收总成本下降，从而获得含钨量更高的初始回收产品，在图上显示为该产品位置向左移动。

钨产品回收的经济性不仅蕴含在含钨量与钨价格的动态变化，也包含例外情况。当含钨废品含有其他有价金属时，则自然会综合考虑回收的总体效益，因此即使该产品的钨含量较低时（显示在舍伍德线右下方），其中的钨也会被回收利用，类同于矿业开发中开采主矿而获得其他高价值伴生矿的情况。

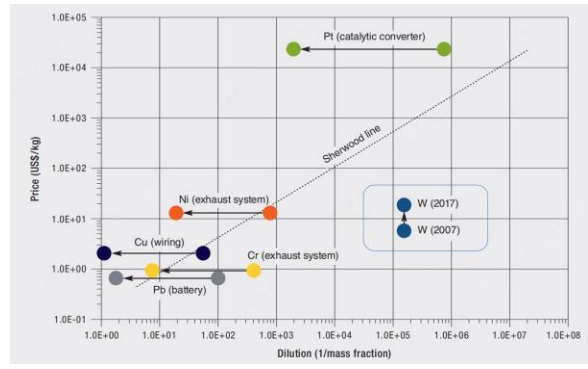


图表 7: 废钨回收的经济效益主要决定于产品含钨量



资料来源: ITIA, 五矿证券研究所

图表 8: 废钨回收的经济效益随价格上升



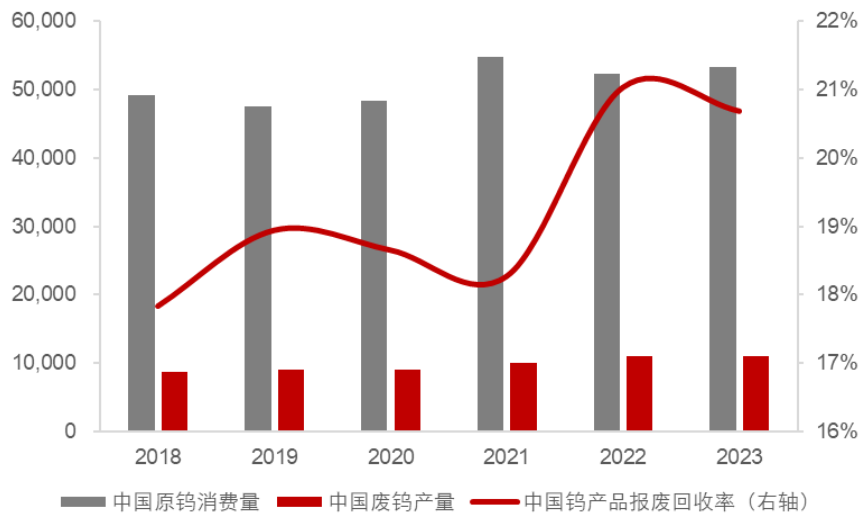
资料来源: ITIA, 五矿证券研究所

不同的钨产品类型可回收率差异较大, 各国在回收技术、消费结构和回收渠道上的条件不同, 导致废钨的实际回收率难以达到理想水平。根据国际钨工业协会 (ITIA), 2019 年欧洲再生钨资源利用量达到 7300 吨, 总回收率 42.9%, 美国利用量 6450 吨, 总回收率 48.9%。

根据安泰科数据, 2023 年中国原钨消费量 5.5 万吨, 废钨产量 1.1 万吨, 报废回收率 21%。若以回收投入率论, 根据《我国钨行业废钨利用率探讨》(祝修盛, 2019) 中以 2016 年的调查数据测算, 扣除出口情况下, 中国钨金属量消费 50720 吨, 其中废钨消费 11320 吨, 回收率已达 22.3%。根据中钨协会, 2023 年中国废旧钨资源二次回收利用量约 2 万吨, 占钨消费的 34.5% (回收投入率)。

根据 ITIA 和 SMR 统计, 2021 年全球钨产品总回收率为 31%, 回收总量为 3.2 万吨。虽然目前全球废钨再生利用仅在 30-35%, 但根据 ITIA 分析, 在现行经济和技术上条件下, 若政策支持得当及钨企重视程度提高, 总回收率有望达到 56%。

图表 9: 2023 年中国废钨产量 1.1 万吨, 钨产品报废回收率为 21%



资料来源: 安泰科, 五矿证券研究所



## 5、再生钨的产业效益与企业经济效益不匹配

**再生钨的产业效益与企业的经济效益不匹配。**以产业作用论，钨资源供应中再生钨占比约为35%，不仅对钨资源供需基本面有重要影响，还有发挥钨产业控制、缓解钨矿过度消耗的作用。废钨回收后，一般再加工为碳化钨粉或仲钨酸铵（APT），在制造成本、制造周期与节能减排上直接创造产业效益。以碳化钨粉为例，生产1吨原生碳化钨需要消耗2吨钨精矿（折WO<sub>3</sub> 65%），生产周期1个月以上，制造成本约2.45万元。而生产1吨电熔碳化钨粉或钨熔合金粉，消耗1.1-1.2吨废旧硬质合金，生产周期为7-20天，制造成本仅1-1.5万元（未包括废钨拆卸、运输和分选等环节涉及的回收成本）。

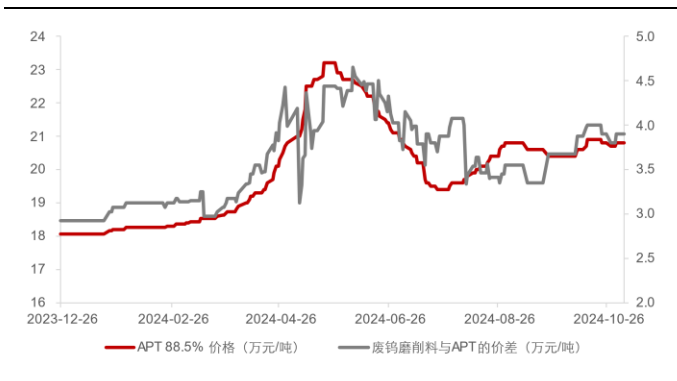
图表 10：再生钨的产业效益体现在制造成本、制造周期与节能减排

	传统钨冶炼	废钨再生
原材料	1.8-2 吨钨精矿	1.1 吨废旧硬质合金
原材料成本（万元/吨）	12	16-20
制造周期（天）	30	7-20
制造成本（万元）	2.45	1-1.5
产生废渣量（吨）	0.4-0.5	1t 废钨中可回收 0.8-0.9t 的钨金属，产生 0.1t 废渣
产生废水量（吨）	1.28	0.23
耗能（kW·h）	23.45	2.36

