

需求旺季叠加供给扰动，工业金属价格上行

2025 年 10 月 26 日

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@glms.com.cn

相关研究

1. 有色金属周报 20251019: 关税不确定性扰动持续，避险推动金银续创新高-2025/10/19
2. 有色金属周报 20251012: 关税扰动再起，避险需求驱动金价走强-2025/10/12
3. 有色金属周报 20250928: 供给扰动频发，价格持续上行-2025/09/27
4. 有色金属周报 20250921: 降息落地，金属价格震荡后上行-2025/09/21
5. 有色金属周报 20250914: 降息预期强烈，商品价格迎来全面上涨-2025/09/14

本周 (10/20-10/24) 上证综指上涨 2.88%，沪深 300 指数上涨 3.24%，SW 有色指数上涨 1.13%，贵金属 COMEX 黄金-3.30%，COMEX 白银-4.38%。工业金属 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡价格分别变动+2.75%，+3.17%，+2.72%，+2.31%，+1.44%，+1.94%，工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动+1.51%，+3.95%，+2.48%，+3.05%，+0.28%，+1.26%。

工业金属：宏观情绪为铜价提供强有力支撑，供给扰动频发叠加需求旺季来临，工业金属价格有望维持强势。铜方面，SMM 进口铜精矿指数为 51.2 美元/吨，环比减少 0.6 美元/吨，Codelco 计划将 2026 年面向欧洲市场的铜附加费上调至 345 美元/吨，创下历史新高，供给扰动仍将继续支撑铜价。铝方面，10 月旺季延续，受益于下游车企年末冲量需求，汽车零部件订单显著增加，开工率显著提升，其余板块开工率维稳运行。库存端，本周四国内铝锭社会库存约为 61.8 万吨，环比去库 0.9 万吨，旺季背景下需求韧性凸显，在途货量稳定可控，助力铝价冲击前高。重点推荐：洛阳钼业、紫金矿业、五矿资源、中国有色矿业、金诚信、中国铝业、中孚实业、中国宏桥、宏创控股、天山铝业、云铝股份、神火股份。

能源金属：边际定价带动钴价中枢上移，印尼 RKAB 政策增加扰动，锂需求旺季持续超预期，看好能源金属表现。锂方面，供应方面，新产线投产带来碳酸锂总产量持续增长。需求方面，储能市场需求增速超预期，终端需求带动材料厂开工率持续走高，其采购需求对现货价格行程较强支撑，去库背景下预计碳酸锂价格将保持偏强运行。钴方面，自刚果金公布钴出口配额细则以来，中资企业获得配额比例低于市场预期，引发对中国钴原料供应的担忧。供应端冶炼企业及贸易商看好钴价上涨，继续暂停报价哄抬市场价格，边际成交带动价格中枢逐渐上移。镍方面，供应端印尼政府实施 RKAB 新政策加大对资源端管控，需求端印尼冶炼厂大多增加矿石采购量，以应对下一轮 RKAB 周期可能出现的矿石短缺。总体来看旺季仍在，镍盐厂现货基本售罄，叠加高价原材料成本压力，预计镍盐价格仍有上涨空间。重点推荐：力勤资源、华友钴业、藏格矿业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份，建议关注腾远钴业、寒锐钴业。

贵金属：国际局势出现乐观迹象导致黄金短期震荡，但是央行购金+美元信用弱化主线下，持续看好金银价格上涨。近期，国际局势出现乐观迹象，特别是美国与中国达成贸易协议的积极表态，缓解市场对于贸易纠纷的担忧；此外，对俄乌冲突可能结束的预期也降低了黄金的避险吸引力，黄金价格出现震荡走势。白银因工业属性以及补跌驱动下，价格跟随黄金震荡。中长期看，央行购买黄金+美元信用弱化为为主线，持续看好金价中枢上移。重点推荐：西部黄金、紫金黄金国际、山东黄金、招金矿业、中金黄金、赤峰黄金、灵宝黄金、潼关黄金、万国黄金集团、建议关注中国黄金国际、大唐黄金和集海资源等，白银标的推荐兴业银锡、盛达资源，建议关注湖南白银。

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。

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
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
601899.SH	紫金矿业	30.03	1.21	1.95	2.49	25	15	12	推荐
603993.SH	洛阳钼业	16.78	0.63	0.76	1.08	27	22	16	推荐
000807.SZ	云铝股份	23.18	1.27	1.94	2.31	18	12	10	推荐
603799.SH	华友钴业	62.98	2.50	3.15	4.16	25	20	15	推荐
002738.SZ	中矿资源	52.45	1.05	0.47	2.19	50	112	24	推荐
002756.SZ	永兴材料	40.48	1.97	1.74	2.53	21	23	16	推荐
603979.SH	金诚信	66.10	2.57	3.63	4.10	26	18	16	推荐
601168.SH	西部矿业	24.20	1.23	1.37	1.70	20	18	14	推荐
1258.HK	中国有色矿业	14.09	0.77	0.85	0.85	18	17	17	推荐
600547.SH	山东黄金	36.50	0.57	1.61	1.78	64	23	21	推荐
600489.SH	中金黄金	22.33	0.70	1.19	1.50	32	19	15	推荐
600988.SH	赤峰黄金	28.88	1.07	1.63	1.90	27	18	15	推荐
000975.SZ	山金国际	21.78	0.78	1.32	1.60	28	17	14	推荐
1818.HK	招金矿业	29.06	0.43	0.92	1.23	68	32	24	推荐
002155.SZ	湖南黄金	20.13	0.70	1.25	1.53	29	16	13	推荐
1208.HK	五矿资源	7.00	0.08	0.39	0.46	90	18	15	推荐

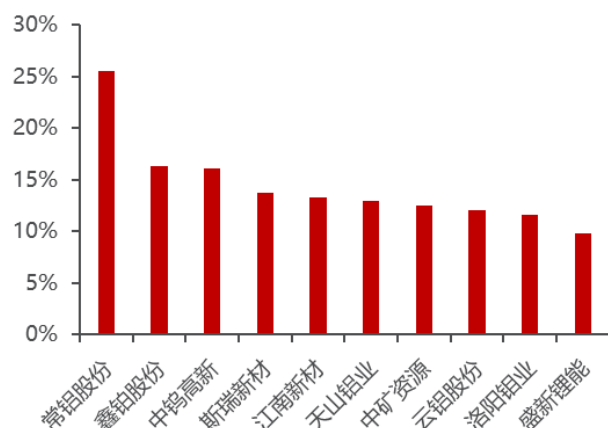
资料来源: ifind, 民生证券研究院预测。(注: 股价为 2025 年 10 月 24 日收盘价, 港币/人民币 0.93, 美元/人民币 7.2, 中国有色矿业、招金矿业、五矿资源为港币)

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	15
3.1 贵金属	15
3.2 能源金属	19
3.3 其他小金属	23
4 稀土价格	25
5 风险提示	27
插图目录	28
表格目录	29

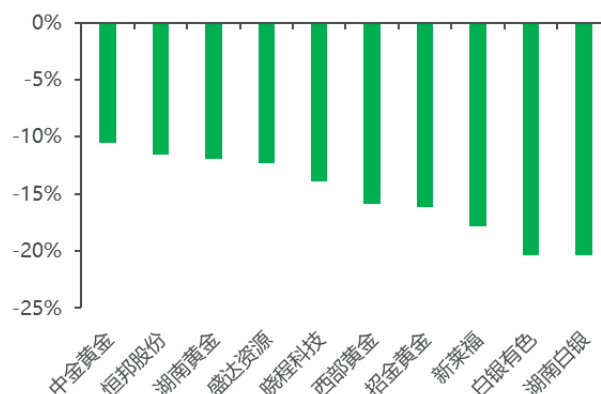
1 行业及个股表现

图 1：期间涨幅前 10 只股票 (10/20-10/24)



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 (10/20-10/24)



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 2025/10/24	本周来	变化 本月来	今年来
基本金属价格							
LME 价格	铝(当月)	美元/吨		2857	2.75%	9.07%	9.87%
	铜(当月)	美元/吨		10947	3.17%	10.51%	24.38%
	锌(当月)	美元/吨		3019.5	2.72%	7.30%	3.27%
	铅(当月)	美元/吨		2016.5	2.31%	0.98%	4.29%
	镍(当月)	美元/吨		15325	1.44%	-0.52%	1.89%
	锡(当月)	美元/吨		35650	1.94%	2.00%	25.26%
国内价格	铝(当月)	元/吨		21225	1.51%	2.34%	6.42%
	铜(当月)	元/吨		87720	3.95%	10.46%	19.71%
	锌(当月)	元/吨		22355	2.48%	0.97%	-11.52%
	铅(当月)	元/吨		17595	3.05%	4.24%	4.58%
	镍(当月)	元/吨		122150	0.82%	0.37%	-1.35%
	锡(当月)	元/吨		284300	1.26%	2.03%	16.21%
基本金属库存							
铝	LME 库存	万吨		47.31	-3.68%	-1.65%	-25.45%
	上海期交所库存	万吨		11.82	-3.16%	-5.91%	-41.26%
铜	LME 库存	万吨		13.64	-0.64%	-14.19%	-49.75%
	COMEX 库存	万吨		34.80	0.69%	25.24%	272.66%
	上海期交所库存	万吨		10.48	-4.94%	31.40%	41.28%
锌	LME 库存	万吨		3.76	-1.12%	-33.45%	-83.94%

铅	上海期交所库存	万吨	10.92	-0.42%	26.97%	261.05%
	LME 库存	万吨	23.54	-6.00%	-9.84%	-2.82%
镍	上海期交所库存	万吨	3.63	-12.87%	-43.82%	-29.89%
	LME 库存	万吨	25.09	0.13%	19.71%	54.40%
锡	上海期交所库存	万吨	3.61	4.81%	36.45%	-0.14%
	LME 库存	万吨	0.28	0.55%	36.82%	-42.23%
	上海期交所库存	万吨	0.58	1.32%	-23.97%	-14.22%

