

关税不确定性扰动持续，避险推动金银续创新高

2025 年 10 月 19 日

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 张弋清

执业证书: S0100523100001

邮箱: zhangyiqing@glms.com.cn

相关研究

1. 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
2. 有色金属周报 20250928: 供给扰动频发，价格持续上行-2025/09/27
3. 有色金属周报 20250921: 降息落地，金属价格震荡后上行-2025/09/21
4. 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
5. 中国铝业招股说明书拆解：中核铸基石，铝业见锋芒-2025/09/13

本周 (10/13-10/17) 上证综指下跌 1.67%，沪深 300 指数下跌 2.22%，SW 有色金属指数下降 3.07%，贵金属 COMEX 黄金+5.76%，COMEX 白银+6.55%。工业金属 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡价格分别变动 0.78%，-1.81%，-2.31%，-1.10%，-0.46%，-2.01%，工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动-2.92%、-1.52%、+1.47%、+5.65%、+3.48%、+14.68%。

工业金属：关税引发短期波动，铜价高位震荡，美国宽松预期叠加供给扰动频发，工业金属价格有望维持强势。铜方面，SMM 进口铜精矿指数为-40.97 美元/吨，环比减少 0.61 美元/吨，自由港旗下 Manyar 冶炼厂或于 10 月底停产，日本、西班牙、韩国发表联合声明表达对 TC/RC 的大幅下跌表达深切担忧，供给扰动仍存继续支撑铜价。铝方面，10 月旺季延续，铝水直供比例预期提高。节后首周建材及其他工业材需求暂未出现显著变化，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 62.7 万吨，环比去库 2.2 万吨，旺季背景下需求韧性凸显，预计铝价维持高位震荡。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：刚果金钴出口配额细则公布钴价加速上行，印尼 RKAB 政策增加扰动，锂需求旺季持续，看好能源金属表现。锂方面，供应端锂辉石和盐湖均有新产线投产，预计 10 月碳酸锂产量有望增长，需求端动力市场新能源汽车商用乘用车同时快速增长，储能市场需求旺盛，电芯及正极材料排产 10 月持续向好，预计碳酸锂将维持供需偏紧态势，价格支撑较强。钴方面，上周末刚果金公布钴出口配额细则，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。供应端冶炼企业仍然普遍暂停报价，贸易商跟随盘面上调报价；需求端，下游仍以刚需采购为主，实际成交未显著放量。当前电解钴作为原料反融钴盐具备经济性，电解钴库存预计将加速去库。镍方面，供应端印尼政府实施 RKAB 新政策加大对资源端管控，需求端旺季仍在，下游企业询价补库，对价格接受度有所上浮，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：关税不确定性仍在，避险需求强劲，叠加央行购金持续，美联储降息预期高企，多重利好推动金价持续走强。9 月中国央行黄金储备再次环比增长 1.24 吨，连续 11 月增持黄金，中美贸易摩擦重燃刺激避险需求依旧强劲，黄金价格持续走强；白银因工业属性以及补涨驱动下，价格屡创新高。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，黄金板块迎来右侧布局机会。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	30.17	1.21	1.69	1.86	25	18	16	推荐
603993.SH	洛阳钼业	15.04	0.63	0.76	1.08	24	20	14	推荐
000807.SZ	云铝股份	20.68	1.27	1.94	2.31	16	11	9	推荐
603799.SH	华友钴业	61.46	2.50	3.55	4.17	25	17	15	推荐
002738.SZ	中矿资源	46.60	1.05	0.47	2.19	44	99	21	推荐
002756.SZ	永兴材料	37.88	1.97	1.74	2.53	19	22	15	推荐
603979.SH	金诚信	62.32	2.57	3.63	4.10	24	17	15	推荐
601168.SH	西部矿业	22.18	1.23	1.37	1.70	18	16	13	推荐
1258.HK	中国有色矿业	12.36	0.77	0.85	0.85	16	15	15	推荐
600547.SH	山东黄金	40.51	0.57	1.61	1.78	71	25	23	推荐
600489.SH	中金黄金	24.96	0.70	1.19	1.50	36	21	17	推荐
600988.SH	赤峰黄金	31.00	1.07	1.63	1.90	29	19	16	推荐
000975.SZ	山金国际	23.96	0.78	1.31	1.50	31	18	16	推荐
1818.HK	招金矿业	28.81	0.43	0.93	1.05	67	31	27	推荐
002155.SZ	湖南黄金	22.86	0.70	1.25	1.53	33	18	15	推荐
1208.HK	五矿资源	5.81	0.08	0.39	0.46	75	15	13	推荐

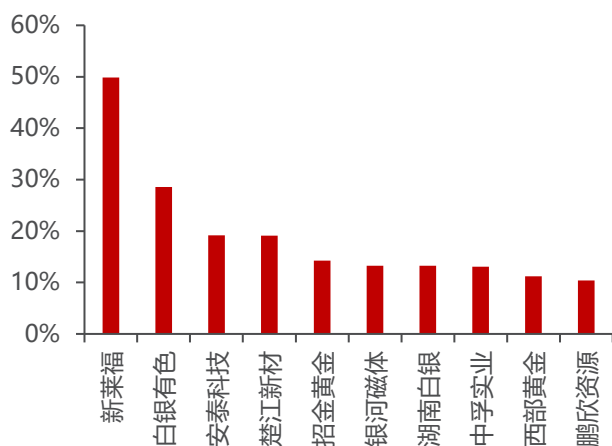
资料来源: ifind, 民生证券研究院预测。(注: 股价为 2025 年 10 月 17 日收盘价, 港币/人民币 0.93, 美元/人民币 7.2, 中国有色矿业、招金矿业、五矿资源为港币)

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	18
3.3 其他小金属	22
4 稀土价格	25
5 风险提示	27
插图目录	28
表格目录	29

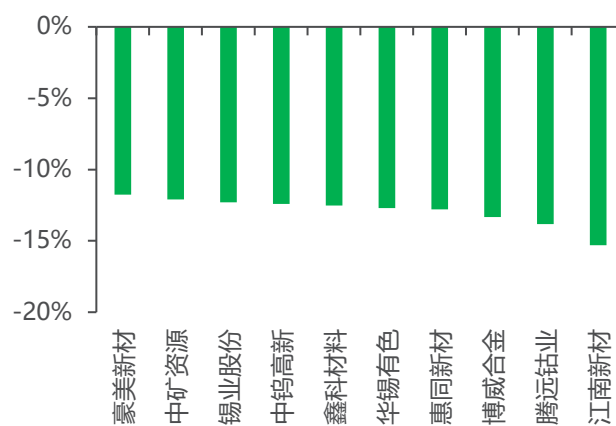
1 行业及个股表现

图 1：期间涨幅前 10 只股票 (10/13-10/17)



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 (10/13-10/17)



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 2025/10/17	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	2779	1.18%	6.09%	9.87%
	铜(当月)	美元/吨	10607	2.25%	7.08%	20.52%
	锌(当月)	美元/吨	2942.5	-1.41%	4.57%	0.63%
	铅(当月)	美元/吨	1971.5	-2.13%	-1.28%	1.97%
	镍(当月)	美元/吨	15110	-0.69%	-1.91%	0.47%
	锡(当月)	美元/吨	35030	-0.91%	0.23%	23.09%
国内价格	铝(当月)	元/吨	20910	-0.33%	0.82%	4.84%
	铜(当月)	元/吨	84390	-1.77%	6.27%	15.16%
	锌(当月)	元/吨	21815	-2.04%	-1.47%	-13.66%
	铅(当月)	元/吨	17075	-0.38%	1.16%	1.49%
	镍(当月)	元/吨	121160	-0.83%	-0.44%	-2.15%
	锡(当月)	元/吨	280750	-1.96%	0.75%	14.76%
基本金属库存						
铝	LME 库存	万吨	49.12	-3.46%	2.12%	-22.60%
	上海期交所库存	万吨	12.20	-2.20%	-2.84%	-39.35%
铜	LME 库存	万吨	13.72	-1.56%	-13.64%	-49.43%
	COMEX 库存	万吨	34.56	1.78%	24.38%	270.11%
	上海期交所库存	万吨	11.02	0.50%	38.24%	48.63%
锌	LME 库存	万吨	3.80	0.20%	-32.70%	-83.76%

铅	上海期交所库存	万吨	10.96	2.50%	27.50%	262.57%
	LME 库存	万吨	25.04	5.65%	-4.08%	3.39%
镍	上海期交所库存	万吨	4.17	4.47%	-35.52%	-19.53%
	LME 库存	万吨	25.05	5.54%	19.56%	54.20%
锡	上海期交所库存	万吨	3.44	3.93%	30.18%	-4.72%
	LME 库存	万吨	0.27	13.49%	36.07%	-42.54%
	上海期交所库存	万吨	0.57	-3.20%	-24.78%	-15.34%

贵金属价格

COMEX 价格	黄金	美元/盎司	4267.90	5.76%	21.38%	59.77%
	白银	美元/盎司	50.63	6.55%	24.23%	68.83%
国内价格	黄金	元/克	997.17	11.09%	27.56%	61.75%
	白银	元/千克	12228.00	10.57%	30.57%	61.81%

