

关税扰动再起，避险需求驱动金价走强

2025 年 10 月 12 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 李挺

执业证书: S0100523090006

邮箱: lting@glms.com.cn

相关研究

1. 有色金属周报 20250928: 供给扰动频发, 价格持续上行-2025/09/27
2. 有色金属周报 20250921: 降息落地, 金属价格震荡后上行-2025/09/21
3. 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
4. 中国铝业招股说明书拆解: 中核铸基石, 铝业见锋芒-2025/09/13
5. 有色金属行业 2025H1 总结: 25H1 表现亮眼, 何妨吟啸且徐行-2025/09/10

本周 (9/29-10/10) 上证综指上涨 1.80%, 沪深 300 指数上涨 1.47%, SW 有色指数上涨 11.89%, 贵金属 COMEX 黄金+6.48%, COMEX 白银+2.48%。工业金属 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡价格分别变动+3.66%、+1.66%、+3.40%、+0.65%、+0.40%、+2.72%, 工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动-1.71%、-3.46%、-11.28%、+8.01%、+3.15%、-13.15%。

工业金属: 美国 9 月就业与通胀数据低预期强化降息预期, 工业金属价格有望继续走强。铜方面, Teck Resources 旗下 Quebrada Blanca 铜矿下调 25 及 26 年产量指引, 日本 PPC 与三菱材料株式会社冶炼厂也下调 2025/26 财年下半年财年铜产量指引, 供给扰动仍存继续支撑铜价。铝方面, 受下游加工材需求旺季带动, 铝水直供比例预期提高, 这将直接导致铝锭产量维持低位, 减少市场现货铝锭供应, 对铝价形成供应端支撑。库存端, 本周四国内铝锭社会库存约为 64.9 万吨, 较 9 月 29 日增加 5.7 万吨, 累库幅度可控, 未超季节性规律。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: 刚果金禁令态度明确, 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, 供应端以锂辉石为原料生产碳酸锂占比已超 60%, 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, 预计碳酸锂将持续呈现较大幅度去库, 价格支撑较强。钴方面, 刚果金执行 44% 出口配额限制, 主流矿企和贸易商维持中国钴原料偏紧预期, 继续暂停报价; 需求端由于行业原料库存紧张, 下游询盘价格持续上行, 但由于上游挺价惜售, 实际成交较少呈现“有价无市”局面, 钴价预计持续走强。镍方面, 供应端印尼政府实施 RKAB 新政策加大对资源端管控, 需求端动力市场仍处旺季, 下游厂商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: 中美贸易摩擦重燃避险需求强劲, 叠加美联储降息预期升温, 多重利好推动金价持续走强。美国 9 月 ADP 就业人数减少 3.2 万人, 预期增加 5.1 万人, 强化降息预期。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、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、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	30.87	1.21	1.69	1.86	26	18	17	推荐
603993.SH	洛阳钼业	16.72	0.63	0.76	1.08	27	22	15	推荐
000807.SZ	云铝股份	20.99	1.27	1.94	2.31	17	11	9	推荐
603799.SH	华友钴业	64.85	2.50	3.55	4.17	26	18	16	推荐
002738.SZ	中矿资源	53.01	1.05	0.47	2.19	50	113	24	推荐
002756.SZ	永兴材料	39.70	1.97	1.74	2.53	20	23	16	推荐
603979.SH	金诚信	68.08	2.57	3.63	4.10	26	19	17	推荐
601168.SH	西部矿业	23.87	1.23	1.37	1.70	19	17	14	推荐
1258.HK	中国有色矿业	13.37	0.77	0.85	0.85	17	16	16	推荐
600547.SH	山东黄金	41.25	0.57	1.61	1.78	72	26	23	推荐
600489.SH	中金黄金	23.60	0.70	1.19	1.50	34	20	16	推荐
600988.SH	赤峰黄金	29.86	1.07	1.63	1.90	28	18	16	推荐
000975.SZ	山金国际	23.52	0.78	1.31	1.50	30	18	16	推荐
1818.HK	招金矿业	29.34	0.43	0.93	1.05	68	32	28	推荐
002155.SZ	湖南黄金	22.49	0.70	1.25	1.53	32	18	15	推荐
1208.HK	五矿资源	6.48	0.08	0.39	0.46	84	17	14	推荐