贵金属价格

COMEX 价格	黄金	美元/盎司	4126.90	-3.30%	6.16%	54.50%
	白银	美元/盎司	48.41	-4.38%	3.35%	61.45%
国内价格	黄金	元/克	935.60	-6.17%	19.69%	51.76%
	白银	元/千克	11317.00	-7.45%	20.84%	49.76%

小金属价格

	钼精矿	元/吨度	4350	-1.58%	-3.23%	20.00%
	钨精矿	元/吨	281000	3.69%	9.77%	97.19%
	电解镁	元/吨	17300	1.17%	-3.89%	-1.14%
	电解锰	元/吨	14300	-1.38%	3.25%	11.72%
	锑锭(1#)	元/吨	159500	-1.85%	-12.60%	11.54%
	海绵钛	元/千克	48500	0.00%	-3.96%	11.49%
	铬铁 (高碳)	元/吨	8600	-0.58%	2.38%	13.91%
	钴	元/吨	389000	3.60%	49.90%	150.16%
	铋	元/吨	124000	0.00%	10.22%	68.71%
	钽铁矿	美元/磅	93	0.00%	6.90%	17.72%
	二氧化锆	元/千克	9750	-0.51%	-1.52%	-17.02%
	铟	元/千克	2525	0.00%	0.00%	0.00%
	碳酸锂 (工业级)	元/吨	76600	4.22%	-0.91%	5.66%
	碳酸锂 (电池级)	元/吨	78500	4.81%	-0.63%	3.97%
	五氧化二钒	元/吨	73000	-1.35%	-5.19%	0.00%

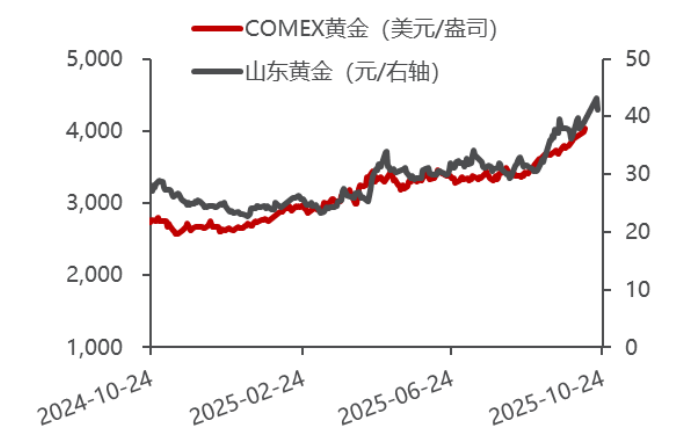
稀土

稀土氧化物	氧化镧	元/吨	4500	0.00%	-2.17%	12.50%
	氧化铈	元/吨	11300	0.00%	5.12%	44.87%
	氧化镨	元/吨	567500	0.00%	-11.67%	40.82%
	氧化钕	元/吨	570000	0.00%	-11.97%	37.68%
	氧化镝	元/千克	1640	0.00%	1.55%	1.86%
	氧化铽	元/千克	6960	-0.22%	-1.63%	24.06%
	镨钕氧化物	元/吨	506500	-0.20%	-15.23%	27.26%
稀土金属	金属镧	元/吨	4500	0.00%	-2.17%	12.50%
	金属铈	元/吨	11300	0.00%	5.12%	44.87%
	金属镨	元/吨	567500	0.00%	-11.67%	40.82%
	金属钕	元/吨	570000	0.00%	-11.97%	37.68%
	金属镝	元/千克	1640	0.00%	1.55%	1.86%
	金属铽	元/千克	6960	-0.22%	-1.63%	24.06%
	镨钕合金	元/吨	506500	-0.20%	-15.23%	27.26%

资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院 注：本月来指 2025 年 8 月 29 日至本周

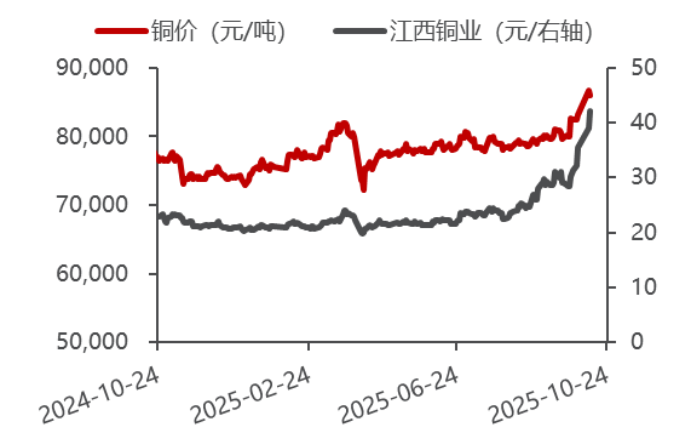
2.1 价格和股票相关性复盘

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（10/20-10/24）宏观层面，国内宏观情绪向好，支撑市场信心。国家统计局在 20 日发布的数据显示，初步核算，前三季度，我国 GDP 为 1015036 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%；三季度，我国 GDP 为 354500 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.8%。海外消息扰动频繁，情绪反复，不确定性较强：美联储内部关于降息路径存在较大分歧；周初传出消

息，何立峰与美国财政部长贝森特、贸易代表格里尔举行视频通话，双方同意尽快举行新一轮中美经贸磋商，但中美元首未必见面，目前市场预期相对乐观，需持续关注中美经贸磋商相关消息；俄乌冲突方面，特朗普称取消与普京在布达佩斯的会面，另外欧盟批准了第 19 轮对俄的制裁措施，贝森特称将“大幅加码”对俄制裁，随后美国财政部宣布制裁两大俄油公司。

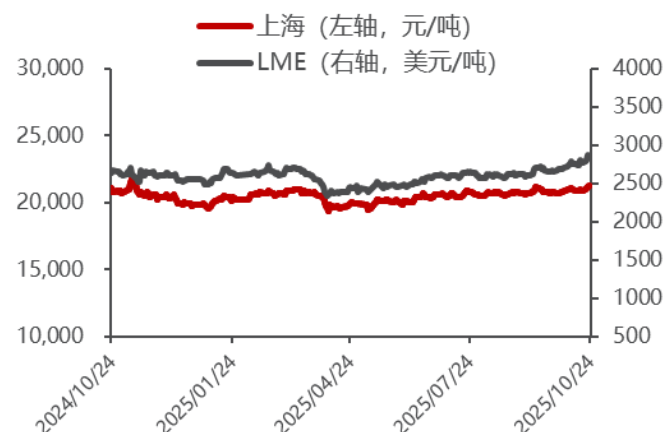
基本面：国内供应持稳，海外方面，据外媒报道，世纪铝业 10 月 21 日宣布，旗下位于冰岛的 Norðurál Grundartangi 冶炼厂因电气设备故障暂停生产，其两条电解铝生产线中的一条被迫停产，受此影响，该冶炼厂的产量暂时减产三分之二，另一条冶炼生产线未受影响；**成本方面**，国内电解铝完全成本为 16080 元/吨，周环比下降 72 元/吨，行业平均利润扩大至 4960 元/吨附近，周度环比扩大 162 元/吨。国内宏观情绪向好，基本面供需趋紧，铝锭持续去库，截至本周四，全国铝锭库存录得 61.8 万吨，较上周四去库 0.9 万吨，较周一去库 0.7 万吨，支撑铝价偏强震荡，周内铝价在 20,830-21,180 元/吨之间运行，但绝对高价压制下游采购积极性，周内铝锭现货升贴水走弱。

综合来看，宏观层面，海外风险较大，但暂未出现明显利空消息；国内宏观情绪向好。基本面上，海外供应预期收紧，国内供应平稳，整体电解铝**供需预计趋紧**，叠加国内铝锭库存持续去化，支撑铝价偏强震荡。预计下周沪铝运行区间为 20,800-21,300 元/吨，伦铝运行区间为 2750-2830 美元/吨。

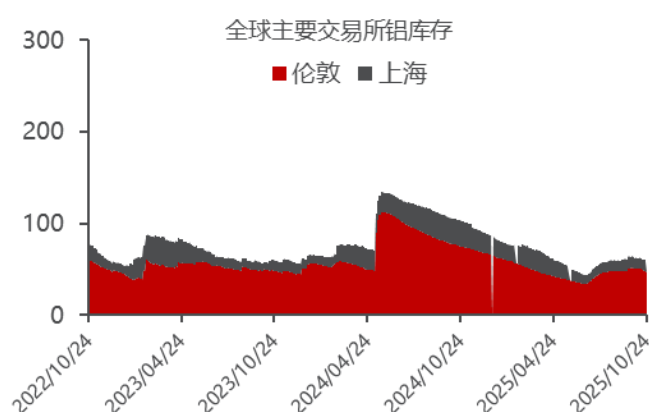
表2：铝产业链价格统计

	2025-10-23	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	21,030	50	0.24%	90.0	0.43%	280.0	1.35%
氧化铝	2,830	0.0	0.00%	-50.0	-1.74%	-210.0	-6.91%
铝土矿（澳洲进口）	576.99	-0.29	-0.05%	-0.4	-0.07%	-1.5	-0.26%
铝土矿（广西）	565.0	0.0	0.00%	0.0	0.00%	0.0	0.00%
铝土矿（山西）	655.4	0.0	0.00%	0.0	0.00%	0.0	0.00%
预焙阳极	4,890	0.0	0.00%	0.0	0.00%	70.0	1.45%
动力煤	771.0	4.0	0.52%	34.0	4.61%	64.0	9.05%