小金属价格

	钼精矿	元/吨度	4420	2.20%	-1.67%	21.93%
	钨精矿	元/吨	271000	1.50%	5.86%	90.18%
	电解镁	元/吨	17100	-2.01%	-5.00%	-2.29%
	电解锰	元/吨	14500	2.11%	4.69%	13.28%
	锑锭(1#)	元/吨	162500	-2.99%	-10.96%	13.64%
	海绵钛	元/千克	48500	-3.96%	-3.96%	11.49%
	铬铁 (高碳)	元/吨	8650	0.00%	2.98%	14.57%
	钴	元/吨	375500	13.27%	44.70%	141.48%
	铋	元/吨	124000	-3.88%	10.22%	68.71%
	钽铁矿	美元/磅	93	0.00%	6.90%	17.72%
	二氧化锆	元/千克	9800	0.00%	-1.01%	-16.60%
	铟	元/千克	2525	0.00%	0.00%	0.00%
	碳酸锂 (工业级)	元/吨	73500	3.09%	-4.92%	1.38%
	碳酸锂 (电池级)	元/吨	74900	2.60%	-5.19%	-0.79%
	五氧化二钒	元/吨	74000	-1.33%	-3.90%	1.37%

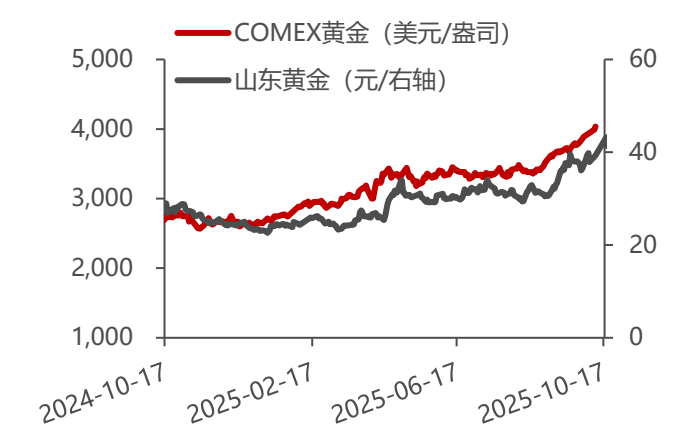
稀土

稀土氧化物	氧化镧	元/吨	4500	0.00%	-2.17%	12.50%
	氧化铈	元/吨	11300	1.80%	5.12%	44.87%
	氧化镨	元/吨	567500	-6.97%	-11.67%	40.82%
	氧化钕	元/吨	570000	-7.32%	-11.97%	37.68%
	氧化镝	元/千克	1640	1.23%	1.55%	1.86%
	氧化铽	元/千克	6975	-0.71%	-1.41%	24.33%
	镨钕氧化物	元/吨	507500	-8.97%	-15.06%	27.51%
稀土金属	金属镧	元/吨	21500	0.00%	0.00%	-4.44%
	金属铈	元/吨	29000	0.00%	0.00%	16.00%
	金属镨	元/吨	710000	-7.79%	-9.55%	42.86%
	金属钕	元/吨	710000	-7.79%	-9.55%	42.86%
	金属镝	元/千克	2030	0.00%	-0.25%	0.00%
	金属铽	元/千克	8600	-0.86%	-1.32%	23.30%
	镨钕合金	元/吨	507500	-8.97%	-15.06%	27.51%

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

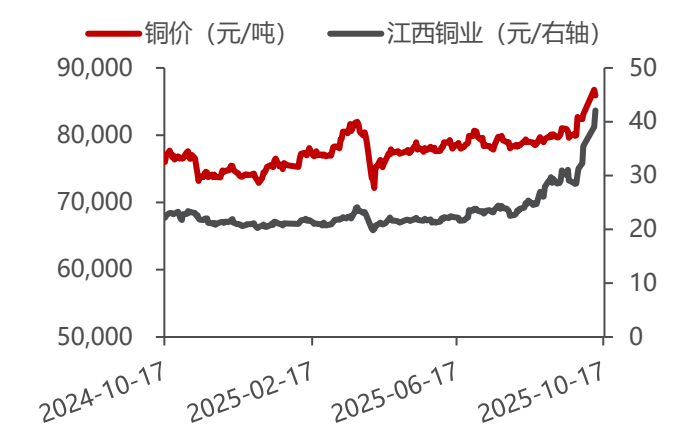
2.1 价格和股票相关性复盘

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



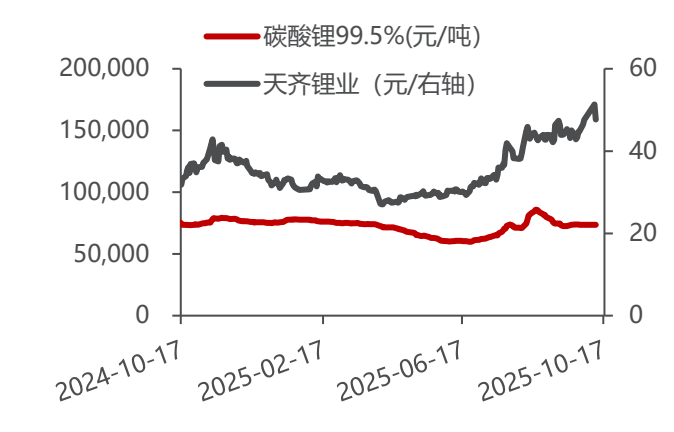
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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（10/13-10/17）宏观层面整体偏向乐观，但关税风险扰动市场情绪。据 CME 数据显示，美联储 10 月底进行两次降息的概率高达 83.4%，宽松预期持续发酵。经合组织发布中期经济展望报告，预计 2025 年全球经济增速为 3.2%，较今年 6 月预测值上调 0.3 个百分点，全球经济预期向好。但需警惕的是，10 月初特朗普称要大幅提高入美的中国产品的关税，引发市场避险情绪，周

初沪铝夜盘破位下行。后续 APEC 峰会上中美领导人可能进行会晤，关税战的不确定性仍存。国内方面，9 月 CPI 同比下降 0.3%，但核心 CPI 同比上涨 1%，涨幅连续第 5 个月扩大，为近 19 个月以来涨幅首次回到 1%；9 月制造业 PMI 录得 49.8，环比继续回升；月内八部门印发《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，经济效益保持向好态势，政策端提供支撑。

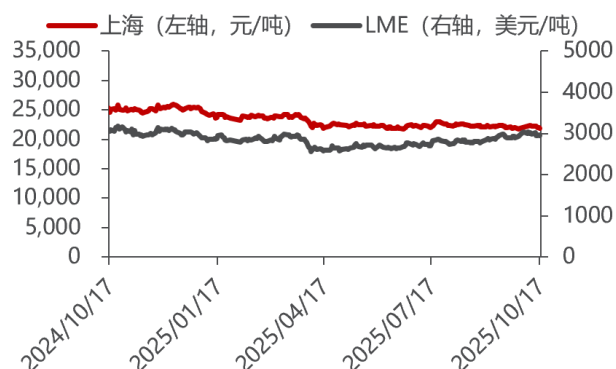
基本面：周中去库提振信心，供需格局稳健支撑价格。**供应端：**铝水比例持续提升，铸锭压力有限。10 月旺季延续，小幅回暖，部分企业铝液就地合金化比例预计进一步提升，10 月预计环比增加 1 个百分点至 77.3%。10 月份置换项目与技改项目的投产与复产预计带来铝锭产量的进一步增长，但铝水直供的增加将减少现货铝锭供应压力。**成本端，**氧化铝现货价格维持弱势运行，电解铝即时成本环比继续走低，较上周四下跌约 118 元/吨至 16151 元/吨，电解铝即时理论利润环比上涨 108 元/吨至 4798 元/吨。**需求端，**节后首周建材以及其他工业材需求暂未出现显著变化，光伏边框需求下滑，本周国内铝型材周度开工率录得 53.5%，较上周环比下滑 0.1 个百分点，其余各下游板块的开工表现依旧维稳运行。**库存方面，**据 SMM 统计，本周四国内主流消费地电解铝锭库存录得 62.7 万吨，较本周一去库 2.3 万吨，环比上周四去库 2.2 万吨。SMM 预计 10 月下半月国内铝锭库存整体或有望重回去库趋势。近日，几内亚金迪亚铝矿公司(CBK)爆发了无限期全面罢工，生产与运输活动因此全面停滞，初步预计中长期对我国铝土矿供应的影响有限，但短期对相关价格的影响仍待进一步评估。

综合展望：国内外宏观面偏向乐观，叠加基本面整体表现稳健使铝价维持偏强震荡，预计下周沪铝将运行于 20700-21300 元/吨，伦铝将运行于 2720-2800 美元/吨。但关税战、海外矿端事件对铝价的扰动仍不可小觑。