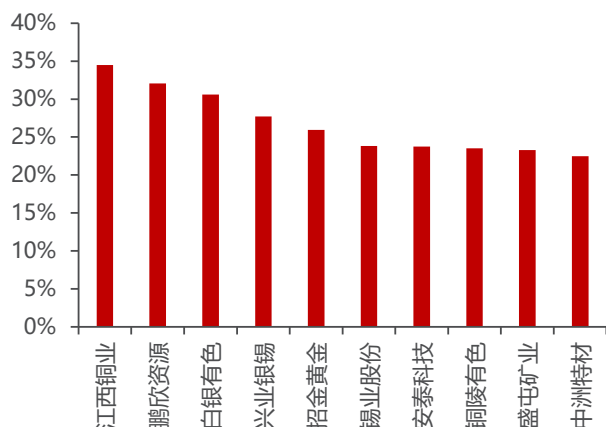
资料来源: ifind, 民生证券研究院预测。(注: 股价为 2025 年 10 月 10 日收盘价, 港币/人民币 0.93, 美元/人民币 7.2, 中国有色矿业、招金矿业、五矿资源为港币)

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

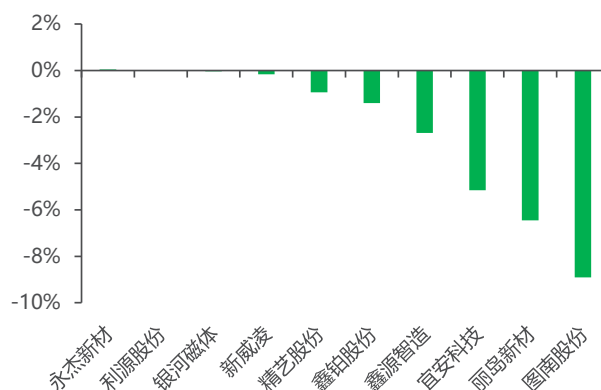
1 行业及个股表现

图 1：期间涨幅前 10 只股票 (09/29-10/10)



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 (09/29-10/10)



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 2025/10/10	两周来	变化 本月上	今年来
基本金属价格						
LME 价格	铝(当月)	美元/吨	2746	3.66%	4.85%	8.58%
	铜(当月)	美元/吨	10374	1.66%	4.72%	17.87%
	锌(当月)	美元/吨	2984.5	3.40%	6.06%	2.07%
	铅(当月)	美元/吨	2014.5	0.65%	0.88%	4.19%
	镍(当月)	美元/吨	15215	0.40%	-1.23%	1.16%
	锡(当月)	美元/吨	35350	2.72%	1.14%	24.21%
国内价格	铝(当月)	元/吨	20980	1.13%	1.16%	5.19%
	铜(当月)	元/吨	85910	4.17%	8.19%	17.24%
	锌(当月)	元/吨	22270	1.32%	0.59%	-11.85%
	铅(当月)	元/吨	17140	0.18%	1.54%	1.87%
	镍(当月)	元/吨	122180	0.66%	0.39%	-1.32%
	锡(当月)	元/吨	286350	4.48%	2.76%	17.05%
基本金属库存						
铝	LME 库存	万吨	50.88	-1.71%	5.77%	-19.83%
	上海期交所库存	万吨	12.48	0.12%	-0.65%	-37.98%
铜	LME 库存	万吨	13.94	-3.46%	-12.27%	-48.63%
	COMEX 库存	万吨	33.95	5.35%	22.20%	263.63%
上海期交所库存		万吨	10.97	11.05%	37.55%	47.89%
锌	LME 库存	万吨	3.80	-11.28%	-32.83%	-83.79%
	上海期交所库存	万吨	10.70	6.37%	24.39%	253.72%

铅	LME 库存	万吨	23.70	8.01%	-9.21%	-2.15%
	上海期交所库存	万吨	3.99	-18.88%	-38.28%	-22.97%
镍	LME 库存	万吨	23.74	3.15%	13.28%	46.10%
	上海期交所库存	万吨	3.31	14.17%	25.27%	-8.32%
锡	LME 库存	万吨	0.24	-13.15%	19.90%	-49.37%
	上海期交所库存	万吨	0.59	-10.37%	-22.30%	-12.54%

贵金属价格

COMEX 价格	黄金	美元/盎司	4035.50	6.48%	14.77%	51.07%
	白银	美元/盎司	47.52	2.48%	16.60%	58.46%
国内价格	黄金	元/克	897.63	5.23%	14.83%	45.60%
	白银	元/千克	11059.00	4.81%	18.09%	46.34%