资料来源：同花顺，民生证券研究院

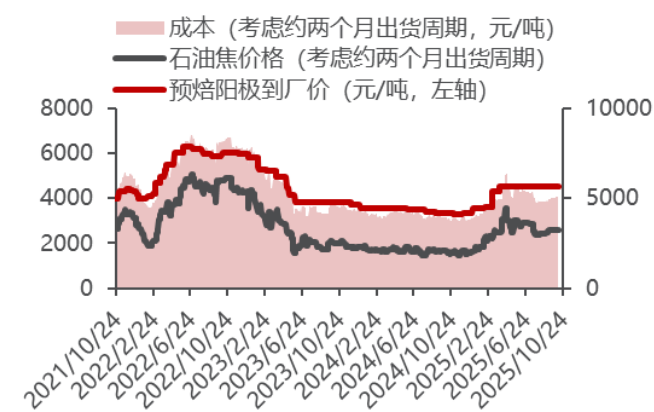
图 7：上海期交所同 LME 当月期铝价格


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

(2) 利润

图 9：预焙阳极盈利梳理（元/吨）


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）

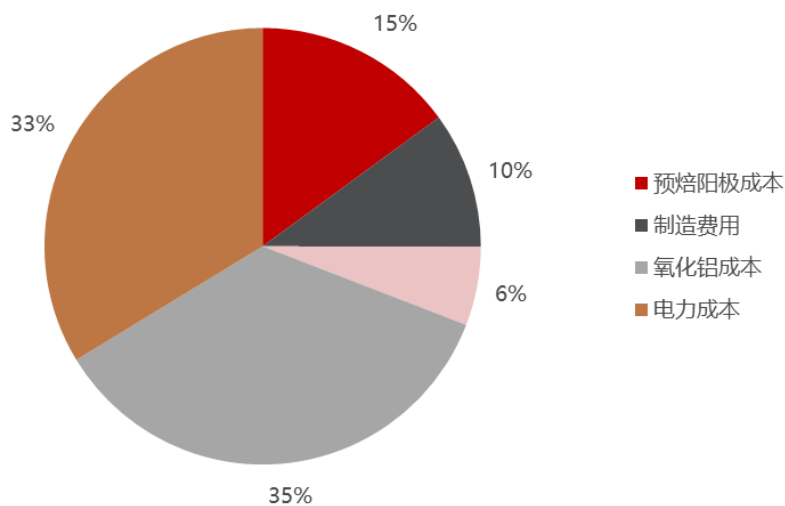


资料来源：同花顺，百川资讯，民生证券研究院测算

注：数据截至 2025.09.26

(3) 成本库存

图 12：2025 年 10 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	杭州	巩义	天津	重庆	临沂	佛山	合计
2025/10/16	5.3	18.3	4.1	8.2	2.6	0.8	2.4	21.0	62.7
2025/10/20	5.2	17.8	4.2	8.1	2.6	0.8	2.4	21.4	62.5
2025/10/23	5.1	17.4	4.3	7.8	2.6	0.8	2.4	21.4	61.8
较上周四变化	-0.2	-0.9	0.2	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.4	-0.2

资料来源：SMM，民生证券研究院

图 13：国产和进口氧化铝价格走势



资料来源：SMM，民生证券研究院

2.2.2 铜

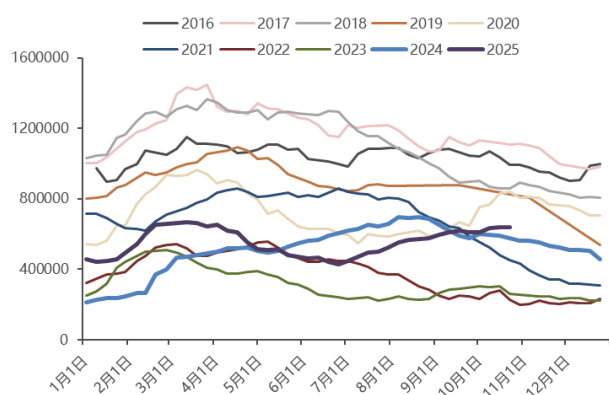
(1) 价格周度观点

本周 (10/20-10/24)，本周铜价维持高位震荡偏强运行，宏观与地缘因素交织主导市场。美政府持续停摆，关键经济数据延迟公布使得美联储后续降息路径缺乏支撑。特朗普在贸易表态上趋于温和，中美高层恢复接触，但地缘局势仍维持紧张。国内方面，二十届四中全会召开提振市场对未来政策与基建需求的预期。“反内卷”或迎来进一步深化。

基本面来看，高铜价持续压制下游需求，加工企业开工率较低，市场需求不佳。尽管库存持续下降，但未能利好升水，现货市场成交活跃度冷清。此外，进口比价难以修复，洋山铜溢价持续下行。

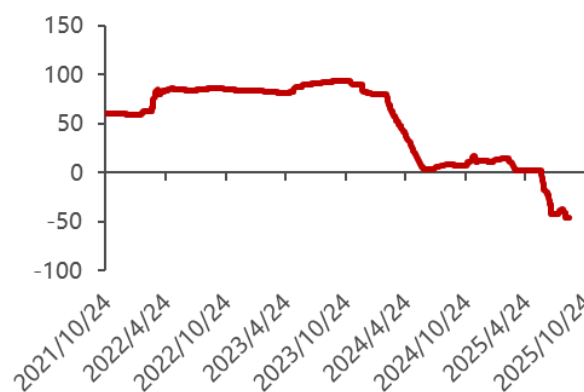
展望下周，宏观情绪仍未铜价提供较强支撑，但从基本面来看铜价缺乏持续上行动力。海外市场铜价预计维持高位震荡。伦铜和沪铜可能继续受到高铜价的抑制，下游需求难有明显改善，市场活跃度或维持低位。

图 14：三大期货交易所铜库存合计+保税区 (吨)

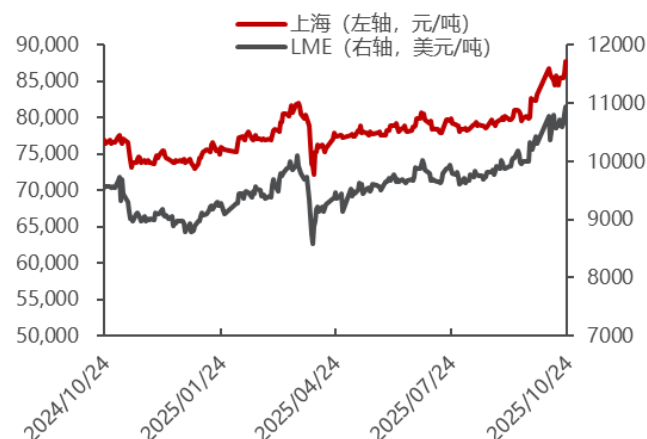


资料来源：同花顺，SMM，民生证券研究院
 注：2023 年以来铜保税区库存数据采用同花顺数据

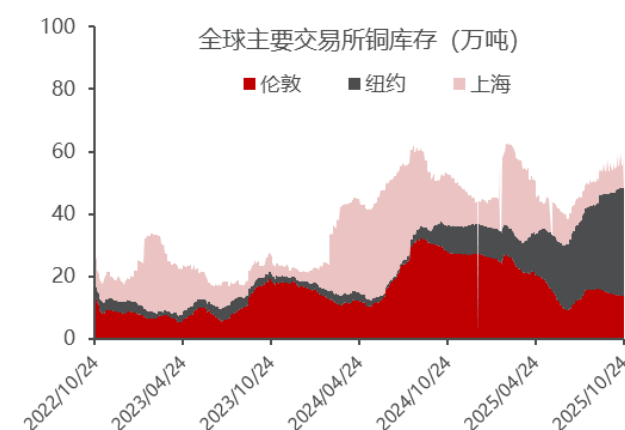
图 15：铜精矿加工费 (美元/吨)



资料来源：亚洲金属网，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

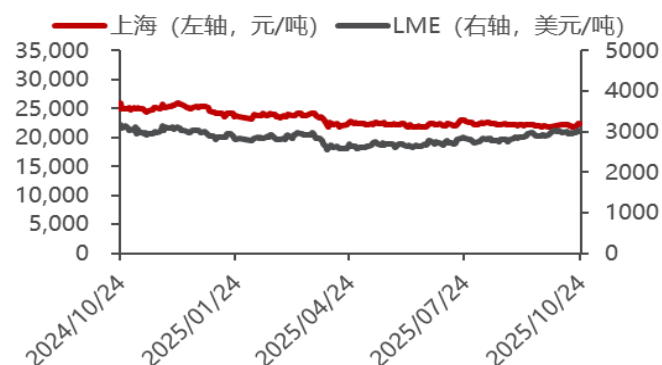
2.2.3 锌

（1）价格周度观点

本周（10/20-10/24）, 伦锌：周初，我国较好的 GDP 数据与市场对美国结束政府停摆的乐观预期共同提振市场情绪，叠加 海外库存持续下降，伦锌不断上涨；随后市场消息称美印后续预计达成一份贸易协议，加之特朗普近期 在中美贸易关系上释放出一定的谨慎乐观信号，进一步推升乐观情绪，伦锌不断走高；接着，海外库 存继续走低，伦锌 BACK 结构扩大至 300 美元/吨以上，而美元指数涨势暂停开始回落，伦锌受支撑继续 上冲；接着市场等待后续将要公布的 CPI 及消费者相关数据，在等待中伦锌短暂回落；但较强的低库存 逻辑再度推动伦锌上行；随后伦锌维持窄幅震荡。截至本周五 15:00，伦锌录得 3024 美元/吨，涨 81.5 美元/吨，涨幅 2.77%。

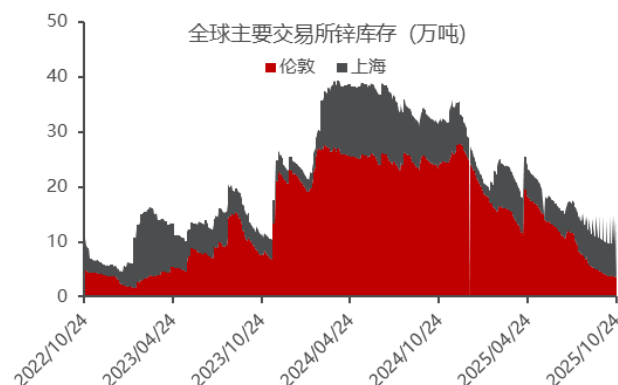
沪锌：周初，沪锌维持上周震荡走势；随后数据显示我国前三季度 GDP 同比增长 5.2%，较好的数 据表现带动市场积极情绪渐起，但受制于当前较为平淡的市场消费，沪锌仅出现缓幅上行；随后海外库 存再度减少近两万吨，伦锌 BACK 结构继续走扩至 300 美元/吨以上，低库存支撑外盘不断上行，沪锌迅 速跟涨；接着在外盘走低影响下沪锌跳空低开；然而根据 SMM 数据显示，截至本周四，国内社会库存小幅走低至 16.21 万吨，因此支撑沪锌继续上行；然而国内消费表现平平同时社会库存虽有降低但仍旧 处于 16 万吨以上水平，沪锌走低；随后国内四中全会结束，官方再度强调反对“内卷式”竞争，市场情 绪较为积极，沪锌走高。截至本周五 15:00，沪锌录得 22355 元/吨，涨 525 元/吨，涨幅 2.4%。