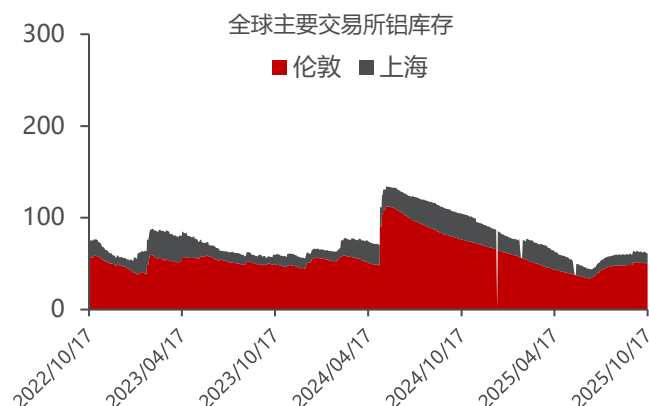
表2：铝产业链价格统计

	2025-10-16	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	20,940	40	0.19%	-10.0	-0.05%	-10.0	-0.05%
氧化铝	2,880	-10.0	-0.35%	-60.0	-2.04%	-190.0	-6.19%
铝土矿（澳洲进口）	577.40	-0.22	-0.04%	-1.1	-0.19%	-0.7	-0.12%
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	737.0	9.0	1.24%	31.0	4.39%	50.0	7.28%

资料来源：同花顺，民生证券研究院

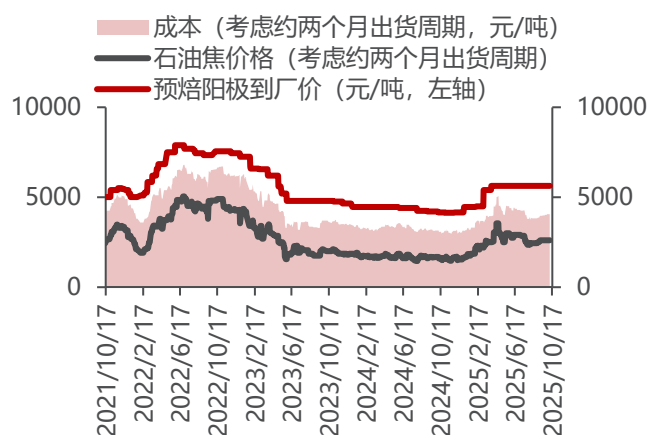
图 7：上海期交所同 LME 当月期铝价格


资料来源：同花顺，民生证券研究院

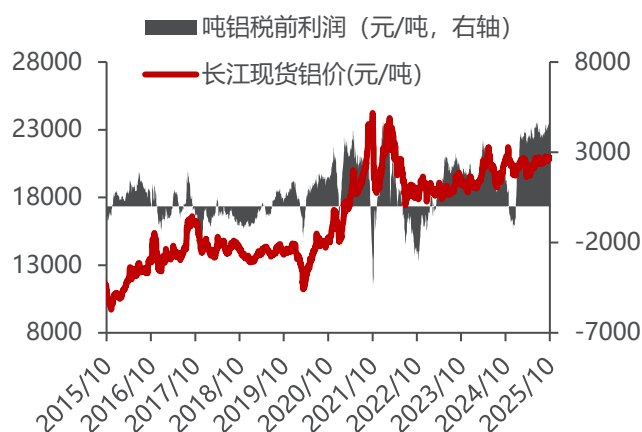
图 8：全球主要交易所铝库存（万吨）


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）

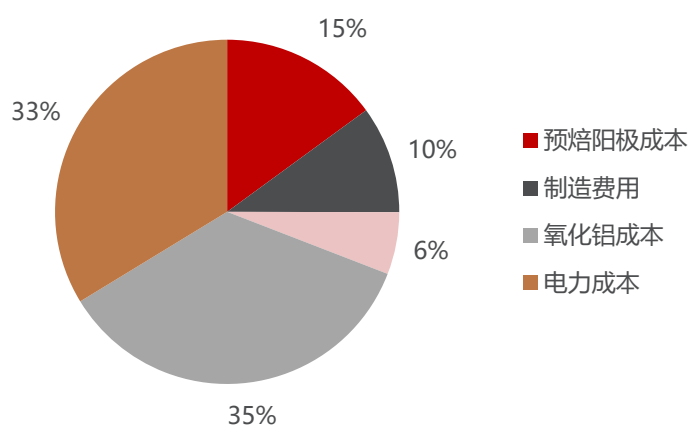


资料来源：同花顺，百川资讯，民生证券研究院测算

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
2025/10/9	5.0	20.2	4.2	9.5	2.6	0.3	2.4	20.7	64.9
2025/10/13	5.3	19.7	4.1	9.0	2.6	0.8	2.4	21.1	65.0
2025/10/16	5.3	18.3	4.1	8.2	2.6	0.8	2.4	21.0	62.7
较上周四变化	0.3	-1.9	-0.1	-1.3	0.0	0.5	0.0	0.3	-2.2

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

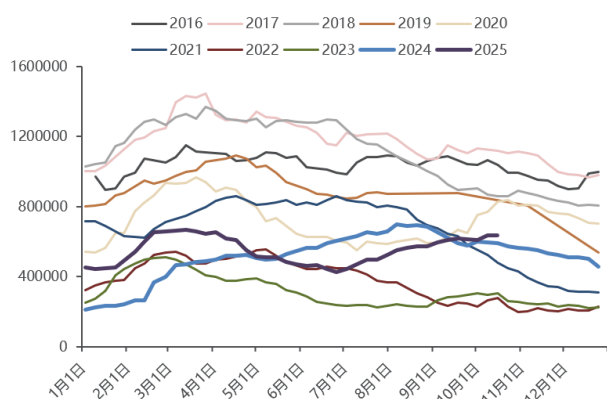
(1) 价格周度观点

本周 (10/13-10/17)，铜价整体先抑后扬。特朗普威胁对中国商品加征 100% 关税，中美贸易摩擦升级，引发避险情绪，铜价大幅下挫。随后中方迅速出台反制措施并释放谈判信号，特朗普表态愿与中国达成协议，市场情绪回稳，宏观风险缓和推动铜价强劲反弹。美联储多位官员表态支持年内继续降息强调应加快宽松节奏。因就业及流动性压力上升，使市场对 12 月累计降息 50 个基点的预期升温，美指跌破 99 关口，支撑铜价抬升。

基本面方面，本周多家矿山、冶炼厂均在市场发声，对 2026 年铜精矿市场艰难情况表达对铜精矿平衡失衡现状表达担忧。长单谈判预计将异常艰难。本周 LMEweek 会议期间现货市场冷清。铜精矿现货贸易并不活跃。进口铜到货情况持平上周，贸易商间交易亦不活跃。进口货源保持稳定，而国产货源供应偏紧，叠加交割临近，市场流通收缩，但高价抑制下游需求，消费恢复有限，库存延续小幅回升。

展望下周，资金流动性仍使铜价维持高位，预计伦铜波动于 10400-10850 美元/吨，沪铜波动于 84500-86500 元/吨。现货方面，国内需求维持稳定，现货升水亦持稳运行。预计现货对沪铜 2510 合约在贴水 40 元/吨-升水 140 元/吨。

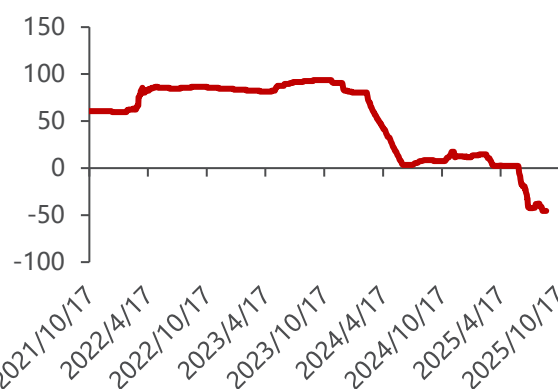
图 14：三大期货交易所铜库存合计+保税区 (吨)



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

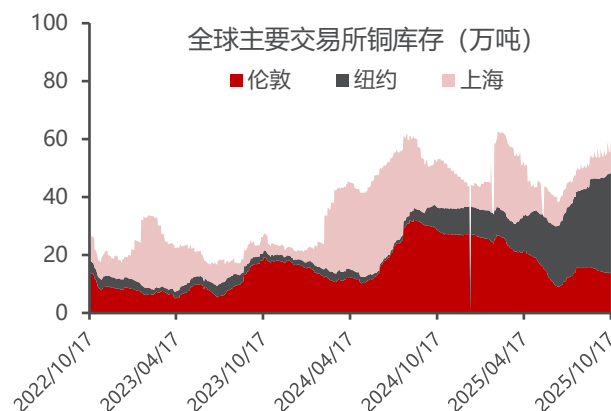
图 15：铜精矿加工费 (美元/吨)