小金属价格

	钼精矿	元/吨度	4325	-1.82%	-3.78%	19.31%
	钨精矿	元/吨	267000	-1.48%	4.30%	87.37%
	电解镁	元/吨	17450	-1.69%	-3.06%	-0.29%
	电解锰	元/吨	14200	0.71%	2.53%	10.94%
	锑锭(1#)	元/吨	167500	-4.56%	-8.22%	17.13%
	海绵钛	元/千克	50500	0.00%	0.00%	16.09%
	铬铁 (高碳)	元/吨	8650	-0.57%	2.98%	14.57%
	钴	元/吨	331500	12.18%	27.75%	113.18%
	铋	元/吨	129000	0.00%	14.67%	75.51%
	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	71300	-0.70%	-7.76%	-1.66%
	碳酸锂 (电池级)	元/吨	73000	-0.68%	-7.59%	-3.31%
	五氧化二钒	元/吨	75000	0.00%	-2.60%	2.74%

稀土

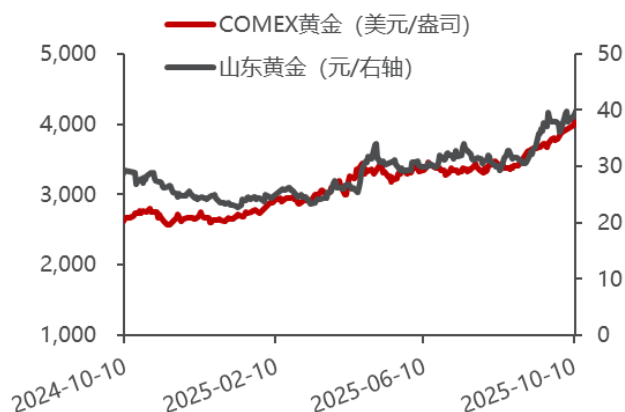
稀土氧化物	氧化镧	元/吨	4500	0.00%	-2.17%	12.50%
	氧化铈	元/吨	11100	0.00%	3.26%	42.31%
	氧化镨	元/吨	610000	-2.24%	-5.06%	51.36%
	氧化钕	元/吨	615000	-1.99%	-5.02%	48.55%
	氧化铈	元/千克	1620	0.62%	0.31%	0.62%
	氧化铈	元/千克	7025	-0.35%	-0.71%	25.22%
	镨钕氧化物	元/吨	557500	-0.89%	-6.69%	40.08%
稀土金属	金属镧	元/吨	21500	0.00%	0.00%	-4.44%
	金属铈	元/吨	29000	0.00%	0.00%	16.00%
	金属镨	元/吨	770000	-1.91%	-1.91%	54.93%
	金属钕	元/吨	770000	-1.91%	-1.91%	54.93%
	金属铈	元/千克	2030	0.00%	-0.25%	0.00%
	金属铈	元/千克	8675	-1.14%	-0.46%	24.37%
	镨钕合金	元/吨	557500	-0.89%	-6.69%	40.08%