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



数据来源：SMM

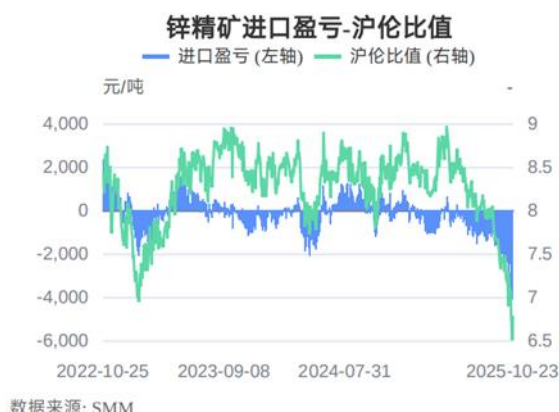
资料来源：SMM，民生证券研究院

表4：锌七地库存（万吨）

日期	上海	广东	天津	江苏	浙江	山东	湖北	原三地总计	七地总计
2025/10/13	4.28	5.33	5.63	0.33	0.37	0.1	0.27	15.24	16.31
2025/10/16	4.17	5.46	5.68	0.29	0.3	0.1	0.27	15.31	16.27
2025/10/20	4.09	5.34	6.11	0.29	0.32	0.1	0.27	15.54	16.53
2025/10/23	4.03	5.22	6.05	0.28	0.26	0.1	0.27	15.3	16.21
较上周四变化	-0.14	-0.24	0.37	-0.01	-0.04	0.00	0.00	-0.01	-0.06
较本周二变化	-0.06	-0.12	-0.06	-0.01	-0.06	0.00	0.00	-0.24	-0.32

资料来源：SMM，民生证券研究院

图 21：锌进口盈亏及沪伦比值



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（10/20-10/24），本周伦铅开于 2017.5 美元/吨，盘初轻触高位 2023 美元/吨后震荡下行，主要受到伦铅库存大增和再生精铅供应缓慢恢复的影响。周中伦铅围绕 1985 美元/吨一线窄幅震荡，市场对下游需求的担忧以及宏观经济因素继续施压铅价。截止周五 15:00，伦铅终收于 1972.5 美元/吨，跌幅为 2.08%。**本周沪铅**主力 2511 合约开于 17160 元/吨，盘初轻触高位 16290 元/吨后回落，主要受国庆节后下游企业陆续提震运行，期间低位 16960 元/吨，再生铅货源缓慢增多及部分货和供应下滑影响。周中沪铅围绕 17075 元/吨一线地区原生铅冶炼厂供应下滑导致现货市场表现供需两淡。截止周五 15:00，沪铅终收于 17075 元/吨，跌幅 0.38%，因 10 月下旬再生铅企业复产后逐渐完成成长单交付，铅市场流通货源渐转宽松使铅价承压。

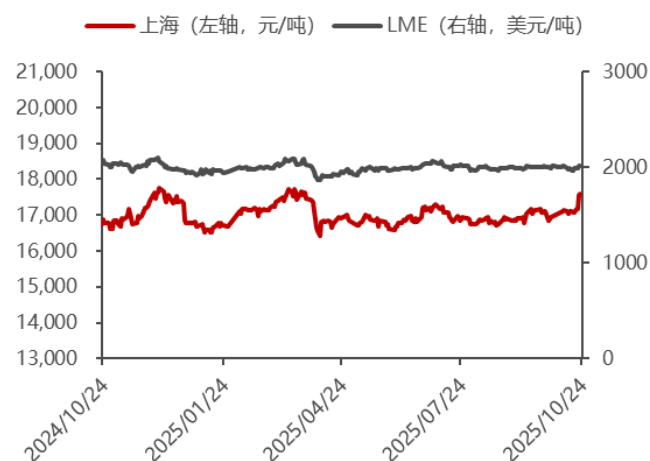
锡：本周（10/20-10/24），沪锡市场价格在本周呈现高位震荡走势，主要受到供应端紧张和需求端疲软的双重影响。整体来看，沪锡价格波动区间在 277830 元/吨至 281380 元/吨之间。供应方面，云南等主产地锡矿供应趋紧，部分冶炼企业保持停产检修，对锡价形成一定支撑。需求方面，消费电子和家电市场需求不振，订单量明显减少，下游采购偏谨慎，高价抑制了实际消费。尽管 AI 算力提升和光伏行业装机量增长带动了部分锡消费，但其贡献规模尚小，难以弥补传统领域消费下滑带来的缺口。现货市场上，成交整体较为清淡，下游及终端企业补库积极性不高，仅有少量刚需采购，多数贸易企业成交十吨左右。

镍：本周（10/20-10/24），本周镍价整体呈现弱势震荡态势，沪镍主力合约(2511)周五收于 121,160 元/吨，较上周跌 1.89%。宏观面方面，美国政府停摆风险持续中美贸易摩擦升级，特朗普声称对中国商品全面征收 100%关税，引发市场避险情绪。美联储降息期存在但具体时机和幅度仍存不确定性。基本面方面印尼 RKAB 配额的不确定性持续，市场预期未来供应可能趋紧，部分冶炼厂已提前启动采购计划以应对环比上周累库 4,014 吨。预计在政策预期与基本面现

实潜在的供应瓶颈。国内社会库存约为 4.77 万吨的博弈中，下周镍价仍将在 12.0-12.4 万元/吨间内震荡运行。

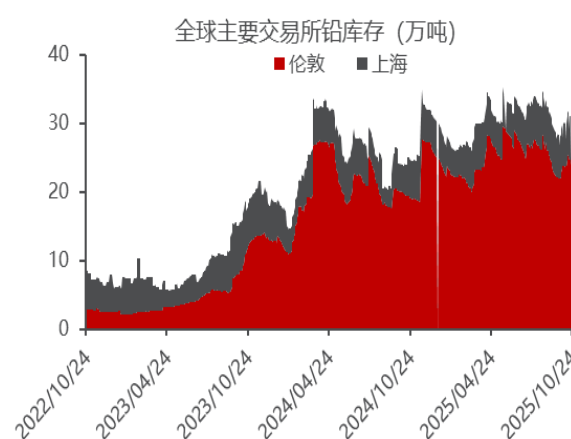
国际宏观方面，美国失业率和美联邦汽车产业的新趋势和电动汽车充电设施的建设对锡市场需求产生了一定影响。国内锡矿市场整体供需矛盾依然存在。供应端方面，云南等主产地锡矿供应趋紧，10 月份部分冶炼企业保持停产检修，这对市场需求不振，订单量明显减少，下游采购偏谨慎锡价形成一定支撑。需求端方面，消费电子和家电高价对实际消费抑制明显。尽管 AI 算力提升和光伏行业装机量增长带动了部分锡消费，但目前其贡献规模尚小，难以弥补传统领域消费下滑带来的缺口现货市场交投清淡，下游企业多于节前进行备库且节后因价格高位横盘，终端企业下单量下降，整体锡锭需求不高。综上所述，预计下周锡价将维持震荡走势，建议投资者关注国内外市场动态及政策变化，谨慎操作。

图 22：上海期交所同 LME 当月期铅价格



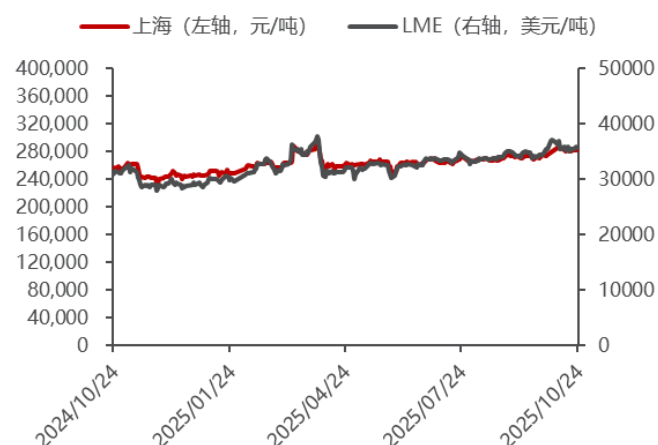
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 23：全球主要交易所铅库存（万吨）



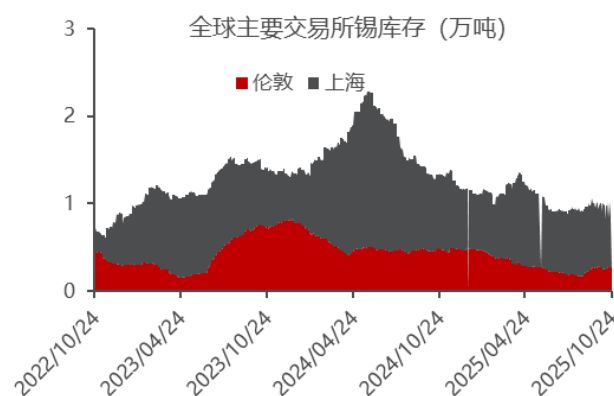
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 24：上海期交所同 LME 当月期锡价格