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

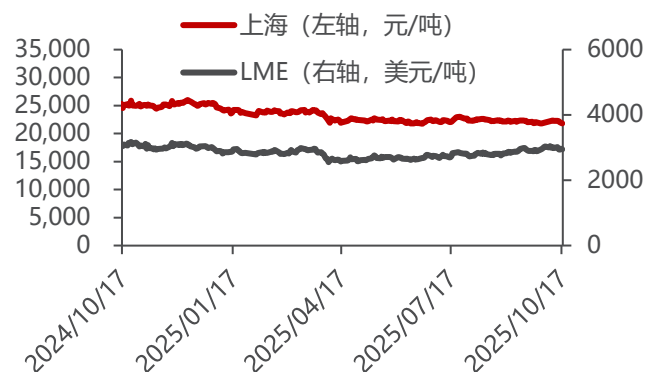
2.2.3 锌

（1）价格周度观点

本周（10/13-10/17），伦锌：周初，受国际贸易局势不确定性影响，市场避险情绪仍存，同时美联储降息预期升温，叠加海外锌库存持续减少，LME 锌 BACK 结构不断走扩，对伦锌形成较强支撑，但美元指数走强压制锌价，伦锌整体维持震荡走势；随后，LME 锌库存增至 38600 吨，虽仍处于低位，但贸易担忧情绪干扰市场，部分资金离场拖累伦锌重心下移；接着，美国 9 月 NFIB 小型企业信心指数超预期下跌至 98.8，市场不确定性加剧，避险情绪升温，伦锌小幅走高；随后宏观层面上，美联储官员持续呼吁降息，局部地缘政治仍存不确定性，叠加美国信贷市场爆雷推动避险情绪进一步升温，基本面角度，海外锌库存仍处于较低水平，多因素影响下伦锌缓幅上移。截至本周五 15:00，伦锌录得 2948.5 美元/吨，跌 36.5 美元/吨，跌幅 1.22%。

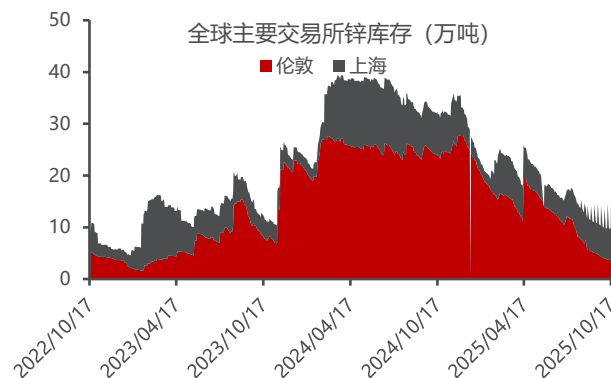
沪锌：周初，沪锌在外盘带动下迅速走高；随后根据 SMM 统计的数据显示，截至本周一（10 月 13 日）国内社会库存增至 16 万吨以上，市场现货表现宽松，库存逐步累库，对锌价上行形成一定压制，但海外低水平库存对锌价底部起到一定支撑，沪锌维持震荡；随后受近期关税消息干扰，市场贸易担忧较重，叠加外盘下行的拖累，沪锌跳空低开；接着我国 9 月 CPI 同比下降 0.3%，环比上涨 0.1%，消费市场运行总体平稳，同时根据央行数据显示，前三季度社会融资规模增量为 30.09 万亿元，比上年同期多 4.42 万亿元，财政支持力度较强，市场情绪回暖，但在供强需弱的情况下，沪锌继续维持震荡运行；随后宏观积极情绪逐渐消化，沪锌走低。截至本周五 15:00，沪锌录得 21815 元/吨，跌 455 元/吨，跌幅 2.04%。

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

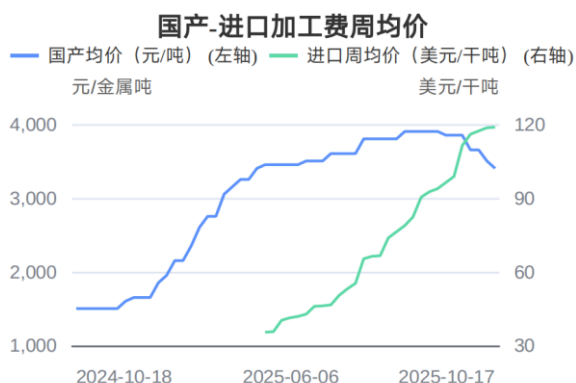
图 19: 全球主要交易所锌库存（万吨）



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



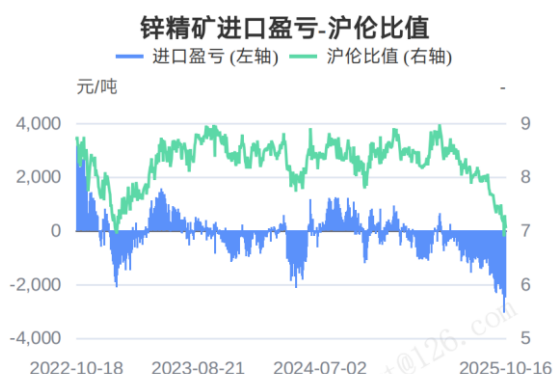
资料来源：SMM，民生证券研究院

表 4: 锌七地库存（万吨）

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
2025/9/29	4.05	4.32	5.03	0.13	0.24	0.1	0.27	13.4	14.14
2025/10/9	4.28	4.87	4.99	0.22	0.29	0.1	0.27	14.14	15.02
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
较上周四变化	-0.11	0.59	0.69	0.07	0.01	0.00	0.00	1.17	1.25
较本周一变化	-0.11	0.13	0.05	-0.04	-0.07	0.00	0.00	0.07	-0.04

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

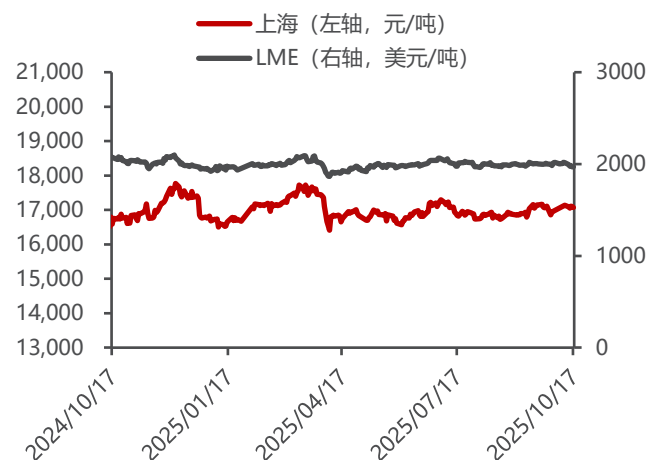
2.3 铅、锡、镍

铅：本周（10/13-10/17），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。

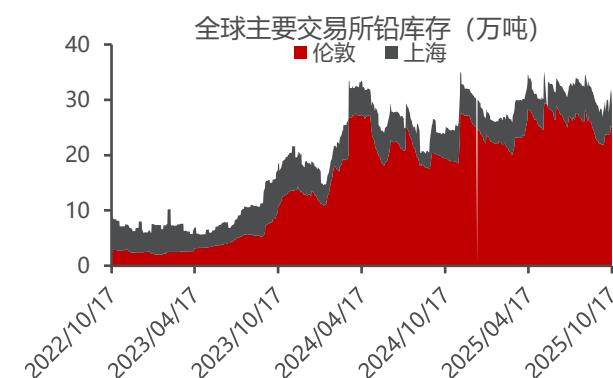
锡：本周（10/13-10/17），沪锡市场价格在 2025 年 10 月 13 日至 17 日期间呈现高位震荡格局，整体波动区间在 272.000-286.000 元/吨。宏观层面，中美贸易摩擦升级引发避险情绪升温，美元指数波动及美联储降息预期对锡价形成压制。供应端，云南等主产地锡矿供应趋紧，部分冶炼企业保持停产检修，对价格形成一定支撑。需求端方面，焊料行业因消费电子和家电市场需求不振而订单量减少，但半导体行业表现强劲，AI 算力提升和光伏装机增长带来长期需求预期。现货市场上，成交较为冷清，下游企业多持观望态度，仅少量刚需采购，整体成交氛围不旺。

镍：本周（10/13-10/17），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/吨内震荡运行。

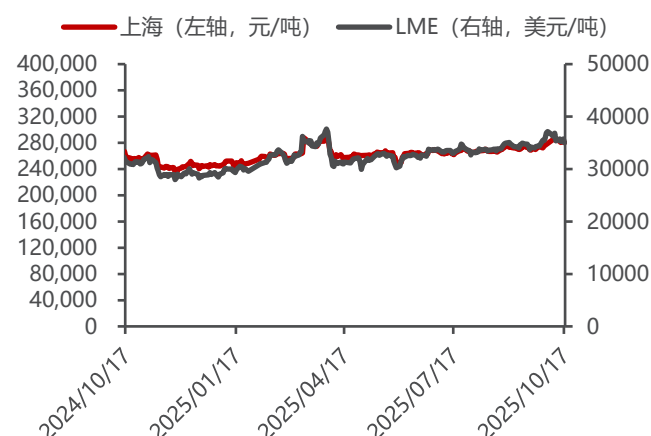
国际宏观方面，美国失业率和美联汽车产业的新趋势和电动汽车充电设施的建设对锡市场需求产生了一定影响。国内锡矿市场整体供需矛盾依然存在。供应端方面，云南等主产地锡矿供应趋紧，10 月份部分冶炼企业保持停产检修，这对市场需求不振，订单量明显减少，下游采购偏谨慎锡价形成一定支撑。需求端方面，消费电子和家电高价对实际消费抑制明显。尽管 AI 算力提升和光伏行业装机量增长带动了部分锡消费，但目前其贡献规模尚小，难以弥补传统领域消费下滑带来的缺口现货市场交投清淡，下游企业多于节前进行备库且节后因价格高位横盘，终端企业下单量下降，整体锡锭需求不高。综上所述，预计下周锡价将维持震荡走势，建议投资者关注国内外市场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