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

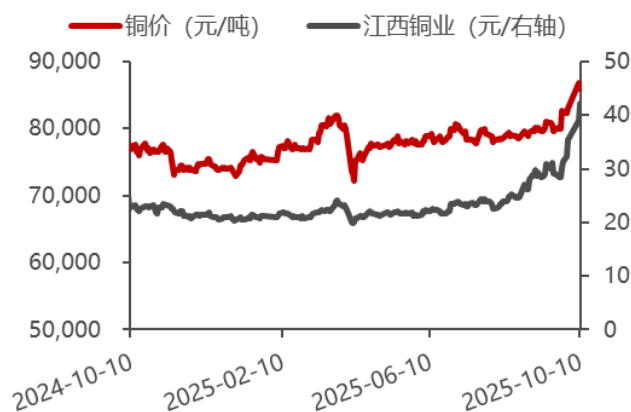
2.1 价格和股票相关性复盘

图 3：黄金价格与山东黄金股价走势梳理



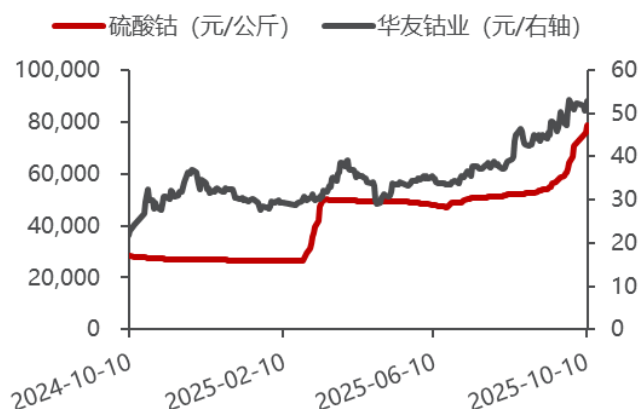
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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 (09/29-10/10) 宏观层面受降息预期主导。据 CME 数据显示，当前美联储利率政策预期呈现明确的降息导向：10 月会议：维持当前利率不变的概率仅为 5.4%，降息 25 个基点的概率高达 94.6%；12 月会议：维持利率不变的概率降至 0.6%，截至 12 月会议的累计降息幅度中，累计降息 25 个基点的概率为 16.0%（含“10 月不降息 + 12 月降息 25 个基点”“10 月降息 25 个

基点 + 12 月不降息” 两种情景），累计降息 50 个基点的概率达 83.4%（即 10 月、12 月各降息 25 个基点）。需注意的是，当前美联储内部对降息幅度仍存在一定分歧，美国联邦政府因国会未通过财政预算法案陷入停摆，这一事件暗示美国经济已进入边际放缓通道——政府停摆可能影响消费、就业等经济数据公布，同时反映财政政策发力受限，进一步强化市场对美联储通过降息提振经济的预期，而宽松的货币环境利好基本金属价格走强。

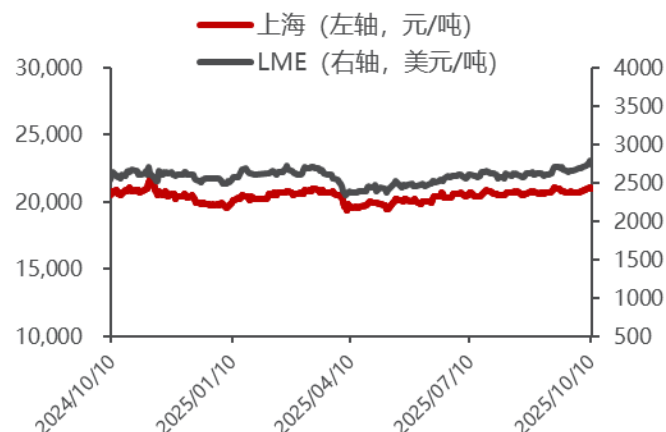
基本面：供需紧平衡延续，成本与库存提供强支撑。供应端：铝水直供比例提升，铸锭量维持低位。进入 10 月后，北方部分电解铝企业反馈，受下游加工材需求旺季带动，铝水直供比例预期提高，这将直接导致铝锭产量维持低位，减少市场现货铝锭供应，对铝价形成供应端支撑。**成本端：**整体稳定，对价格形成底部支撑。截至当前，电解铝生产成本较节前（国庆假期前）小幅上涨 22 元/吨，至 16270 元/吨，成本波动幅度有限。**库存端：**累库幅度可控，未超季节性规律。据 SMM 数据显示，10 月 9 日国内铝锭社会库存约为 64.9 万吨：环比来看，较 9 月 29 日增加 5.7 万吨，较 9 月 25 日增加 3.2 万吨；从季节性角度分析，今年未出现超季节性累库局面，库存处于同期低位。需求端：旺季韧性凸显，现货贴水受限。在季节性需求旺季背景下，即便铝价涨至 21000 元/吨高位，现货市场贴水幅度并不深（基差扩大幅度不明显），进一步印证需求对价格的支撑作用。

综合展望：短期来看，宏观层面的降息利好氛围与基本面的供需紧平衡形成共振，预计铝市场将维持高位震荡格局。但需注意，当前铝价已处于相对高位（21000 元/吨附近），高价对下游采买节奏的抑制作用将逐步显现——部分中小加工企业可能因成本压力减少采购或推迟订单，导致需求端边际走弱，进而限制铝价上方空间。