资料来源：《中国再生钨资源回收利用现状及建议》（匡兵，余泽全著），《废旧硬质合金中回收利用钨的现状与建议》（赵玉玲等著），五矿证券研究所

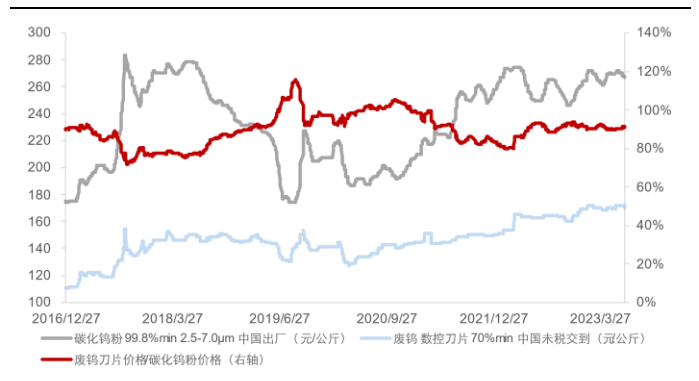
**但站在企业角度，废旧金属再生的盈利方式类同于金属冶炼环节，主要是赚取加工费。**废钨价格随行就市，企业的采购成本占比较大。以精废价差而言，废钨磨削料（折吨 APT）与 APT（WO<sub>3</sub> ≥ 88.5%）市场价差在 4 万元/吨左右，占 APT 价格约 20%；废钨刀片（折吨碳化钨）与碳化钨粉（W ≥ 90%）市场价差在 1.8 万元/吨，占比约 10%。因此，金属回收业务薄利化是普遍情况，且通常源于成本的压缩，而非受益于钨原料价格的上涨。根据中国钨业协会数据，2022 年中国主要再生钨企业利润率均在 10% 以下。根据格林美公司公告，由于原料采购成本上升，2021-2023 年钨资源回收利用业务毛利率从 14.1% 下降至 6.8%，此与 2020 年以来钨精矿价格的上升趋势成反比。

图表 11：废钨磨削料与 APT 价差约 4 万元/吨，价差占比约 20%



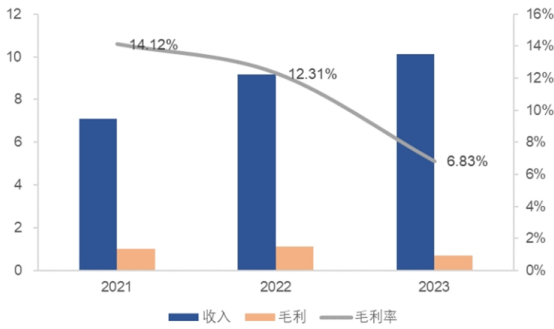
资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

图表 12：废钨刀片与碳化钨粉市场价差约 1.8 万元/吨，价差占比约 10%



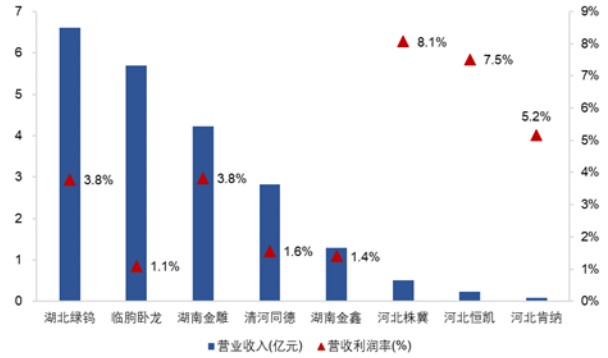
资料来源：中国钨业协会，五矿证券研究所

图表 13: 2021-2023 年格林美钨资源回收利用业务毛利率持续下降



资料来源: 格林美, 五矿证券研究所

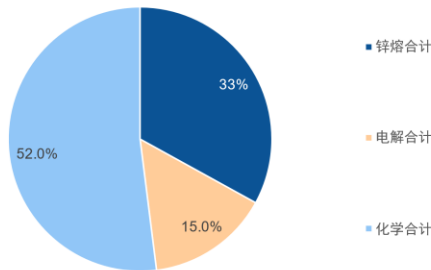
图表 14: 2022 年中国主要再生钨企业营收和利润率



资料来源: 中国钨业协会, 五矿证券研究所

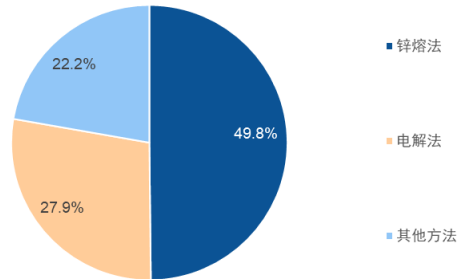
**废钨再生技术成熟, 面临同质化竞争。**根据《中国再生钨资源回收利用现状及建议》(匡兵, 2021), 目前已形成锌熔法、电熔法和化学法三大主流再生钨资源回收利用工艺, 主要是面向废旧硬质合金、钨磨削料的回收, 制备成碳化钨粉、钴粉及混合料、仲钨酸铵与钨酸铵。结合前文从产品性质、消费结构上看, 硬质合金工具的回收潜力最大, 主流技术成熟, 因此也面临一定的同质化竞争。目前废旧硬质合金的再生技术以锌熔法为主, 占比接近 50%, 但是锌熔法去除杂质能力低, 只能制为中低端碳化钨粉; 电解法无法控制颗粒度, 一般还原为中粗粒度而无法制成超粗和超细, 且能耗比较高; 钨磨削料则可通过化学法还原为粗钨酸钠, 再制为 APT, 避开还原为碳化钨成品质量不高的问题。

图表 15: 中国废钨回收占比 50%以上为化学法回收钨磨削料



资料来源: 《中国再生钨资源回收利用现状及建议》(匡兵, 余泽全著), 五矿证券研究所

图表 16: 中国主要企业废旧硬质合金回收以锌熔法为主 (49.8%)



资料来源: 中国钨业协会, 五矿证券研究所

图表 17: 可利用钨废料及回收工艺

钨废料类型	废钨回收工艺	制成品	回收率	优点	缺点	加工成本
低钴废旧硬质合金 (钴的质量分数 ≤ 12%)	锌熔法	碳化钨、钴混合料	> 98%	工艺流程短、设备简单、投资小、成本低、环保压力小, 硬质合金彻底还原为粉末	能耗高、粉末中杂质无法取出, 要求废料品种单一	1-1.2 万元/t
废旧硬质合金 (高钴含量 [w(Co)] > 12%)	电熔法/电解法	碳化钨、钴粉	> 96%	工艺稳定、能获得高纯度的钴、可实现钴和碳化钨分离回收, 将黏接相进行彻底分离和提纯, 非金属杂质得到去除	流程长、投资较大、损耗略大、加工成本较高	1.4-1.5 万元/t