图 22：上海期交所同 LME 当月期铅价格


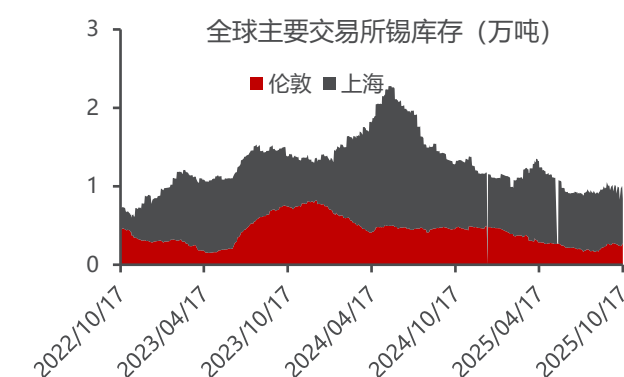
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 23：全球主要交易所铅库存（万吨）


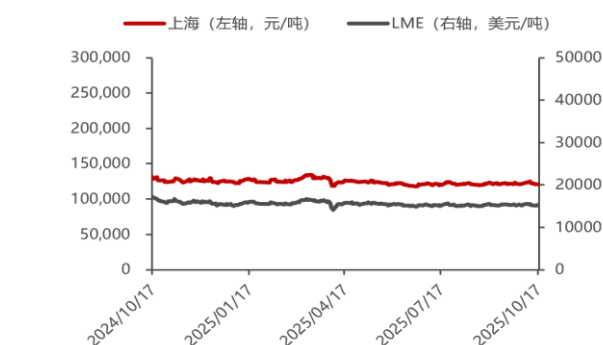
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 24：上海期交所同 LME 当月期锡价格


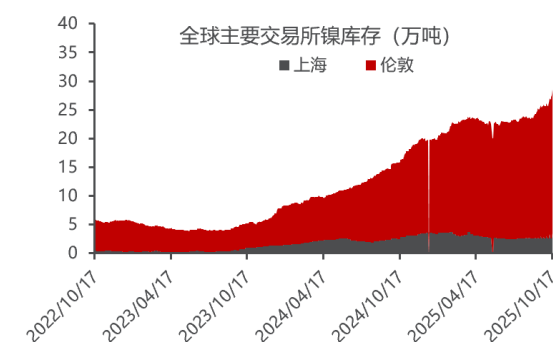
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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

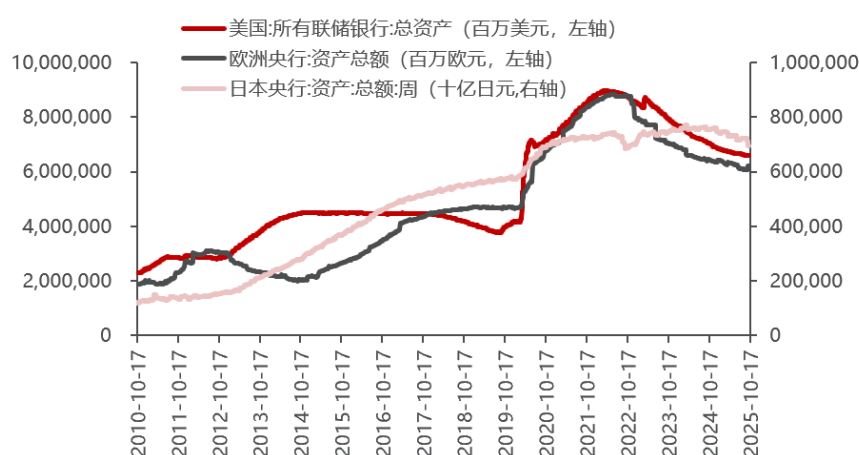
3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

金银：本周（10/13-10/17）金银价格上涨。截至 10 月 16 日，国内 99.95%黄金市场均价 931.66 元/克；均价 11773 元/千克，较上周均价上涨 8.45%。周内国际贸易局势紧张、地缘政治风险升级、美联储降息预期以及多国政治乱局共同作用下，金银的避险需求居高不下。鲍威尔的另一番表态，也为汇市注入新变量，鲍威尔暗示即使政府停摆严重，削弱了美联储对经济形势的掌握程度，但美联储仍有望在本月晚些时候再次降息 25 个基点。当前市场等待美国 CPI 数据指引，COMEX 金银主力分别运行在 4200-4250 和 51.0-52.0 美元/盎司之间，沪银在 11900-12000 元/千克区间内窄幅震荡，沪金主力在 963 元/克附近徘徊。

金银价格的最新突破，直接源于国际贸易关系的再度恶化，此前，美国总统特朗普威胁对中国加征 100%关税，令华尔街在长周末期间陷入不安。但随后，特朗普迅速缓和立场，平息了他亲手点燃的市场恐慌情绪，重演了 4 月份关税风波的股市过山车。然而，随着股市回升、比特币等加密资产暴跌，黄金表现出了截然不同的走势--稳健、坚挺，继续扮演“避风港”的角色。

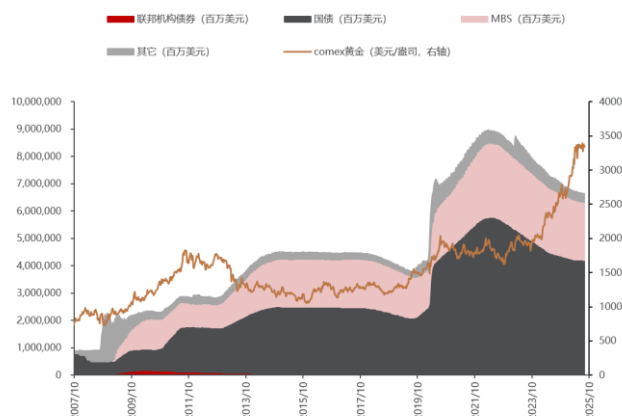
图 28：各国央行的资产总额情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

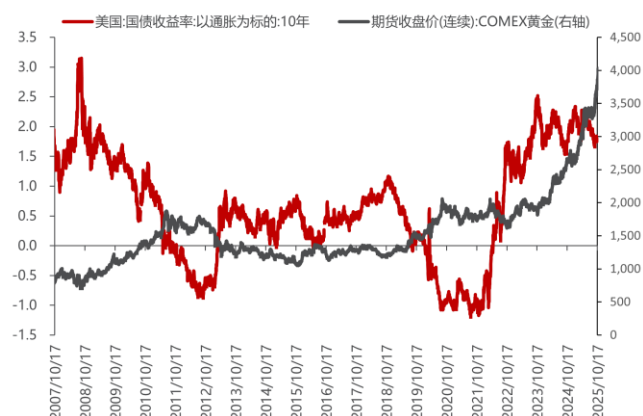
(1) 央行 BS、实际利率与黄金

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

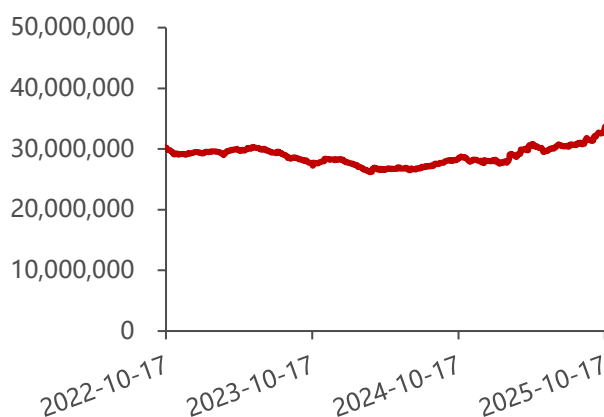
图 30：Comex 黄金与实际利率（%，美元/盎司）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