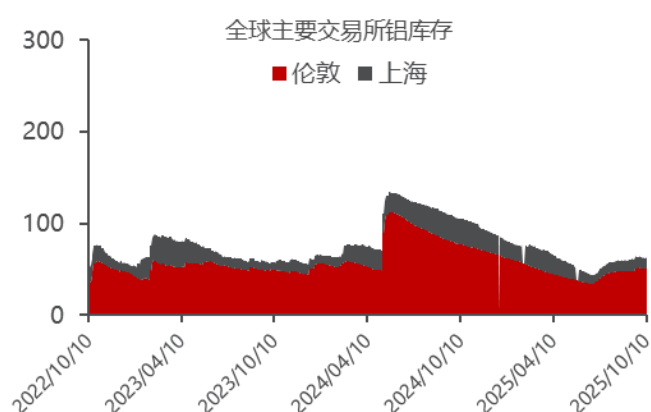
表2：铝产业链价格统计

	2025-10-09	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	20,950	230	1.11%	230.0	1.11%	280.0	1.35%
氧化铝	2,940	-10.0	-0.34%	-10.0	-0.34%	-170.0	-5.47%
铝土矿（澳洲进口）	578.49	0.38	0.07%	0.4	0.07%	0.6	0.10%
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	70.0	1.45%	70.0	1.45%	70.0	1.45%
动力煤	706.0	0.0	0.00%	0.0	0.00%	22.0	3.22%

资料来源：同花顺，民生证券研究院

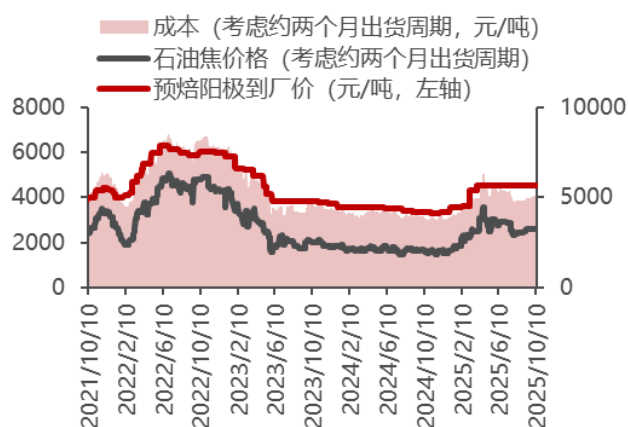
图 7：上海期交所同 LME 当月期铝价格


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

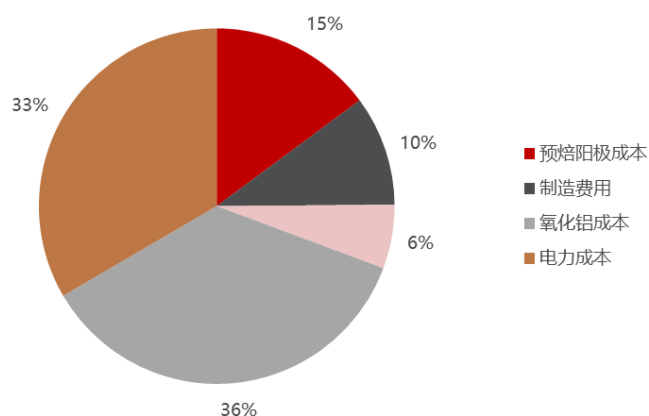

资料来源：SMM，民生证券研究院

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


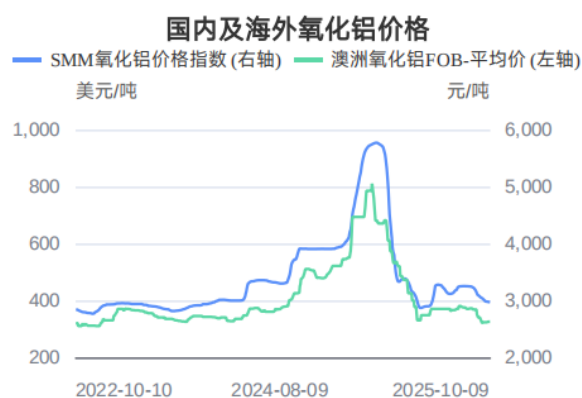
资料来源：SMM，民生证券研究院

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
2025/9/25	5.2	20.7	4.5	6.4	2.6	0.3	2.4	19.6	61.7
2025/9/29	5.2	19.1	4.2	6.7	2.6	0.3	2.4	18.7	59.2
2025/10/9	5.0	20.2	4.2	9.5	2.6	0.3	2.4	20.7	64.9
较9/25变化	-0.2	-0.5	-0.3	3.1	0.0	0.0	0.0	1.1	3.2