钨废料类型	废钨回收工艺	制成品	回收率	优点	缺点	加工成本
废旧硬质合金	高温处理法	粗大晶粒碳化物合金	> 95%	工艺流程短、设备配套简单、回收的硬质合金混合料比较清洁、对环境的污染程度小、回收率较高、加工成本相对低	能耗较高，在高温过程中有一部分钨会流失等，最大的问题是回收的混合料只宜制作粗大晶粒碳化物合金	0.7-0.8 万元/t
低钴废旧硬质合金 ([w (Co)] < 10%)	机械破碎法	硬质合金细粒	-	工艺简单、流程短、能耗低、不污染环境、加工成本低	机械破碎情况下硬质相和黏结相的结合没有彻底分离，破碎过程中氧含量可能增加，混合料中含铁（工具材料碎屑），不适于韧性好的高钴合金	0.5 万元/t
钨磨削料	化学法/湿法	钨酸钠、APT	-	回收工艺根据原料成分、各地环保要求不同有很大区别		
纯钨边角料	直接用作特钢熔炼的合金添加剂	-	-	-		

资料来源：《中国再生钨资源回收利用现状及建议》（匡兵，余泽全著），《废旧硬质合金中回收利用钨的现状与建议》（赵玉玲等著），五矿证券研究所

根据 SMM 统计，2021 年中国硬质合金产量 5 万吨、消费量 3.82 万吨的情况下，市场年回收量 1.5 万吨，回收率为 30%（扣去出口量的回收率为 39.2%）。以产能而言，中国超过 50% 为低附加值磨削料，硬质合金为 49.4%，且还原产品以中低端碳化钨粉为主。相比而言，全球钨品回收的总量中，硬质合金占比高达 79%。

由于碳化钨制品需求增长和回收体系改善，我们预计，未来锌熔法处理的硬质合金总吨位仍会增加。锌熔法的回收产线（锌熔炉+球磨机）的投资成本较低，使后端企业也可具备基本回收能力。欧美约有三分之一的硬质合金硬废料通过锌熔法回收，大约有三分之二通过化学回收。锌熔法的回收工艺成熟，投资门槛也逐渐降低，这使得更多的企业开始涉足废旧硬质合金回收领域，促进了行业的快速发展。而中国的回收网络较为分散，此外高品质再生利用技术仍处于尝试阶段，也使得此类产线仍具一定经济效益。

## 6、技术与渠道改进有望破解再生业务薄利化

回收产业主要围绕两个关键问题：“产业如何提高废金属回收率”以及“企业如何提高回收业务效益”，问题彼此相互关联。影响金属回收率的因素众多，直接因素如废料本身的含金量、价格水平；间接因素则有消费结构、技术水平、回收体系完善程度、产业税收及废料进出口政策。同时我们认为，企业保有长期稳定的经济效益，是钨回收率能够不断提升的基础。而企业提升业务效益的可控因素是自身的回收渠道与再生技术，达到降本、提质的目标。

首先，废旧硬质合金再生料的品质是企业增利瓶颈。低品质再生料只能制备为中低端碳化钨制品如矿用工具等，下游市场需求有限。结合前文，不同再生工艺有其特点及适用范围差异，单一的工艺方法很难完全满足回收成本低、能耗小、无污染且回收料品质高的要求。因此多种工艺原理相结合，集不同工艺特点于一体的回收技术是未来关于废旧硬质合金的主要发展方向。也因此，对于众多中小回收企业而言，难以走向兼具技术水平、投资及回收规模的发展路径。对于头部企业而言，则可着力于突破废旧硬质合金处理的技术瓶颈以达到或接近原生料品质，以提高业务的相对利润。

在加工再生环节，海外内硬质合金企业的精细化经营策略，还包括加强资源综合回收，充分利用金属废品含有的其他有价金属；研发新技术，以扩大产品回收及可再生范围，提升规模经济效益；以翻新维修方式利用废旧硬质合金产品；延长产品链，制造下游附加

值高的碳化钨制品。

图表 18：中国主要地区钨再生资源回收能力

产地	废钨利用企业数	废钨处理能力（吨/年）	工艺	原料
河北清河	60	6000	锌熔、电熔	废旧硬质合金
浙江乐清、台州	10	1000	锌熔、破碎	废旧硬质合金
四川自贡	5	700	电熔、破碎	废旧硬质合金
湖南株洲	8	1000	锌熔	废旧硬质合金
湖南安化	9	10000	湿法冶金	磨削料
湖南宁乡	5	4000	湿法冶金	磨削料
湖北荆门	1	1500	电熔	废旧硬质合金
		3000	湿法冶金	磨削料
山东临朐	1	3000	电熔	废旧硬质合金
福建厦门	1	3000	氧化法	各类含钨废料
江苏泰州	1	1000	湿法冶金	磨削料
		1000	硝石法	废旧硬质合金
其他	5	400		
<b>总计</b>	<b>106</b>	<b>35600</b>		
其中：钨磨削料	16	18000	湿法冶金	磨削料