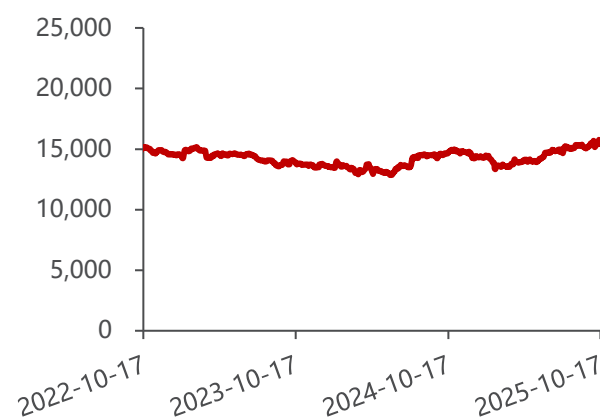
(2) ETF 持仓

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

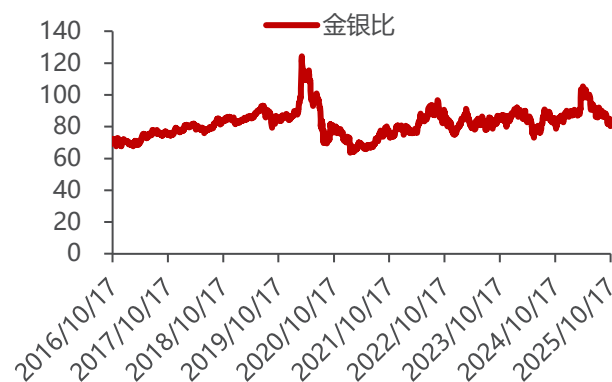
(3) 长短端利差和金银比

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（10/13-10/17）** 本周电解钴现货价格震荡上行。上周末刚果(金)公布钴配额分配细则，中国企业获得的配额略低于市场预期，引发市场对后续中国钴资源供应趋紧的担忧，受此情绪推动，本周国内盘面价格震荡上行。供应端，冶炼企业多持观望态度，普遍暂停报价，部分厂家上调出厂价格；贸易商则跟随盘面上调现货报价。需求端表现相对清淡，下游仍以刚需采购为主，实际成交未明显放量。总体来看，当前钴价快速上涨已对下游需求形成一定抑制，并使得电钴和钴盐间存在较大价差，但考虑到电钴可以作为原料反融钴盐，预计后续电解钴价格将逐步向钴盐反融成本靠拢。
- **钴盐（硫酸钴及氯化钴）：本周（10/13-10/17），硫酸钴** 现货价格继续快速上涨。从供应端看，上周末刚果(金)公布的钴出口配额政策加剧了冶炼厂对远期原料供应的担忧，企业因此普遍继续暂缓报价，并进一步上调意向出货价格。需求端变化不大，部分正极企业因担忧未来出现钴供应缺口仍在少量备货。然而，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。综合来看，在原料成本持续上行与下游长期备货需求的共同推动下，预计硫酸钴价格短期内仍将维持偏强运行态势。**本周氯化钴** 生产企业普遍暂停报价，部分厂商价格预期已上调至 11 万元/吨。市场仅现零星成交成交价格约为 10.2 万元/吨。上游冶炼厂及贸易商观望情绪浓厚，在多数企业停报及价格持续上行的背景下，报价企业也纷纷转为暂停报价，容上下游及同业动态。需求方面，自刚果(金)出口解禁密切关注政策公布后，市场一度出现恐慌情绪，但经历近一个月的消化后，恐慌心态逐步消退。受年底及明年需考虑到上游仍具备价格上行动力，预计下周氯化钴价格预期转弱影响，下游企业采购行为更趋谨慎。或将继续上行。
- **四氧化三钴：本周（10/13-10/17）** 四氧化三钴企业普遍暂停报价，其价格走势高度依赖氯化钴等原料成本变化。随着氯化钴成交价格持续攀升，四氧化三钴成本支撑进一步增强，但上游企业操作趋于谨慎，市场整体观望氛围浓厚。在刚果(金)出口政策正式落地的影响下，成本端支撑持续强化，然而当前实际成交仍显清淡。预计短期内四氧化三钴价格或将上行至 35 万元/吨左右。
- **三元材料：本周（10/13-10/17）** 本周三元材料价格延续大幅上涨走势。从原材料成本端看，硫酸镍与硫酸钴价格呈现显著上行，硫酸锰小

幅跟涨，碳酸锂与氢氧化锂价格则继续小幅回落。值得注意的是，硫酸钴近期涨幅突出，推动 5 系三元材料价格快速攀升，部分产品报价已超过高镍型号。受原材料价格剧烈波动影响，本周部分厂商暂停对外报价。目前，零单市场中硫酸镍与硫酸钴的折扣系数已有明显上调，长协订单折扣则基本维持原水平。预计下周原材料价格波动幅度将有所收窄，市场成交情绪有望逐步恢复。需求方面，国内动力市场延续传统旺季表现，叠加部分补贴政策将于明年退坡的预期，年末或出现订单集中释放，对材料需求形成持续支撑。消费类市场需求整体平稳。受 5 系材料成本压力加大影响，部分厂商正逐步转向 6 系材料方案；同时，部分钴酸锂应用场景也存在向三元材料切换的趋势。预计未来中高镍材料凭借其综合成本优势，市场份额将进一步提升。海外市场方面，三季度末冲量结束后，四季度整体需求有所回落但部分畅销车型品牌对相应正极材料供应商的订单仍形成稳定支撑。

表5：钴系产品价格一览

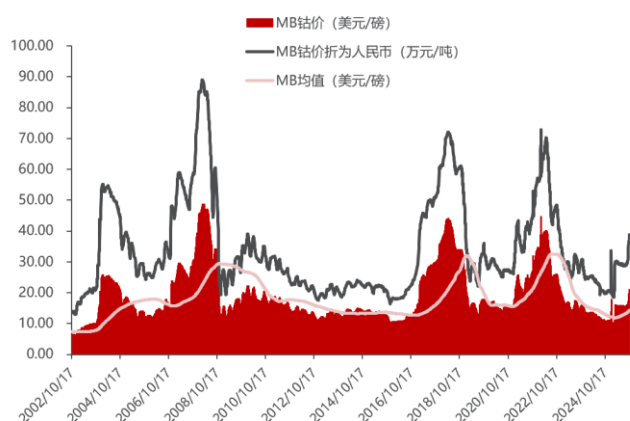
品种	产品类别	价格单位	当周价格	单周变动	1 个月变动	年初至今	12 个月最高	12 个月最低
钴粉	99.5%min 中国	元/公斤	439.50	17.99%	40.64%	170.46%	439.50	162.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	20.98	5.43%	29.91%	91.60%	21.10	9.95
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	375.50	13.27%	40.90%	141.48%	375.50	149.50
钴精矿	6-8%中国到岸	美元/磅	13.50	27.36%	81.21%	181.25%	13.50	4.75
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	289.50	17.92%	36.24%	164.38%	289.50	109.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	82400.00	18.56%	47.14%	216.92%	82400.00	26000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	263.50	17.90%	32.75%	164.82%	263.50	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