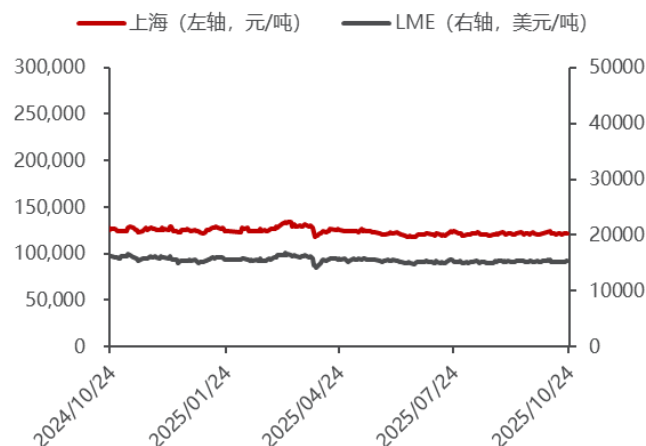


资料来源：同花顺，民生证券研究院

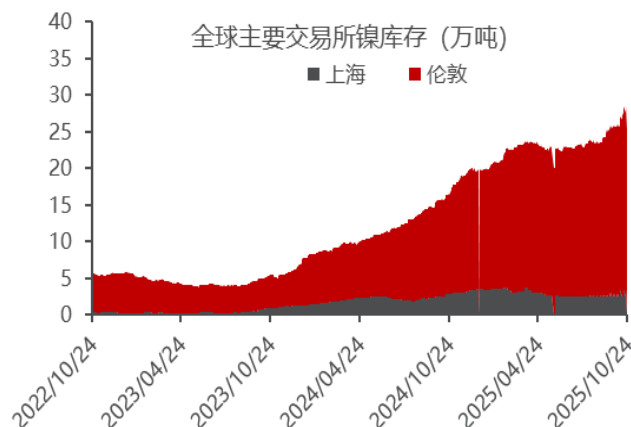
图 25：全球主要交易所锡库存（万吨）



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

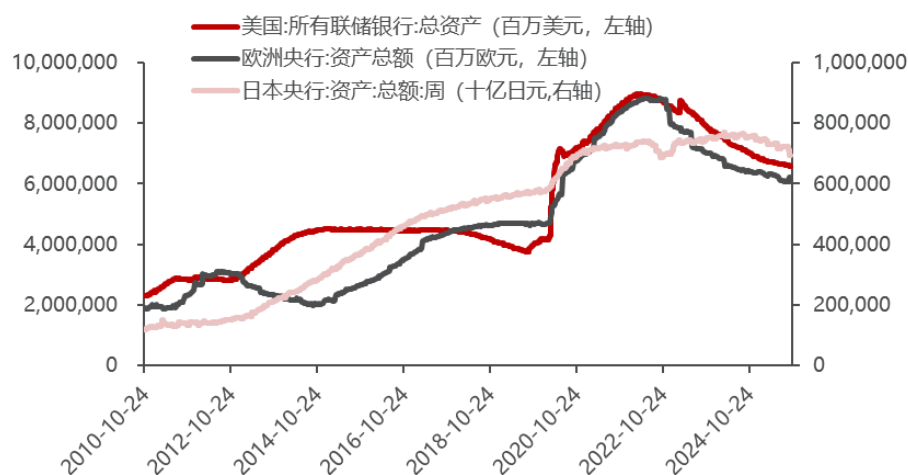
3.1 贵金属

金银：本周（10/20-10/24）金银价格涨跌互现。截至 10 月 22 日，国内 99.95% 黄金市场均价 965.68 元/克，较上周均价上涨 3.65%，上海现货白银市场均价 11708 元/千克，较上周均价下跌 0.56%。

周初随着中美贸易摩擦加剧及美国政府停摆持续，投资者纷纷涌向黄金这一传统避险资产，同时市场对美联储进一步降息的押注，继续推升金银价格上涨动能。但随后市场对国际贸易局势的缓和预期，打压金银的避险需求。同时大部分投资者获利了结，是使得金银价格高位回落，当前市场等待美国 CPI 数据指引，COMEX 金银主力分别运行在 4100-4150 和 48.0-49.0 美元/盎司之间，沪银在 11350-11450 元/千克区间内窄幅震荡，沪金主力 939 元/克附近徘徊。

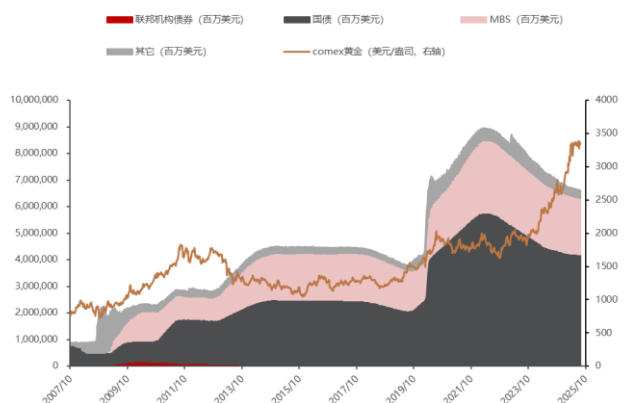
后市预测：近期国际贸易局势出现乐观迹象，特别是美国总统特朗普对与中国国家主席达成贸易协议的积极表态，缓解了市场对贸易纠纷的担忧。此外，对俄乌冲突可能结束的预期也降低了黄金的避险吸引力。尽管俄罗斯国防部报告称其部队袭击了乌克兰能源设施，并击落了 55 架乌克兰无人机，甚至造成乌克兰切尔尼赫夫地区 4 人死亡、4 人受伤的惨剧，但特朗普表示仍相信俄乌有达成停火协议的可能性，并计划在未来两天内就局势发布通知。这一系列消息让投资者对地缘风险的评估趋于温和，短期内削弱了黄金的吸引力。美国 9 月 CPI 报告将成为市场关注的焦点。报告预计显示核心通胀率维持在 3.1%，若数据符合或低于预期，可能进一步强化降息预期，支撑金价反弹。反之，若通胀数据超预期，可能引发市场对美联储放缓降息步伐的担忧，对金价构成压力。预计下周金银价

格或步入震荡调整阶段，COMEX 黄金主力合约价格运行在 3800-4300 美元/盎司之间，国内黄金现货价格运行在 900-950 元/克之间；COMEX 白银价格运行在 45.0-50.0 美元/盎司之间，国内白银价格运行在 11000-12000 元/千克之间。

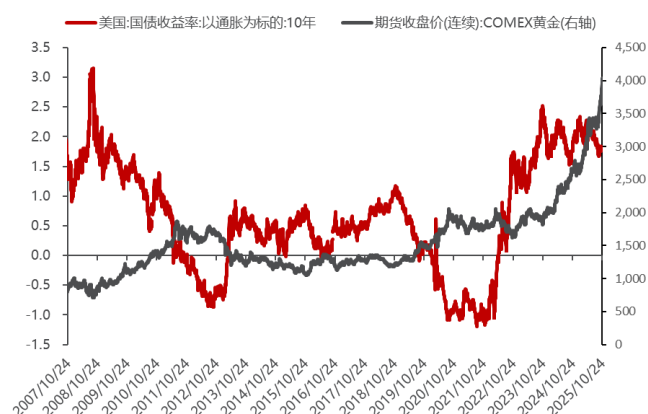
图 28：各国央行的资产总额情况


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

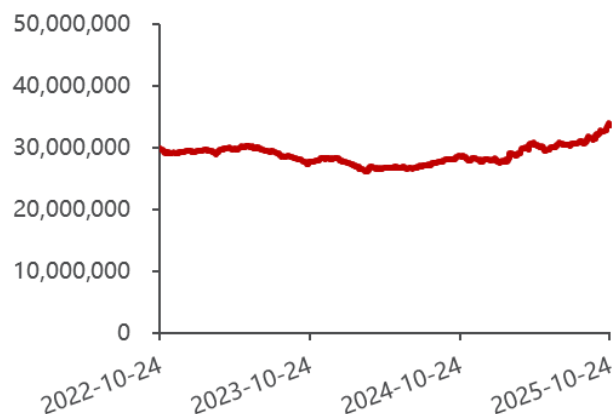
图 29：美联储资产负债表资产


资料来源：同花顺，民生证券研究院

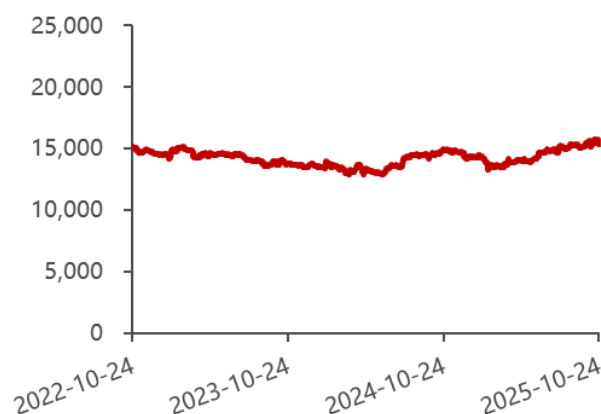
图 30：Comex 黄金与实际利率（%，美元/盎司）


资料来源：同花顺，民生证券研究院

(2) ETF 持仓

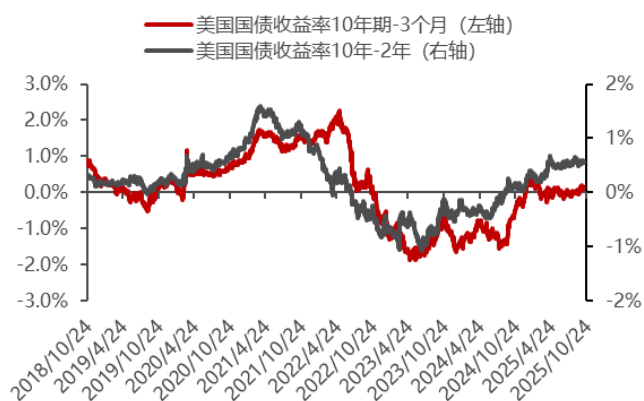
图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)


资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

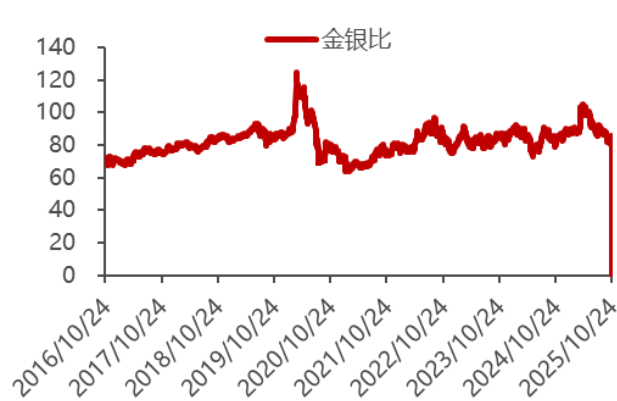
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 吨)