资料来源：《推动再生钨资源产业高质量快速发展》（方奇著），五矿证券研究所

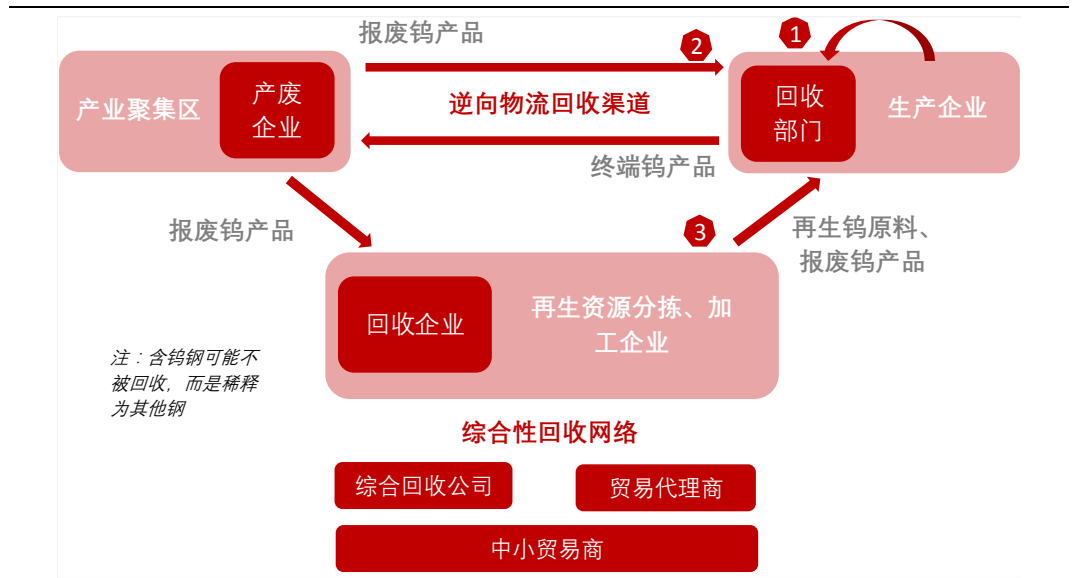
**其次，控制回收成本，建立有竞争力的回收网络。**再生资源回收体系庞杂，废钨回收路径多元，存在难以统计到的市场部分。回收路径通常分为三类：

- 1) 内部循环方式，钨产品生产商回收内部流程中产生的各类中间环节废品；
- 2) 从下游客户定向回收，钨产品生产商以回购计划获取客户手中废钨，如山特维克等企业还会辅助产品分离拆卸、运输等环节以保障回收过程，也提供磨损刀具的翻修服务；
- 3) 钨回收企业或贸易商从市场中收购，当下游客户如大型汽车厂商、军工企业等，钨制品使用量较大，则会采取招标方式销售积存废钨。

**定向回收在回收成本和废料品质保障上要优于从市场分散收购。**一般而言，企业从外部回收废钨，主要分为从终端客户定向回收或从市场收购，回收成本因所应用的行业（汽车、矿业）而不同，各要素如钨产品的易拆卸程度、运输距离、是否容易收集，综合决定钨产品回收成本。

定向回收一般通过为客户提供整体解决方案中构建资源闭环，成熟的定向回收计划包含产品设计、生产、使用及翻新利用、回收、再生的闭环流程。定向回收模式在欧盟、美国、日本硬质合金工具生产商及其终端客户之间更为普遍，该方式较市场收购更节省人力及信息搜集投入，并且可保障废钨品质更为稳定一致，因而整体回收成本更低。

图表 19: 再生钨回收体系图示



资料来源：前瞻产业研究，五矿证券研究所

最后，对于市场收购路径而言，产业政策是主导回收体系的强势力量。税收政策在影响企业回收成本及塑造回收体系上有重要作用，而废金属进口政策及回收业务的海外扩张，则影响到资源回流中国供应链体系的总量大小。

废钨的回收存在时滞性，钨产品的损耗时间和数量难于估计，因此形成由专门回收商统一打包收购的模式。其中，中国既有专门的回收公司，也存在大量不纳增值税的中小贸易散户。由于回收企业从大量散户中回收废料，缺少进项票，（专票）影响增值税进项税额的抵扣，以及企业所得税的抵扣，提高了回收企业的税务成本。

2024年3月13日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，推广资源回收企业向自然人报废产品出售者“反向开票”做法，配合再生资源回收企业增值税简易征收政策（《关于完善资源综合利用增值税政策的公告》（财政部 税务总局公告2021年第40号））。以往向自然人回收报废产品难以开发票，导致进项税无法抵扣后，回收企业承担了较多的税费，“反向开票”则可以降低企业的税负压力。

近年来，中国逐渐加强废钨回收，发挥钨冶炼的技术优势提高对钨磨削料的利用、龙头企业加强高质量再生技术突破，以及产业政策改革从税收提供优惠，扶持正规回收企业壮大。改革动能持续释放下，钨资源二次利用率（回收投入率）有望在当前34.5%水平继续提升。

## 第二部分 观点更新（2024年11月03日-11月08日）

### 1、贵金属：美国大选落地，周内金价承压

美国历史降息周期中，黄金确定性更大。本周，黄金价格受到美国总统选举扰动，11月6日，特朗普在美国总统选举中获胜，当日美元大幅升值，美债收益率大幅上涨，抑制黄金价格；后续美联储如期降息25bp，但删去了“委员会对通胀率持续向2%迈进的信心增强”这一表



述，经济前景不明朗，FOMC 对其双重使命面临的风险保持关注。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：化债政策落地，铜价高位震荡

本周，铜价处于震荡偏弱走势。宏观方面，美国总统大选落地后，美元指数上涨抑制商品价格；隔天美联储降息 25bp，周五全国人大常委会举办新闻发布会，化债政策落地，铜价企稳回暖。基本面方面，受到近期铜价波动，市场买卖双方观望情绪均较重，在铜价下跌时有小部分消费回暖，国内库存连续三周去库。本周中国 TC 现货价格为 11.2 美元/吨，较上周下跌 1.9 美元/吨。

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

### 2) 铝：高盈利有望持续，绿电铝可能分化

同样受到美联储降息落地超预期影响，铝价高位震荡，但国内外电解铝库存仍在下行通道，对应即将到来的传统旺季，下游补库需求可能抬升。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 年以来中国电解铝完全成本 1.74 万元/吨，平均电价约 0.42 元/度。同时阳极价格下行，行业平均盈利 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：关注冶炼减产进展，铅锌价格震荡

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（CZSP T）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：宏观不确定性消退，锡价保持震荡

宏观政策确定性增强，厄邦复产消息反复，锡价维持震荡。宏观方面，美国大选及美联储降息落地，国内明确化债规模，宏观不确定性消退。供给方面，缅甸厄邦工矿局通知办理探矿、采矿许可证，但又出台禁令严禁停工停产期间私自偷挖乱采，复产消息反复，实际进展未定。据海关数据，9 月份国内锡矿进口量为 0.78 万吨（折合约 3859 金属吨）环比-10.79%，网比+8.40%，较 8 月份减少 469 金属吨。1-9 月累计进口量为 123 万吨，累计同比-31.05%。据上海有色网数据，10 月份国内精炼锡产量为 15523 吨，较 9 月份环比 0.6%，较去年同比-7.3%，1-10 月累计产量为 153573 吨，累计同比 2.37%。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+392 至 10465 吨，LME 库存-150 至 4520 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，厄邦若全面复产，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：高位继续回落，价格再近成本支撑