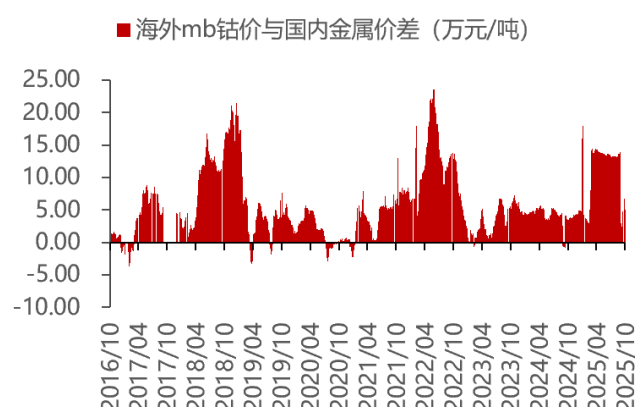
(2) 价差跟踪

图 37：MB 钴美元及折合人民币价格

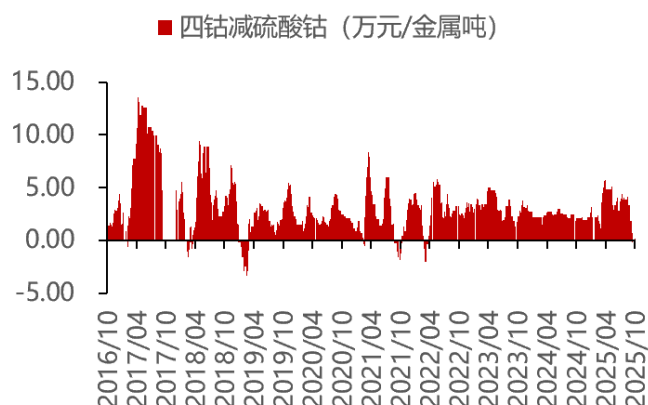


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院，注：美元汇率为当日中间汇率

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

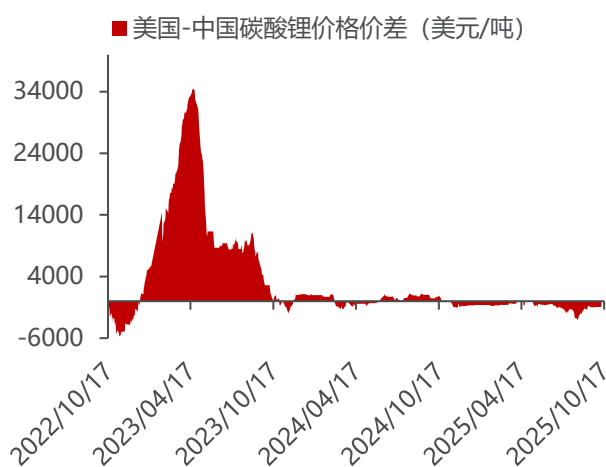

资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

3.2.2 锂

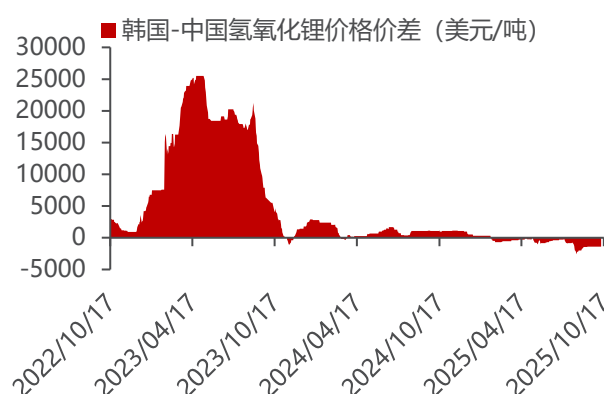
(1) 高频价格跟踪及观点

- **碳酸锂：本周（10/13-10/17）**，本周碳酸锂价格较上周持续震荡，并带动锂矿价格同步波动。上游方面，海外矿端延续挺价态势；其他持货商因前期库存去化明显，当前惜售情绪较为浓厚，报价随期货价格同步震动。下游锂盐厂因维持前期排产节奏，对原料的需求保持高位，采购意愿较前期有所提升。整体来看，锂矿市场现货供应偏紧，市场询价与成交活跃度均高于前期。
- **氢氧化锂：本周（10/13-10/17）**，氢氧化锂价格环比上周呈现区间下行趋势。生产上，当前碳氢价差明显，叠加下游需求订单表现不错，致使锂盐厂产氢倾向较为明显，为整体市场供应带来一定增量；市场成交上，锂盐厂持续存惜售情绪，报价趋势变化不大；下游大部分三元材料厂节前谈单及备货较为充足，当前买货仅为刚需补库，整体市场成交较为一般。近月氢氧化锂供给较为紧缺，市场处于持续去库趋势。整体流通量一般，市场价格变化幅度有限。
- **磷酸铁锂：本周（10/13-10/17）**，本周磷酸铁锂价格有小幅减量，但减幅不大。碳酸锂价格在本周降价约 550 元/吨。生产方面，材料厂在本周整体生产积极，随着在纯电重卡项目不断推进以及传统车销旺季“金九银十”到来，材料厂本月订单增长明显。本次增量主要来源于头部电芯厂由于需求增量明显，电芯厂积极与材料厂协商增加订单，但部分头部材料厂已满负荷，订单流向中小企业。但有个别材料厂在本周有减产的情况，这主要跟下游电芯厂供应链结构调整有关，以及其他电芯厂的生产进度有关。近期磷酸铁锂企业对于排产预期感知向好，积极推进与客户就加工费谈涨。10 月磷酸铁锂材料整体需求向好，增速有望维持 5% 以上。

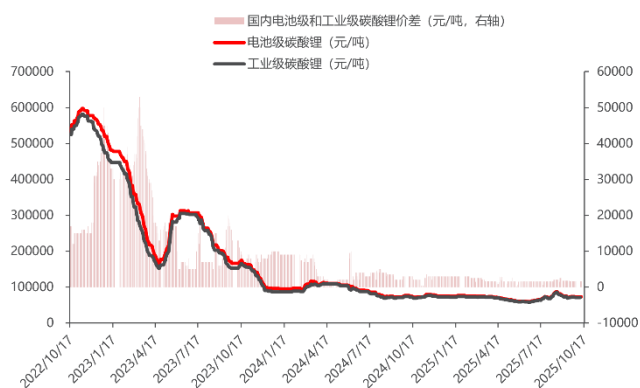
- 钴酸锂：本周（10/13-10/17），钴酸锂价格走强，常规型号产品成交价达到 35.0 万元/吨。**价格上涨主要受上游氯化钴、四氧化三钴价格传导以及电芯企业备货拉动。前期刚果(金)配额政策引发下游恐慌情绪，推动价格快速上行；目前市场情绪逐步回归理性，价格趋于企稳。正极材料与电芯企业库存水平相对充足，对原料价格的快速上涨形成一定缓冲，抑制了短期紧急补库需求。预计钴酸锂价格近期将保持坚挺，并仍具备进步上行的空间。手机数码和电子烟市场需求整体平稳，对钴酸锂的需求影响不大。

图 41：国内外碳酸锂价差


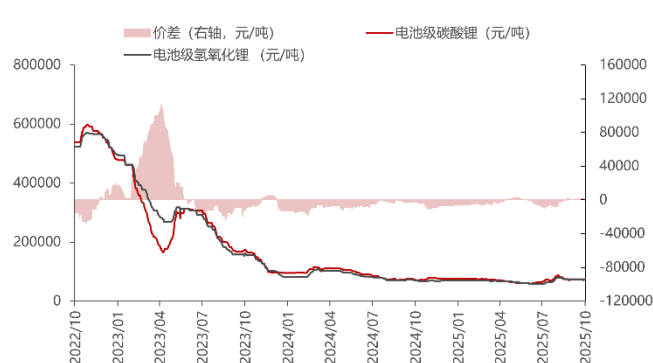
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

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


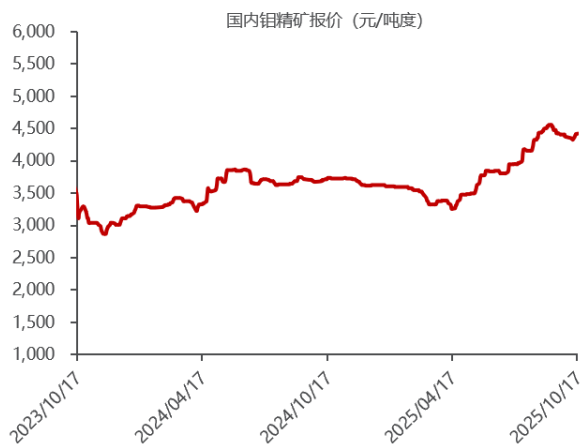
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

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

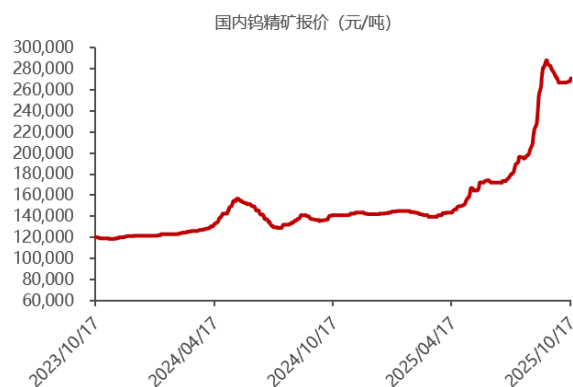
3.3 其他小金属

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



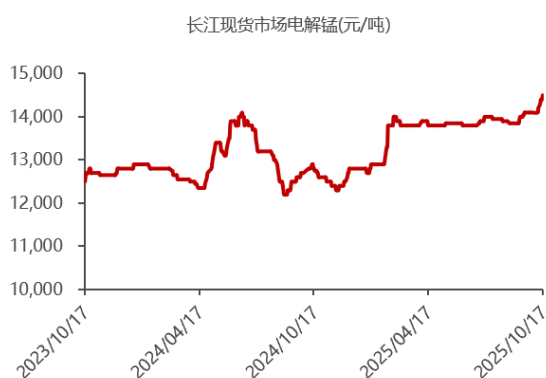
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 47：长江现货市场电解镁价格



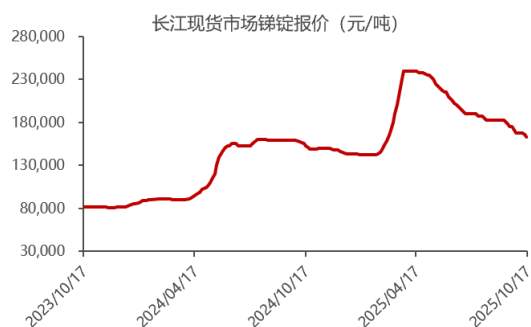
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 48：长江现货市场电解锰价格



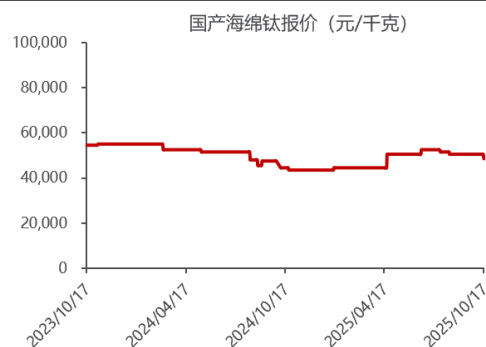
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 49：长江现货市场锑锭价格



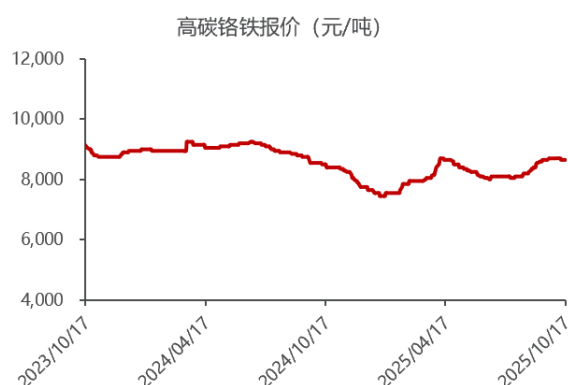
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 50：国产海绵钛价格