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

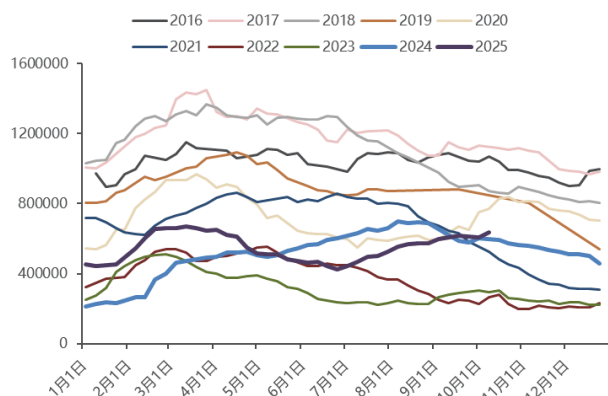
2.2.2 铜

(1) 价格周度观点

本周 (09/29-10/10)，2025 年国庆长假期间，COMEX 领涨铜价，伦敦铜市场延续节前强势格局，在假期期间冲击阶段性新高后，10 月 9 日晚冲至 10100 美元/吨高位，随后略微回吐涨幅。宏观层面，节日期间公布的美国 9 月就业与通胀数据均明显低于市场预期。叠加 PCE 物价指数放缓，进一步强化了市场对于美联储紧缩周期已至尾声甚至提前降息的判断。受此影响，美债收益率大幅下行，为包括铜在内的大宗商品价格带来系统性支撑。美元走软降低了以美元计价的金属价格的相对成本，吸引更多资金流入商品市场，成为节日期间铜价强势上行的重要催化剂。观察黄金、白银在节假日期间继续创新高，带动铜市场情绪走强，需关注贵金属回调给铜价指引。

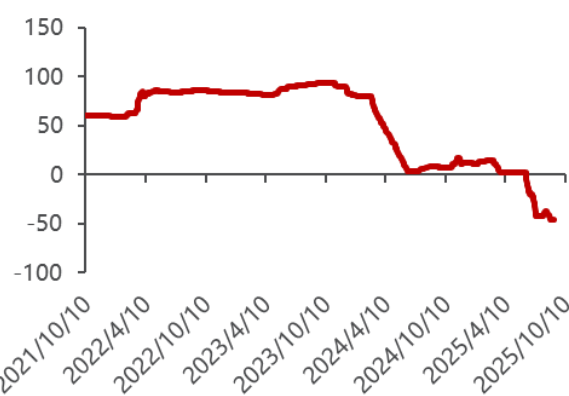
基本面，铜精矿市场并未好转，远期招标价格逐渐“浮出水面”，日本有冶炼厂下调铜产量。节后归来，内外贸市场均不活跃，内贸市场以刚需补货为主，采购情绪较节前明显走低；外贸贸易商间积极寻找 COMEX 注册货源，相关品牌提单一扫而空。

图 14：三大期货交易所铜库存合计+保税区 (吨)

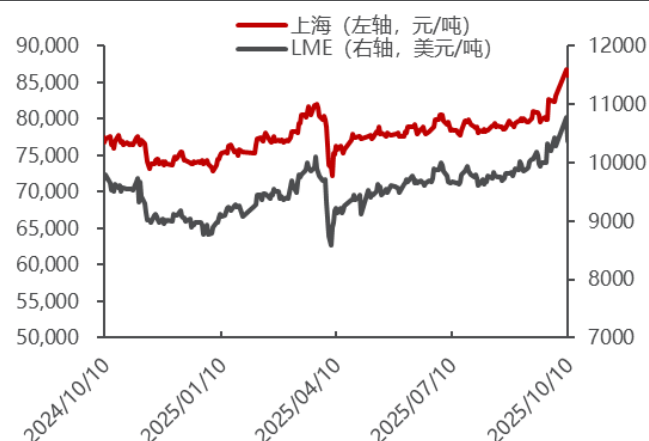


资料来源：同花顺，SMM，民生证券研究院
 注：2023 年以来铜保税区库存数据采用同花顺数据

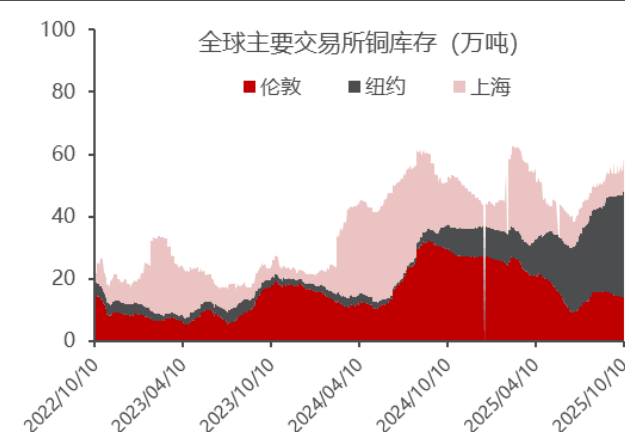
图 15：铜精矿加工费 (美元/吨)