本周镍价继续回落，镍铁价格波动较大。1) 镍矿方面，近期镍矿新审批配额落地，引发了对印尼内贸红土镍矿升水价格的看跌预期，而菲律宾即将进入雨季，镍矿价格或将持稳。2) 青山因矿石紧张导致镍铁有所减产，而不锈钢价格倒挂导致询盘重回冷清，高镍铁主流成交价在 1027.5-1047.5 元/镍，当前国内冶炼厂利润较前期修复，部分冶炼厂已出现利润，生产驱动走强下预期产量小幅增长，并且印尼镍铁产量预期增加，价格承压。3) 纯镍方面，累库趋势不变，LME 纯镍库存达到 13.55 万吨，环比上周增加 1152 吨，SMM 国内社会库存 3.55 万吨，环比上周增加 828 吨。

短期镍价持续回落，价格再度逼近成本线，下方空间有限。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停产，而印尼供应扰动风险逐渐加剧，印尼能源与矿产资源部长巴赫里尔 (Bahlii Lahadalia) 表示，该国正在控制其矿商生产的镍矿石数量，以平衡市场供需，未来镍价长期看印尼矿端政策，我们认为随着供需双增叠加价格压力，矿业政策变化在所难免，镍价长期将在成本线附近震荡。

## 3、战略小金属

### 1) 钨：钨市场价格小幅上行，持货商让利意愿弱

上周钨市场维稳运行，成交相对冷清。截至 11 月 08 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，市场供应端仍有支撑，现货紧张，持货商让利弱；仲钨酸铵价格为 21 万元/吨，跟随钨矿小幅上涨，需求面反馈一般；钨粉价格 311 元/千克，碳化钨粉价格 310 元/千克，合金端需求待修复，上游成本端支撑为主；70 钨铁为 21.2 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，上周美国大选结果落地，正反推动因素同时出现，后市存在复杂的两面性。根据中钨在线，分别来讲，特朗普胜选后表态要解决巴以、俄乌战争，武力战争局势扩大化的预期有所缓解，钨作为战略资源的储备需求可能减少，相关因素不利钨价；但是中美贸易战下，欧美对中国关税壁垒可能强化，钨作为中国优势关键矿物的价值有望被重估，则利好后市价格。

### 2) 锑：外强内弱持续，关注锑品出口进展

本周国外价格继续攀高，2#锑锭报价 33000-34900 美元/公吨，较上周均价再涨 1.65%；国内价格 1#锑锭出厂价格 14.4-14.7 万元/吨，继续下跌 0.69%。大厂继续挺价，而国内需求弱势，光伏玻璃持续减产，中间商受库存压力仍有低价出货的压力。

9 月份，受出口管制政策的影响，市场上出现了海外订单在窗口期集中出口的现象，氧化锑的出口量记录为 4548.8 吨，环比+34.2%；锑锭出口 1450.48 吨，环比+243.6%。原料方面，进口“其他锑矿砂及其精矿” 4251.94 实物吨，环比小幅下降，主要从泰国和吉尔吉斯斯坦进口，分别进口 1764.32 实物吨、1028.71 实物吨。

短期矛盾主要体现在国内锑品出口限制，国内外供给错配，氧化锑出口仍是重点关注问题，我们认为海外价格高企对原料成本仍有支撑，但需求端改善仍需等待，锑价偏弱运行为主。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，继续看好长期战略金属锑价格。

### 3) 钼：价格横盘震荡，10 月钢招量再超万吨

钼价横盘整理，10 月钢招量再超万吨。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，10 月钢招量再超万吨。据亿览网消息，2024 年 10 月国内下游钢厂钼铁招标量达 10100 吨，创历年 10 月新高。



短期看，旺季逐步结束钢招需求仍然稳定，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，我们认为钼需求将维持高景气。

#### 4) 稀土：四重因素看好稀土产业链价值回归

北方稀土延续上调 11 月镨钕挂牌价，重点品种价格如期良性回归，考虑磁材厂前期库存结构相对健康，价格仍有望小幅攀升。氧化镨钕 41.66 万元/吨，环比上涨 0.2%；金属镨钕 51.6 万元/吨，环比+0.2%。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，海绵钛价格微跌

上周钛矿市场价格运行偏弱。截止 11 月 08 日，钛精矿市场价 (TiO<sub>2</sub>>47%) 2330 元/吨，钛中矿 (38-40% TiO<sub>2</sub>) 1500 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% TiO<sub>2</sub>) 价格 2500 元/吨，澳大利亚矿价格 (50-54% TiO<sub>2</sub>) 2700-2750 元/吨。根据钢联数据，10 月钛精矿产量 61 万吨，环比+9.1%，同比+1.2%，市场整体处于供求双弱态势。

钛金属市场暂维稳运行，场内观望为主。根据钛之家，各地钛项目陆续启动，钛材订单出现回升，钛热轧卷、钛钢复材出现明显增长趋势，钛合金棒、线材有小幅增长，钛管和钛焊管需求量则处于相对低位。截至 11 月 08 日，0 级海绵钛成交价 4.3 万元，1 级海绵钛成交价 4.15 元/吨，价格持续下跌，销售量未有明显增长态势，因此企业仍有较大库存压力，钛废料作为海绵钛的替代品也面临销售不畅。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，小吨铸锭销售订单增长，合金端价格需求和价格保持稳定。

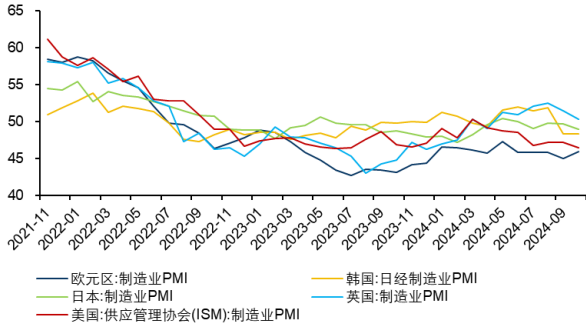
### 第三部分 宏观趋势及行业动态(2024 年 11 月 03 日-11 月 08 日)