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

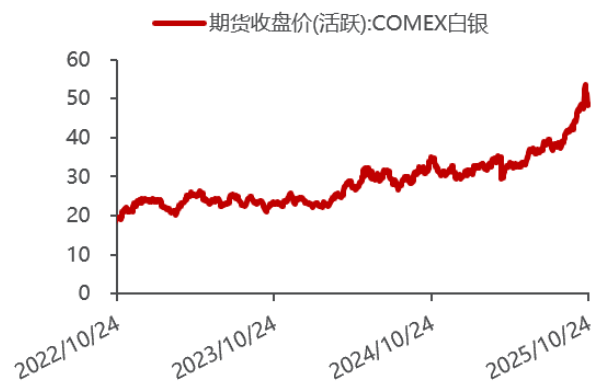
(4) COMEX 期货收盘价

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（10/20-10/24）** 电解钴价格出现较大幅度波动，但从实际供需结构来看，市场基本面变化有限。供应方面，冶炼企业受原料库存偏紧影响，继续暂停报价；贸易商虽跟随盘面上调现货报价，但由于周初钴价上涨过快，成交表现清淡。为促进实际成交，部分贸易商将报价基准从前期的轻微升水逐步下调至平水甚至小幅贴水状态。需求方面，下游企业仍以刚需采购为主，整体成交未出现明显放量。针对本周后半周市场价格出现回调的现象，除资金行为影响外，分析认为主要受三方面因素驱动：一是电解钴价格上行后，反融为钴盐的利润空间收窄，冶炼企业采购意愿降低；二是海外电解钴价格虽维持高位，但对国内过高价格的承接能力有限；三是市场中存在部分不带票的低价货源流通，对主流价格形成压制。整体来看，在本轮价格上涨后，电解钴与钴盐之间价差再度拉大。考虑到电解钴可作为原料反融为钴盐，预计其价格将逐步向钴盐反融成本线靠拢，以实现价差合理化回归。
- **钴盐（硫酸钴及氯化钴）：本周（10/20-10/24）** 硫酸钴现货价格整体持稳。从供应端看，本周冶炼厂报价与上周变化不大，中间品制硫酸钴企业维持在至 9.1~9.3 万元/吨左右，MHP 及回收企业报价维持在 8.6~8.8 万元/吨附近。从需求端看，三元前驱体和四钴企业受制于硫酸钴价格过快上涨，且自身订单尚未完全锁定，采购行为仍偏谨慎；正极企业当前已完成年内备货，备货情绪小幅走弱。整体来看，自 9 月以来硫酸钴价格快速上涨，导致上下游企业对价格预期存在明显分歧。预计短期内市场将进入博弈阶段，硫酸钴价格或以稳为主，等待下游逐步消化并接受当前价格水平。本周氯化钴市场活跃度显著提升，冶炼厂主流报价区间为 10.5~11.0 万元/吨，实际成交价格集中于 10.2~10.5 万元/吨。尽管成交价较前期市场预期略有回调，主要因正极材料及电芯环节已积累一定库存量，且在价格趋稳背景下，下游采购节奏有所放缓，观望情绪上升。不过在当前略高于 10 万元/吨的价格水平，下游接受度仍然较高，反映出该价位具备一定支撑。
- **四氧化三钴：本周** 四氧化三钴方面，企业报价维持在 34~36 万元/吨，但在实际成交中价格传导出现一定阻力。部分企业与长期合作客户之间成交仍在 34 万元/吨左右，但也有企业散单成交触及 36 万元/吨的高位。随着成本支撑与需求拉动共同作用，预计下周主流成交价格将逐步趋稳于 35~36 万元/吨区间。

- **三元材料：本周（10/20-10/24）三元材料价格整体延续上涨走势。**
从成本端看，硫酸镍价格保持稳定，硫酸锰小幅上行，硫酸钴虽仍呈连续上涨态势，但涨幅较此前明显收窄，而碳酸锂与氢氧化锂价格亦小幅上行，共同推动三元材料成本上升及价格走强。由于硫酸钴价格持续处于高位，推动 5 系三元材料价格快速上涨，部分产品报价已超过高镍型号。5 系产品成本持续走高或对其在消费和小动力市场的需求存在一定抑制，部分下游电芯厂已开始考虑转向其他替代型号。本周原材料价格波动幅度有所收窄，主流厂商普遍恢复报价，但当前报价水平仍普遍高于下游电芯企业的心理预期，预计市场接受仍需要一定时间消化。随着年末临近，部分企业即将开启关于明年长单商务条件的初步商谈，预计到本月末价格走势将更为明朗。需求方面，国内动力市场需求持续向好，海外部分车型市场表现也比较出色，头部材料企业排产有明显提升；此外，钴价上涨也带动了部分订单前置。消费类市场需求整体较为平淡，其中 6 系三元材料订单表现相对较好。

表5：钴系产品价格一览

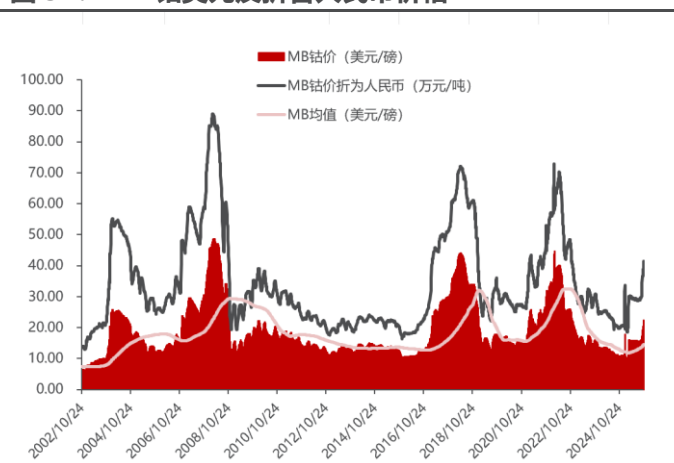
品种	产品类别	价格单位	当周价格	单周变动	1 个月变动	年初至今	12 个月最高	12 个月最低
钴粉	99.5%min 中国	元/公斤	450.00	2.39%	39.97%	176.92%	450.00	162.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	22.50	7.24%	36.78%	105.48%	21.10	9.95
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	389.00	3.60%	37.70%	150.16%	400.00	149.50
钴精矿	6-8%中国到岸	美元/磅	15.20	12.59%	91.19%	216.67%	15.20	4.75
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	335.00	15.72%	54.02%	205.94%	335.00	109.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	85800.00	4.13%	46.67%	230.00%	85800.00	26000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	280.00	6.26%	35.59%	181.41%	280.00	99.50

资料来源：同花顺，LME，上期所，COMEX，民生证券研究院整理

注：单周变动指 2025 年 9 月 29 日至本周

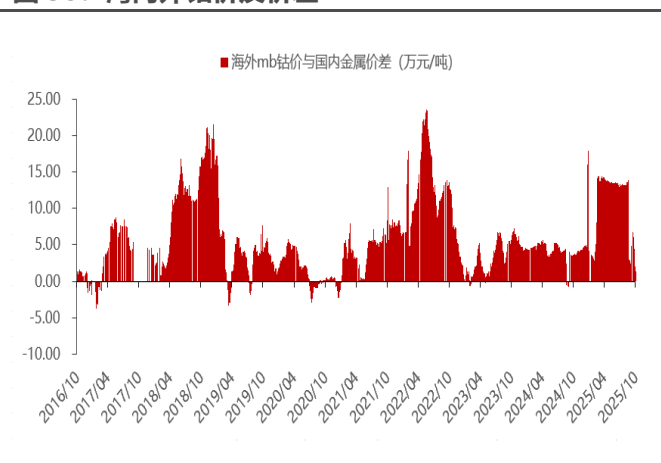
(2) 价差跟踪

图 37：MB 钴美元及折合人民币价格



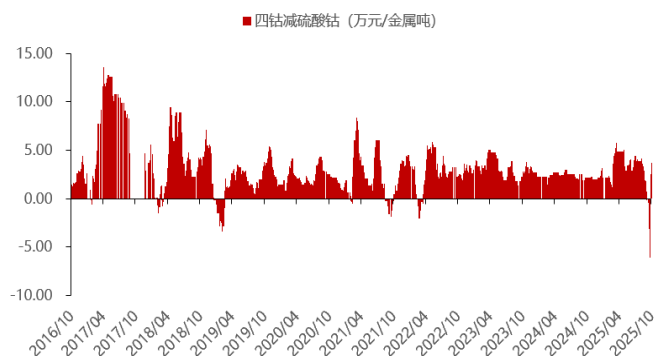
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院，注：美元汇率为当日中间汇率