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

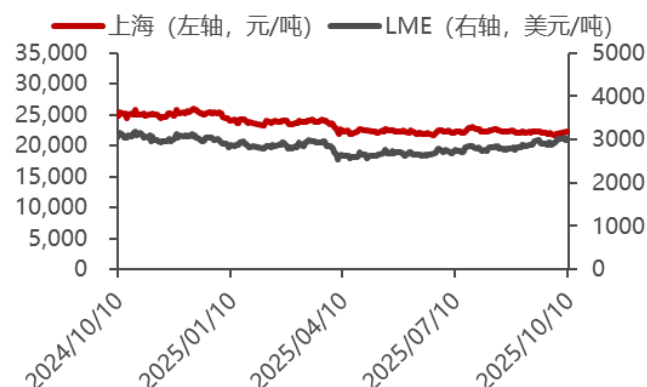
2.2.3 锌

（1）价格周度观点

本周（09/29-10/10）,伦锌：周初，在上周 ISM 数据低于预期，美元指数走低的影响下伦锌短暂延续上行走势；但随后美元指数录得一倒“V”反转，在美元指数作用下，伦锌不断走低后逆势上行；接着伦锌走低；随后海外 LME 库存继续减少至 38200 吨，海外低库存支撑伦锌反弹走高；而特朗普宣布以哈签署加沙停火第一阶段协议，使得市场避险情绪走弱，叠加美元指数连续三日走高，伦锌下行；接着在其他有色金属的强势走势拉动及海外低库存支撑下，伦锌冲高上行；随后美国政府仍处于“停摆”状态，市场仍存一定不确定性，伦锌回落，截止本周五 15:00，伦锌录得 3002.5 美元/吨，降 28 美元/吨，降幅 0.92%。

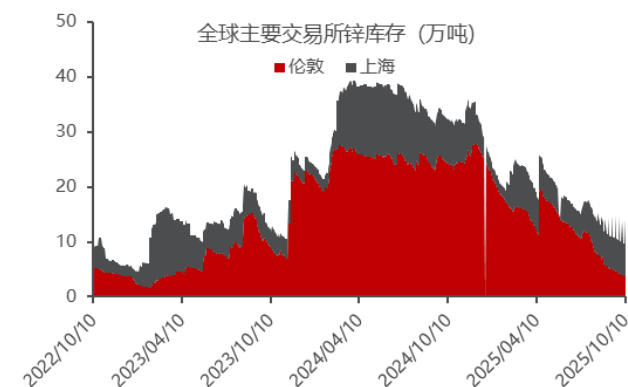
沪锌：周初，沪锌因国庆及中秋假期进入休市状态；随后根据 SMM 数据显示，截止到本周四，SMM 七地锌锭库存总量增加至 15.02 万吨，冶炼厂库存增加至 9 万吨以上，虽国内社会库存与冶炼厂库存出现明显增加，但在外盘的强势拉动下沪锌不断走高；接着沪锌受外盘拉涨带动而跳空高开，但当前国内基本面供强需弱格局仍存，下游消费未有明显的亮眼表现，受供给端宽松带来的下行压力影响，沪锌走低，截止本周五 15:00，沪锌录得 22270 元/吨，涨 445 元/吨，涨幅 2.04%。