#### 1、宏观趋势

全球宏观趋势方面，全球 PMI 走低，受美国总统大选不确定性等影响，10 月美国制造业 PMI

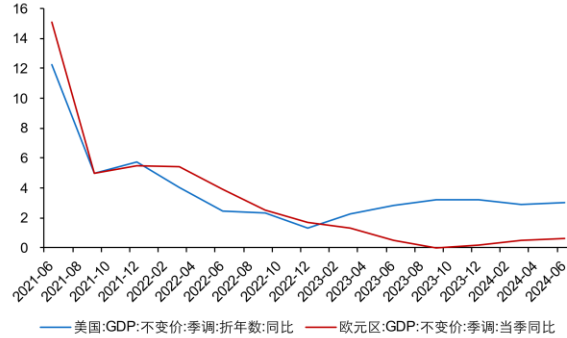
为 46.5，创下 15 个月新低；受全球需求不佳等影响，亚洲制造业活动在 10 月也陷入停滞，韩国 10 月制造业 PMI 为 48.3，连续二月萎靡不振；日本制造业 PMI 为 49.2，连续 4 个月低于景气荣枯点 50。9 月美国和欧洲 CPI 指数同比分别 2.4%、1.7%，通胀水平回归合理区间；9 月美国 M1 同比+0.23%，M2 同比+2.61%，美国流动性有所回升。

图表 20：全球 PMI 走低



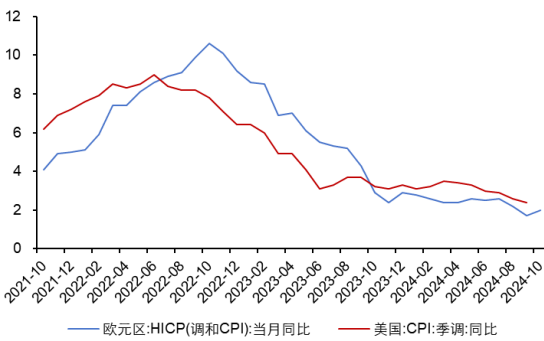
资料来源：同花顺 iFinD, 五矿证券研究所

图表 21：美国 GDP 仍然相对强势



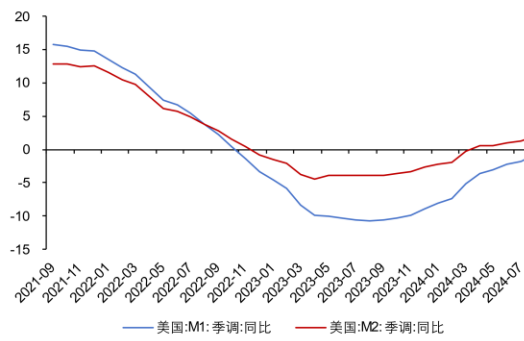
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 22：通胀水平回归合理区间



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 23：美国流动性有所回升



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

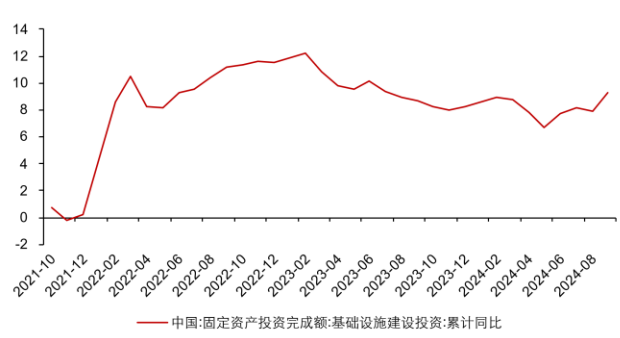
中国宏观趋势方面，10 月制造业 PMI 为 50.1，重回 50 枯荣线以上，反弹超预期；9 月固定资产投资低位震荡；地产依然疲软，房地产开发投资、新开工施工面积、销售面积和竣工面积的累计同比表现不佳；汽车、家电出现修复，汽车销售当月同比、限额以上企业商品零售中家电和音像器材类的当月同比数据有相对积极变化。

图表 24：中国 PMI 重回荣枯线以上



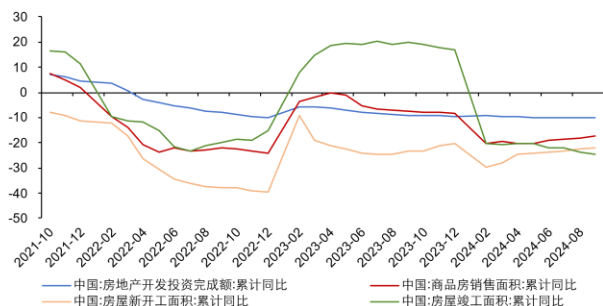
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 25：中国固定资产投资低位震荡



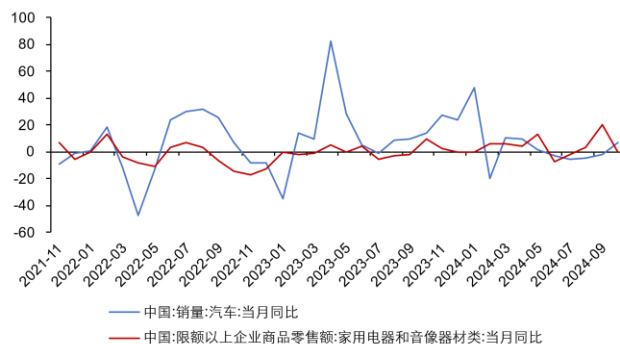
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 26: 地产依然疲软



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 27: 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

### ➤ Codelco: 10月产量超预期

今年第三季度, Anglo American 铜产量下降了 13%; 2024 年前 9 个月的铜产量下降 4% 至 57.5 万吨。尽管 Anglo American 评估未来将进一步削减产量, 铜产量仍将达到 73 万至 79 万吨。今年五月, 在拒绝 BHP 的收购要约后, 这家矿业巨头重组业务, 重心将放在能源过渡金属铜。

### ➤ 伦丁矿业: 三季度铜产量环比增加 25%, 镍产量环比减少 48%

2024 年 11 月 6 日, 伦丁矿业 (Lundin Mining Corporation) 宣布截至 2024 年 9 月 30 日的 2024 年第三季度财务业绩报告。报告显示, 第三季度公司毛利润为 2.918 亿美元, 调整后的息税折旧及摊销前利润 (EBITDA) 为 4.577 亿美元, 这反映了铜、锌和黄金的实现价格上涨, 但部分涨幅被锌和镍销量下降所抵消。三季度公司铜产量为 10 万吨, 环比增加 25%, 同比增加 11%; 锌产量为 4.66 万吨, 环比减少 2%, 同比减少 6%; 镍产量为 893 吨, 环比减少 48%, 同比减少 79%。

### ➤ 紫金矿业: 拟收购泛美白银旗下秘鲁 La Arena 金矿和二期项目 100% 权益

11 月 7 日, 紫金矿业公告, 境外全资子公司金誉 (新加坡) 矿业有限公司拟以 2.45 亿美元, 以及二期项目商业化生产后 5000 万美元的或有付款和 1.5% 黄金净冶炼收益的权益金为对价收购 Pan American Silver Corp. (「泛美白银」) 旗下秘鲁 La Arena 金矿和二期项目 100% 权益。本次交易已获得中国和加拿大相关政府部门的批准。