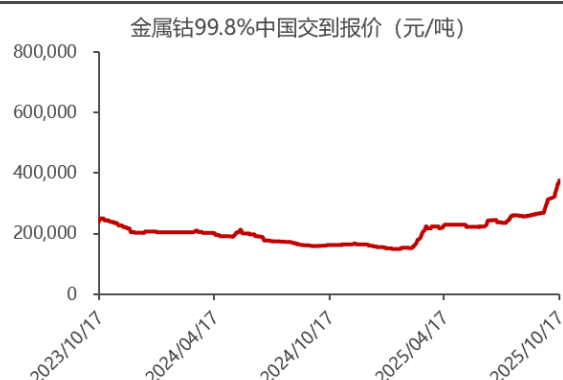
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 51：国产高碳铬铁价格



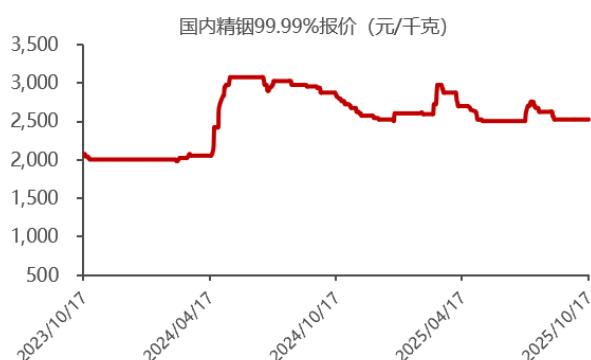
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 52：长江现货市场金属钴价格



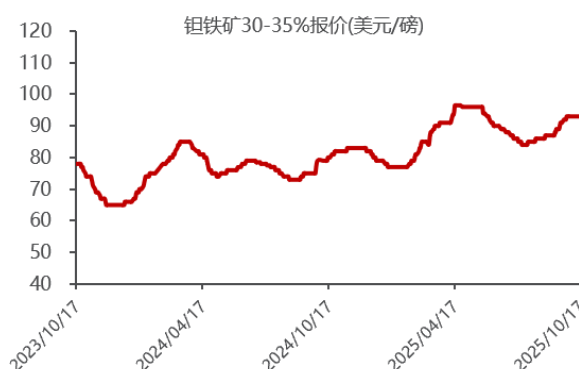
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 53：国内精钢 99.99%价格



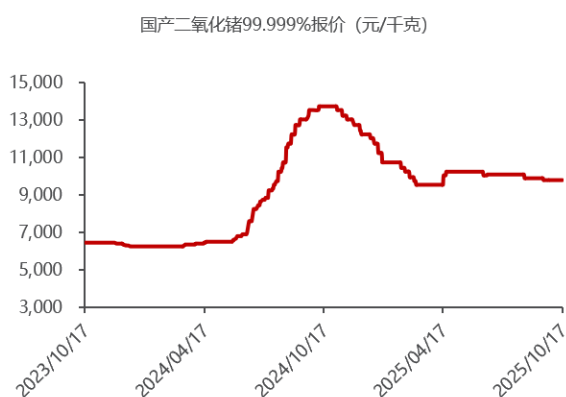
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 54：钽铁矿 30%-35%价格



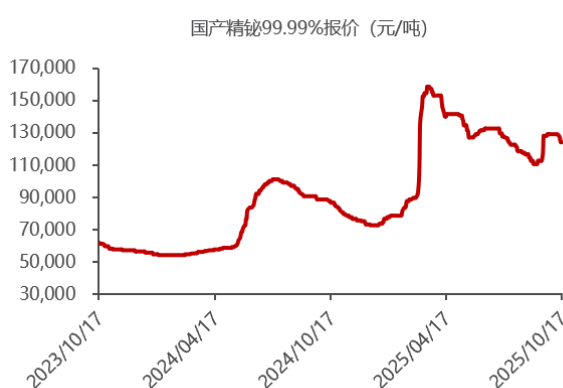
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 55：国产二氧化锆价格



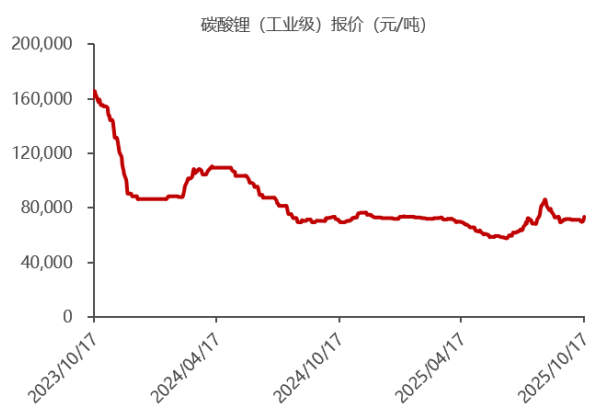
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 56：国产精铋价格



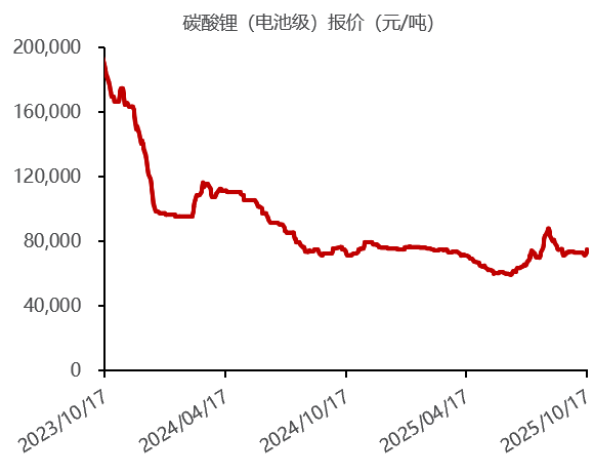
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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

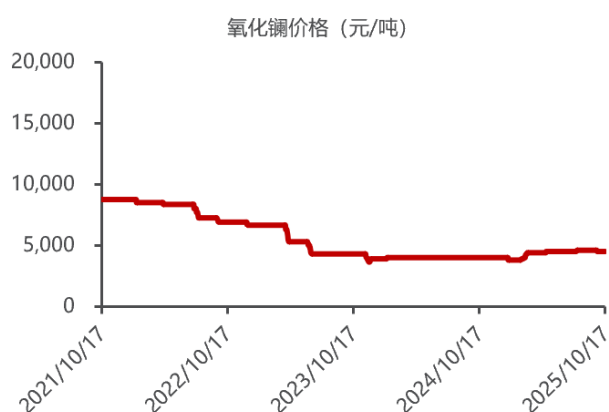


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

4 稀土价格

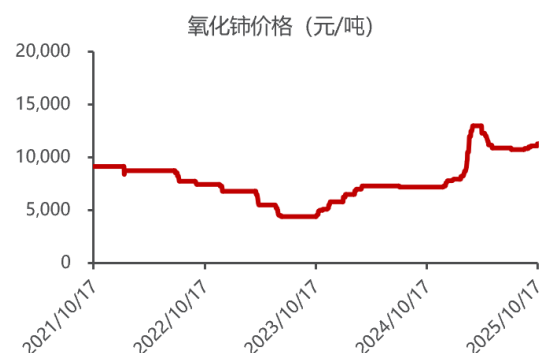
稀土磁材：本周（10/13-10/17）本周稀土价格整体呈现走弱趋势，市场交投氛围冷清。氧化镨钕价格波动幅度较小但实际成交价格偏低，下游采购积极性不高；中重稀土市场则相对平稳，价格变化不大。稀土矿端产品价格有小幅下行，分离厂采购意愿不高，导致离子矿加工费扣减较多。

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 (10/13-10/17)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (10/13-10/17)	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	12
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	14
图 27: 全球主要交易所镍库存 (万吨)	14
图 28: 各国央行的资产总额情况	15
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)	16
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 吨)	16
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)	17
图 36: COMEX 白银期货结算价 (美元/盎司)	17
图 37: MB 钴美元及折合人民币价格	19
图 38: 海内外钴价及价差	19
图 39: 硫酸钴和四氧化三钴价差	20
图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差	20
图 41: 国内外碳酸锂价差	21
图 42: 国内外氢氧化锂价差	21
图 43: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差	21
图 44: 国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差	21
图 45: 国内钼精矿价格	22
图 46: 国内钨精矿价格	22
图 47: 长江现货市场电解镁价格	22
图 48: 长江现货市场电解锰价格	22
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	23
图 52: 长江现货市场金属钴价格	23
图 53: 国内精钢 99.99% 价格	23
图 54: 钽铁矿 30%-35% 价格	23

图 55: 国产二氧化锆价格	23
图 56: 国产精铋价格	23
图 57: 碳酸锂（工业级）价格	24
图 58: 碳酸锂（电池级）价格	24
图 59: 氧化镧价格	25
图 60: 氧化铈价格	25
图 61: 氧化镨价格	25
图 62: 氧化钕价格	25
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）	8
表 4: 锌七地库存（万吨）	12
表 5: 钴系产品价格一览	19

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