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

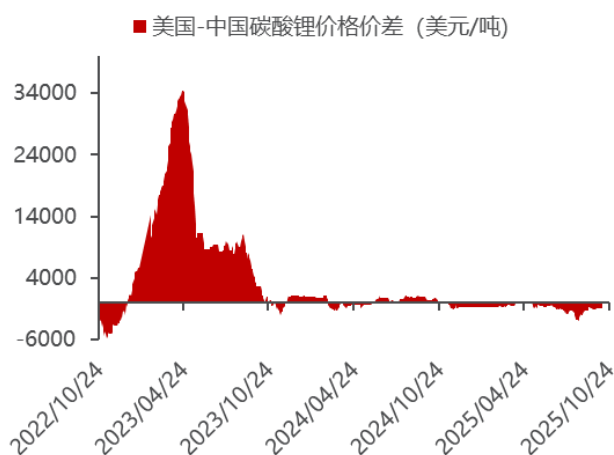
3.2.2 锂

(1) 高频价格跟踪及观点

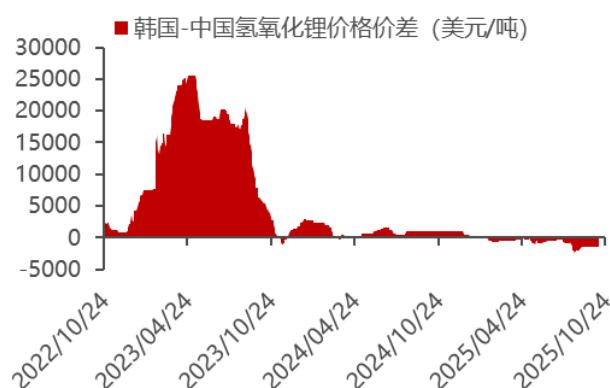
- **碳酸锂：本周（10/20-10/24）** 碳酸锂市场呈现现货价格稳步上行、期货区间震荡的格局。下游需求的强劲支撑，推动市场进入大幅去库阶段，形成阶段性供应偏紧的预期。截至10月23日，SMM 电池级碳酸锂指数价格从周初的73991元/吨上涨至74821元/吨，累计上涨830元/吨。供应方面，锂盐厂开工率维持高位，锂辉石端和盐湖端均有新产线投产，预计10月碳酸锂总产量仍具备增长潜力。需求方面，动力电池领域受益于新能源汽车商用与乘用车市场的同步快速增长；储能市场则继续保持供需两旺的局面。当前下游材料厂开工率持续走高，其采购需求对现货成交形成了支撑。综合来看，需求支撑下的去库预期将对价格底部形成稳固支撑，预计短期内碳酸锂价格将保持偏强运行。
- **氢氧化锂：本周（10/20-10/24）** 氢氧化锂价格环比上周止跌回温。生产上，部分锂盐厂因当前需求表现增势及碳氢价差较小，近月氢氧化锂产量有小幅增加；市场情绪上，锂盐厂因下游及电芯厂提货量增多，库存偏紧，当前可供交易散货较少，因此对这部分存货报价惜售情绪长存，报价跟随市场情绪有所上行；下游部分三元材料厂当前买货多为刚需小幅补库，在碳酸锂价格回暖的情况下，整体氢氧化锂市场询价情况有所增多。近月氢氧化锂出口量级如预期较前期有所回暖，整体供需表现依然偏紧。市场处于持续去库趋势。整体现货流通量一般，市场价格变化或将随着碳酸锂有所回暖。
- **磷酸铁锂：本周（10/20-10/24）** 磷酸铁锂价格有明显上涨趋势，平均涨价约600元/吨，碳酸锂价格在本周上涨约1450元/吨。生产方面，材料厂在本周整体生产积极，部分头部材料厂出现产能不足的情况，尤其针对高压实磷酸铁锂材料而言，产能更偏紧，明年将陆续推出新增产能。近期磷酸铁

锂企业对于加工费谈涨呼声高涨，目前已展开与电芯厂价格谈判与博弈，下游电芯厂整体态度较强硬，但预计整体涨价趋势相对明确，最终结果仍有待观察。下游电芯厂整体均有增量，然而增量主要来源于头部电芯厂，主要集中在商用车领域，需求增量明显，其他电芯厂整体排产表现也较好，未见排产减少的情况，预计 10 月产量增速保持在 5% 以上。

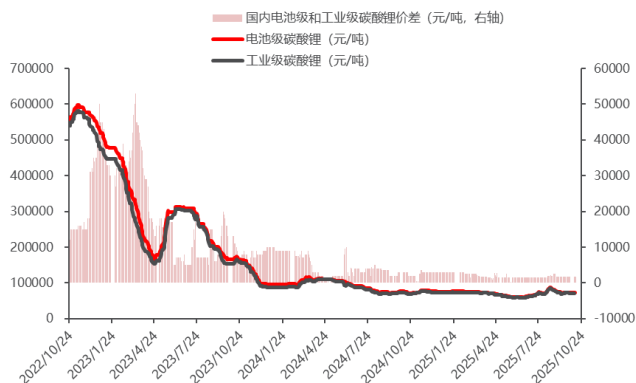
- **钴酸锂：** 本周（10/20-10/24）钴酸锂市场表现强势，常规型号产品成交价已上行至 37.0 万元/吨以上。本轮价格上涨主要受原料端氯化钴、四氧化三钴价格传导，以及电芯企业需求旺盛的推动。目前来看，下游特别是消费电子领域对正极材料的需求预计在 11 月至 12 月仍将保持旺盛，支撑钴酸锂价格延续强势。预计短期内钴酸锂价格仍将保持坚挺，并具备进一步上行的潜力。

图 41：国内外碳酸锂价差


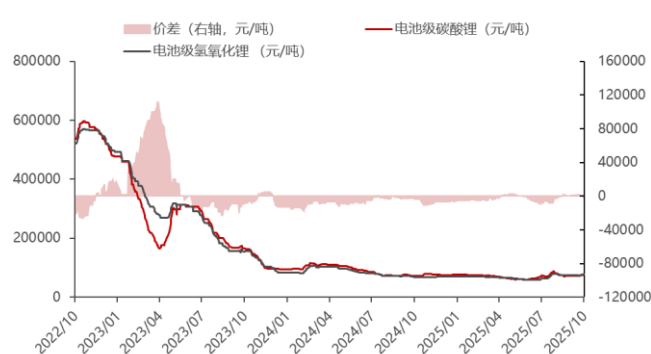
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

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


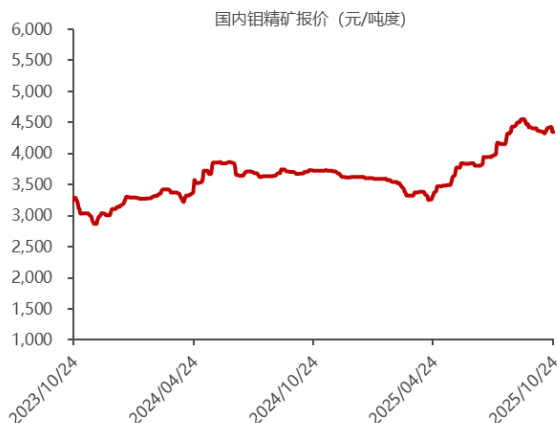
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

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

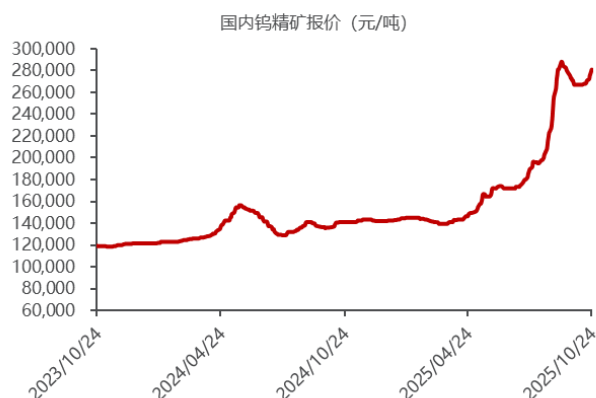
3.3 其他小金属

图 45：国内钼精矿价格



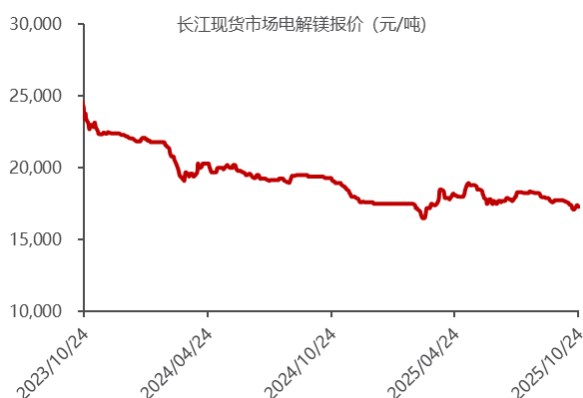
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 46：国内钨精矿价格



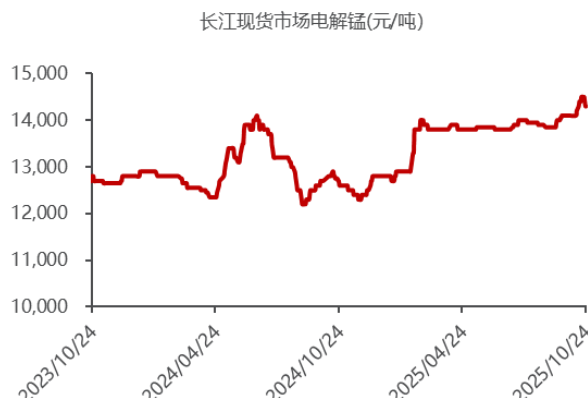
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 47：长江现货市场电解镁价格



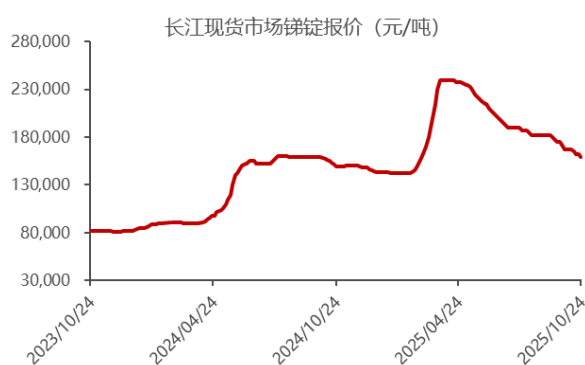
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 48：长江现货市场电解锰价格



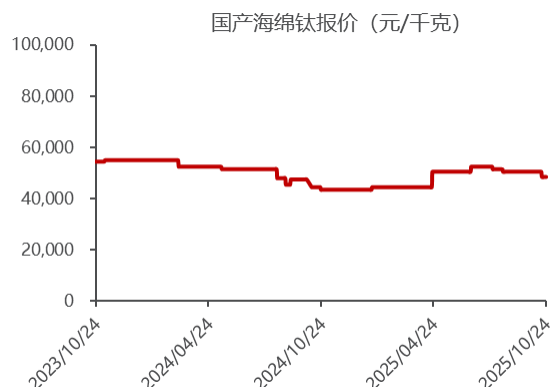
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 49：长江现货市场锑锭价格