### ➤ 泰克资源: 计划到 2030 年提升铜产量至 80 万吨/年

11 月 5 日, 泰克资源公司 (Teck Resources) 计划到本十年末使铜的年产量达到 80 万吨。该公司的核心增长计划是在未来四年内投资 32-39 亿美元, 旨在推进四个关键项目: 智利 Quebrada Blanca (QB) 的优化、加拿大 Highland Valley Copper 延长使用寿命、秘鲁的 Zafranal 和墨西哥的 San Nicolás 项目。泰克资源总裁兼首席执行官 Jonathan Price 表示, 铜产量从 2023 年的 29.7 万吨增至今年的 42-45.5 万吨, 明年将升至 51-59 万吨。

## 第四部分 金属价格及板块行情(2024年11月03日-11月08日)

### 1、贵金属

截至11月08日，COMEX金下跌1.79%至2686美元/盎司，同比涨幅37.92%；COMEX银下跌7.24%至31.35美元/盎司，同比涨幅39.45%；LME铂下跌1.69%至987美元/盎司，同比上涨9.79%；LME钯下跌10.04%至1013美元/盎司，同比下跌5.59%。

图表 28: 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	2686.20	-1.79%	2.75%	10.58%	37.92%
COMEX 银: 美元/盎司	31.35	-7.24%	-2.63%	8.84%	39.45%
LME 铂: 美元/盎司	987.00	-1.69%	1.02%	2.81%	9.79%
LME 钯: 美元/盎司	1013.00	-10.04%	-5.59%	7.54%	-5.59%
上海黄金期货合约: 元/克	616.88	-1.38%	3.72%	10.14%	30.89%
白银现货:Ag(T+D): 元/千克	7732.00	-2.79%	1.07%	9.09%	34.77%

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 29: 黄金价格



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 30: 白银价格



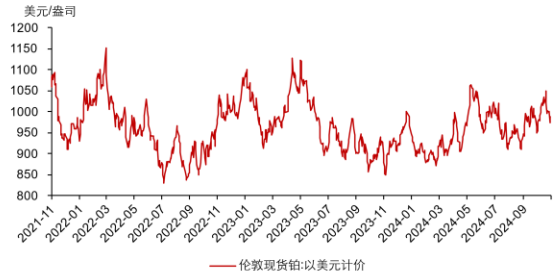
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 31: 钯价格



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 32: 铂价格



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

## 2、工业金属

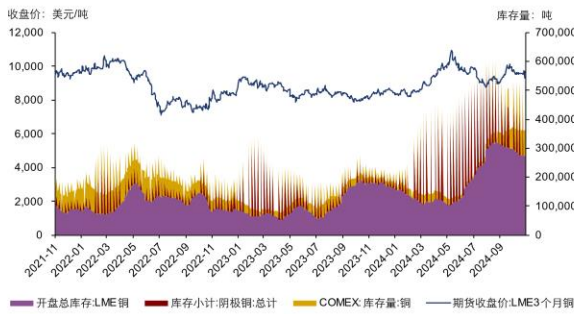
截至11月08日,LME铜下跌1.11%至9433美元/吨,同比涨幅16.37%;LME铝上涨0.92%至2627美元/吨,同比涨幅16.03%;LME铅下跌0.74%至2023.50美元/吨,同比跌幅7.90%;LME锌下跌2.67%至2984美元/吨,同比涨幅14.46%;LME镍上升1.18%至16310美元/吨,同比跌幅11.84%;LME锡下跌0.08%至31775美元/吨,同比涨幅27.35%。

图表 33: 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	9433.00	-1.11%	-3.33%	6.82%	16.37%
LME 铝	2627.00	0.92%	2.22%	14.47%	16.03%
LME 铅	2023.50	-0.74%	-3.92%	-0.78%	-7.90%
LME 锌	2984.00	-2.67%	-3.01%	8.89%	14.46%
LME 镍	16310.00	1.18%	-8.16%	0.83%	-11.84%
LME 锡	31775.00	-0.08%	-3.43%	3.91%	27.35%

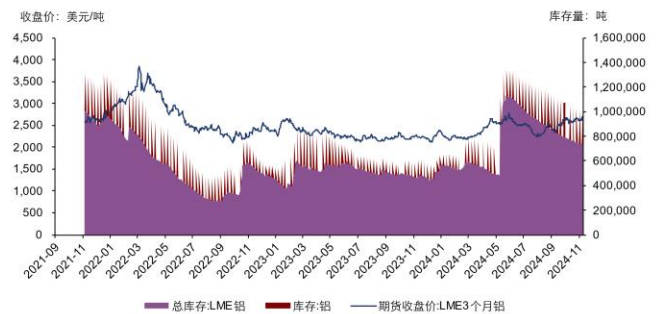
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 34: 铜价及库存



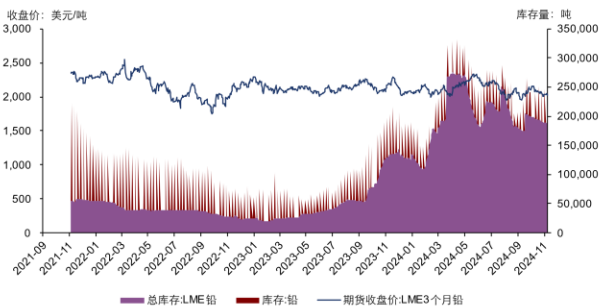
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 35: 铝价及库存



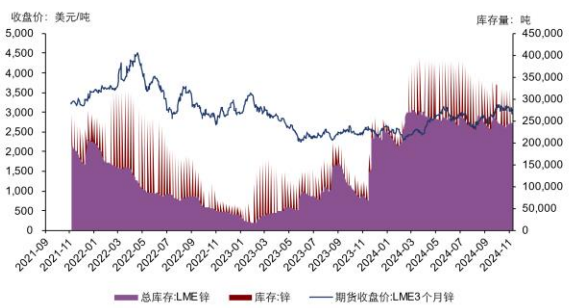
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 36: 铅价格及库存



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

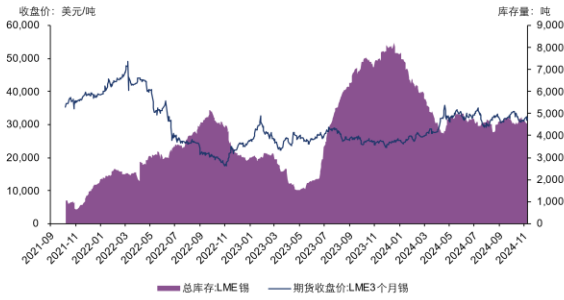
图表 37: 锌价格及库存



资料来源: Wind, 五矿证券研究所



图表 38: 锡价格及库存



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 39: 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 11 月 08 日, 碳酸锂上涨 2.08% 至 7.55 万元/吨, 同比跌幅 51.77%; 钨精矿上涨 1.06% 至 14.25 万元/吨, 同比跌幅 18.99%; 钴上涨 1.78% 至 17.4 万元/吨, 同比跌幅 33.85%; 其他品种变化不大。

图表 40: 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	75460.00	2.08%	-2.41%	-5.96%	-51.77%
海绵钛-国产: 元/千克	42.50	0.00%	-1.16%	-10.53%	-23.56%
钨精矿-江西: 元/吨	142500.00	1.06%	2.52%	7.95%	18.99%
海绵锆-国产: 元/千克	180.00	0.00%	0.00%	0.00%	-3.74%
钼-河南: 元/吨度	3750.00	0.00%	1.63%	3.02%	17.19%
锆:Diox99.99% 美元/千克	2400.00	0.00%	30.36%	39.31%	87.18%
长江有色市场:钴:1# 元/吨	174000.00	1.78%	11.69%	-18.10%	-33.85%
长江 1# 锑: 元/吨	142960.00	0.00%	0.00%	1.96%	95.20%
1# 镁锭: 元/吨	18990.00	0.26%	-0.05%	-0.05%	-24.80%

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

氧化锆铍上涨 0.04% 至 42.3 万元/吨, 同比下跌 17.25%, 其他品种变化不大。

图表 41: 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
轻稀土氧化镨铈 (元/吨)	423390.00	0.04%	-2.97%	13.13%	-17.25%
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%	39.73%
重稀土氧化钇 (元/吨)	41970.00	0.00%	0.00%	0.00%	-5.60%
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)	5990.00	0.00%	-1.64%	14.75%	-24.65%

重稀土氧化铈（元/千克）	170.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
重稀土氧化镨（元/千克）	1690.00	0.00%	-10.58%	-3.98%	-33.98%

资料来源：Wind, 五矿证券研究所

指数变化方面，截至 2024 年 11 月 08 日，上证指数收于 3452.3 点，周涨幅为 5.26%；有色（申万）收于 4894.26 点，周涨幅为 6.62%。

估值变化方面，有色（申万）的 PE（TTM）为 20.7，本周变动为 0.72；万得全 A 的 PE（TTM）为 19.15，本周变动为 1.09。

图表 42：指数变化

2024/10/11	本周指数	周涨幅 (%)	月涨幅 (%)	年涨幅 (%)
上证指数	3,452.30	5.26	3.47	12.92
有色(申万)	4,894.26	6.62	2.81	16.78

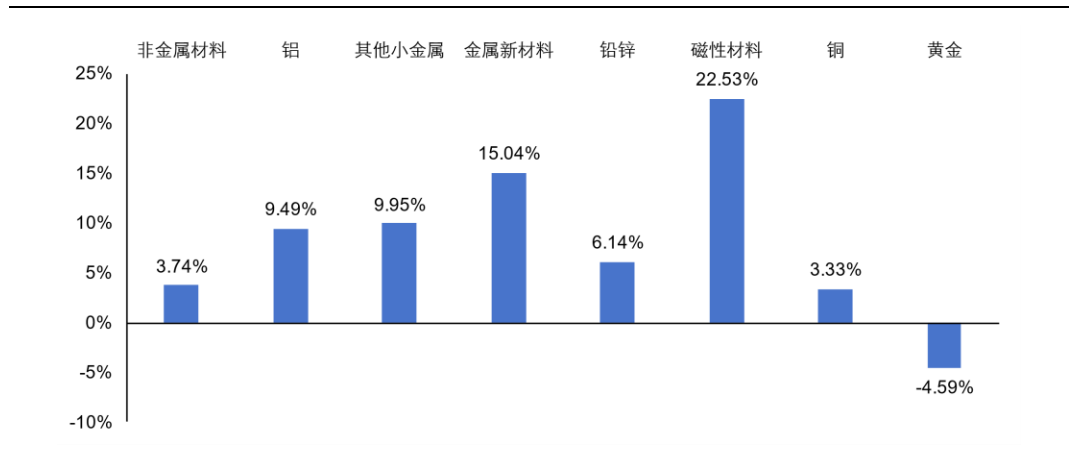
图表 43：估值变化

	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)	20.70	0.72	-0.73	4.86	2.25	0.08	-0.05	0.23
万得全 A	19.15	1.09	-0.40	2.06	1.63	0.09	-0.05	0.12

资料来源：Wind, 五矿证券研究所

有色板块涨跌幅方面，上周有色板块整体上涨，其中磁性材料涨幅最大，涨幅为 22.53%，金属材料板块涨幅 15.04%，其他小金属涨幅 9.95%，铝涨幅 9.49%；此外，黄金板块跌幅 4.59%。

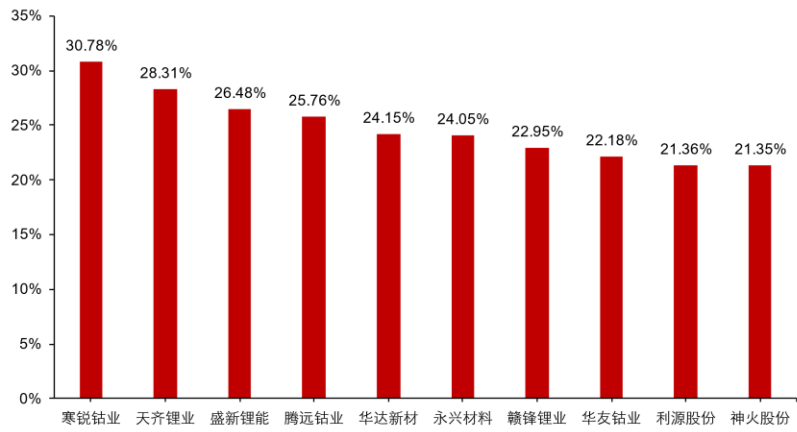
图表 44：有色金属板块涨跌幅



资料来源：Wind, 五矿证券研究所



图表 45：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。	股票评级	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,概不构成任何广告。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、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/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

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

## General Disclaimer

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

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

## Special Disclaimer

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

## Contact us

### Shanghai

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

### Shenzhen

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

### Beijing

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