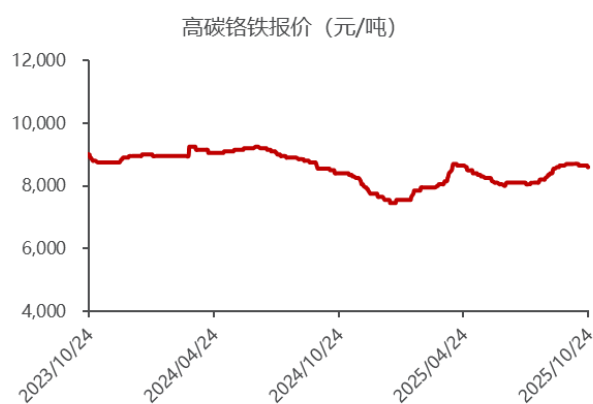
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 50：国产海绵钛价格



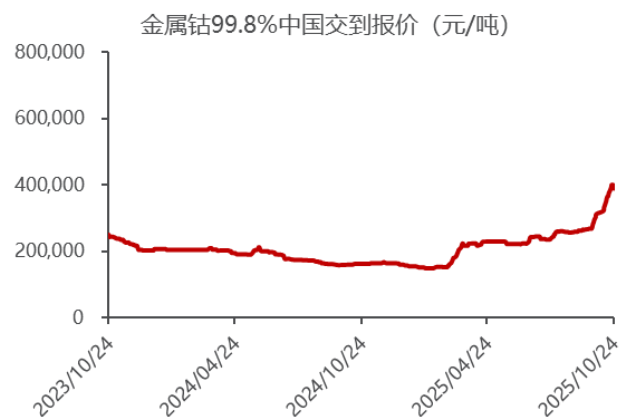
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 51：国产高碳铬铁价格



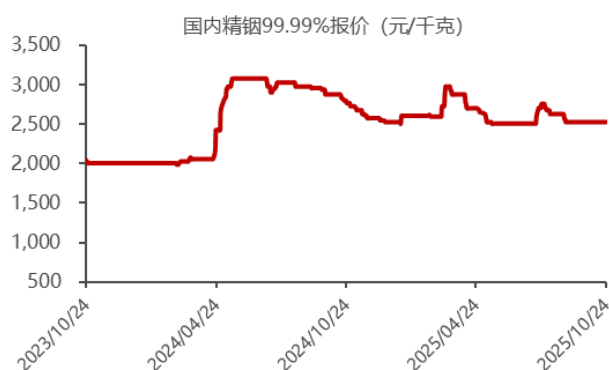
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 52：长江现货市场金属钴价格



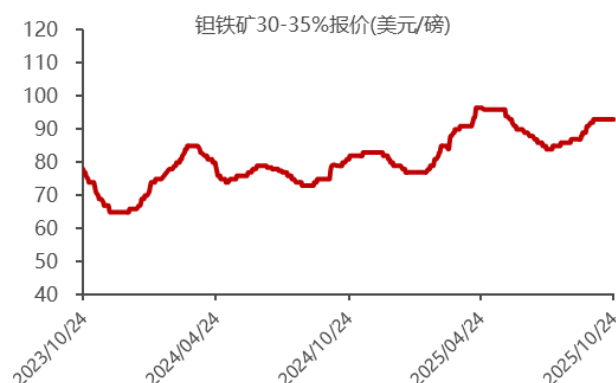
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 53：国内精钢 99.99%价格



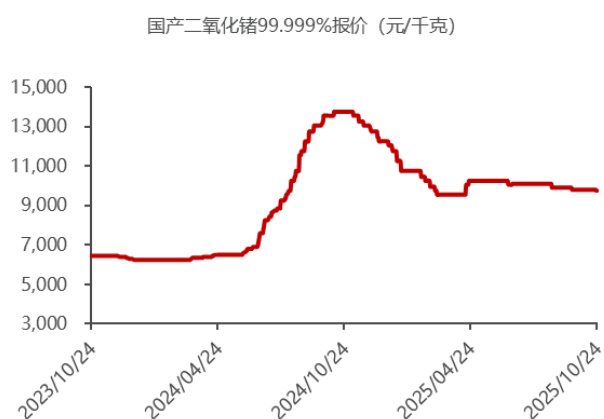
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 54：钼铁矿 30%-35%价格



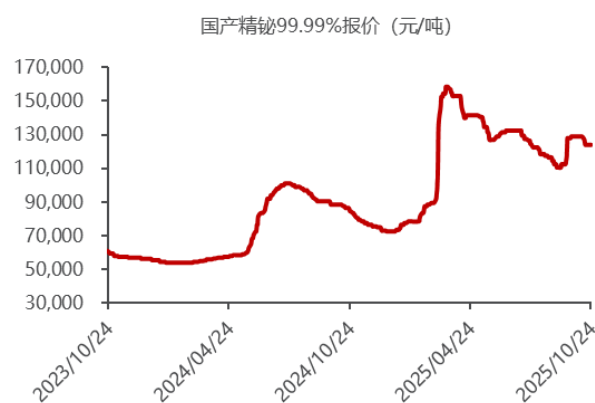
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 55：国产二氧化锆价格

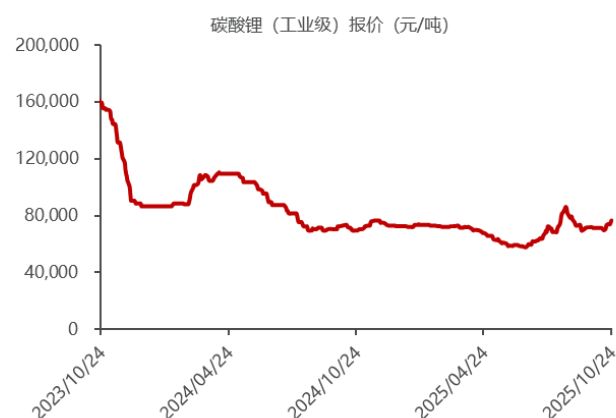


资料来源：同花顺，民生证券研究院

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


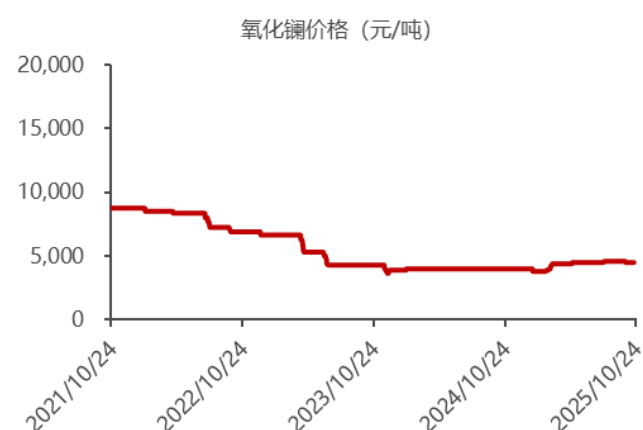
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 58：碳酸锂（电池级）价格

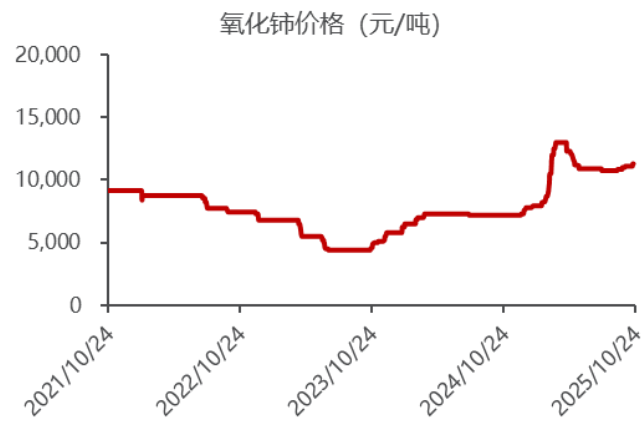

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

4 稀土价格

稀土磁材：本周（10/20-10/24）稀土价格整体呈现走弱趋势，市场交投氛围冷清。氧化镨钕价格波动幅度较小但实际成交价格偏低，下游采购积极性不高；中重稀土市场则相对平稳，价格变化不大。稀土矿端产品价格有小幅下行，分离厂采购意愿不高，导致离子矿加工费扣减较多。

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


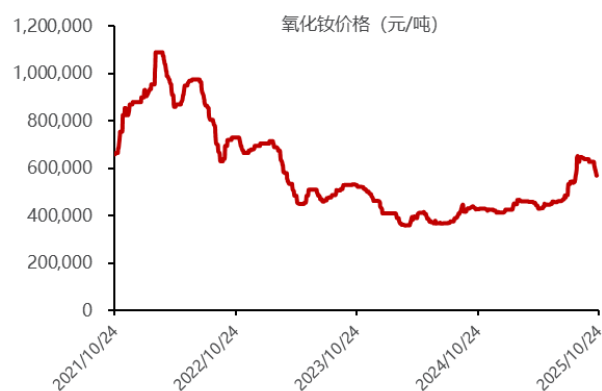
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 61：氧化锆价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 62：氧化钨价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 63：氧化镨价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 64：氧化铽价格



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 (10/20-10/24)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (10/20-10/24)	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	7
图 8: 全球主要交易所铝库存 (万吨)	7
图 9: 预焙阳极盈利梳理 (元/吨)	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)	8
图 12: 2025 年 10 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	9
图 14: 三大期货交易所铜库存合计+保税区 (吨)	10
图 15: 铜精矿加工费 (美元/吨)	10
图 16: 上海期交所同 LME 当月期铜价格	11
图 17: 全球主要交易所铜库存 (万吨)	11
图 18: 上海期交所同 LME 当月期锌价格	12
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)	12
图 20: 国产-进口锌加工费周均价	12
图 21: 锌进口盈亏及沪伦比值	13
图 22: 上海期交所同 LME 当月期铅价格	14
图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)	14
图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格	14
图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)	14
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	16
图 30: Comex 黄金与实际利率 (% , 美元/盎司)	16
图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)	17
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 吨)	17
图 33: 美国国债收益率 (%)	17
图 34: 金银比	17
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	21
图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差	21
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	23
图 50: 国产海绵钛价格	23
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	24
图 56: 国产精铋价格	24
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	25
图 60: 氧化铈价格	25
图 61: 氧化镨价格	26
图 62: 氧化钕价格	26
图 63: 氧化镱价格	26
图 64: 氧化铽价格	26

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）	9
表 4: 锌七地库存（万吨）	12
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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048