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

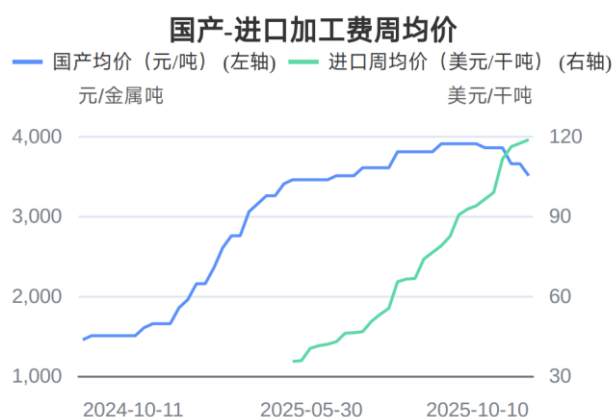
图 19: 全球主要交易所锌库存（万吨）



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



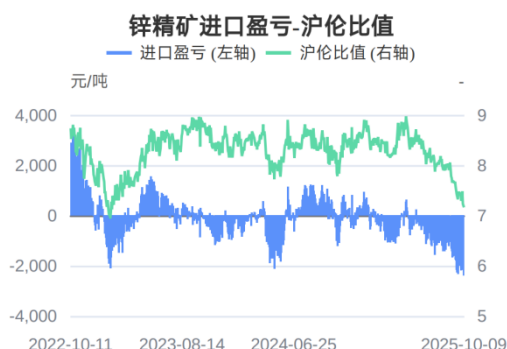
资料来源：SMM，民生证券研究院

表 4: 锌七地库存（万吨）

日期	上海	广东	天津	江苏	浙江	山东	湖北	廖三地总计	七地总计
2025/9/22	4.51	4.2	6.01	0.17	0.43	0.1	0.27	14.72	15.7
2025/9/25	4.39	4.23	5.55	0.17	0.33	0.1	0.27	14.17	15.04
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
较9/25变化	-0.11	0.64	-0.56	0.05	-0.04	0.00	0.00	-0.03	-0.02
较9/29变化	0.23	0.55	-0.04	0.09	0.05	0.00	0.00	0.74	0.88

资料来源：SMM，民生证券研究院

图 21: 锌进口盈亏及沪伦比值



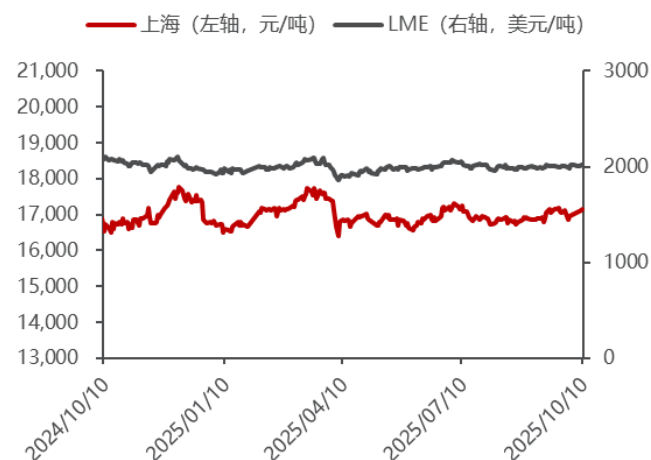
资料来源：SMM，民生证券研究院，注：沪伦比值为右轴，进口盈亏单位为元/吨

2.3 铅、锡、镍

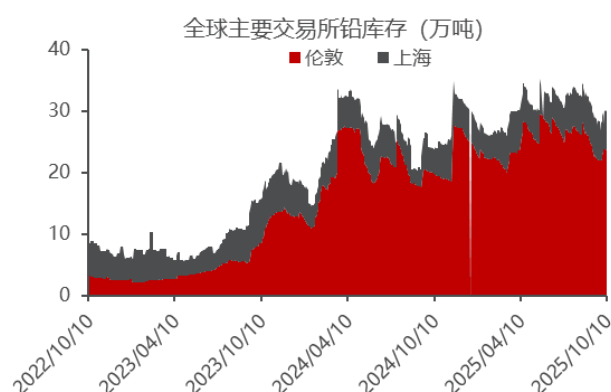
铅：本周（09/29-10/10），本周伦铅开于 2018 美元/吨，因 LME 铅库存累增叠加美元指数走强，伦铅震荡下行探低至 1996.5 美元/吨。周中窄幅震荡，10 月 8 日中国国务院新闻办公室举行新闻发布会，国家发展改革委介绍“系统落实一揽子增量政策扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”有关情况，伦铅受沪铅上涨提振反弹。截止周五 15:00，伦铅终收于 2026 美元/吨，涨幅 0.5%。由于国庆&中秋双节假期，沪铅 10 月 6 日-8 日休市。**本周沪铅主力 2511 合约**开于 17000 元/吨，盘初轻触低位 6905 元/吨，因国内现货铅锭供应偏紧，节后铅锭社会库存刷新近 1 年低位叠加宏观情绪利好，沪铅反弹拉涨探高至 17165 元/吨。周中沪铅在高位盘整，受伦铅强势带动以及国内铅锭去库利好，沪铅走势偏强，但供应恢复预期在前，多头上冲动能不足。截止周五 15:00，沪铅收于 17140 元/吨，涨幅 1.18%。

锡：本周（09/29-10/10），沪锡市场价格在本周经历了较大的波动，主要受到印尼关闭非法锡矿的消息影响。周一晚间，沪锡主力合约大幅拉升，随后几个交易日维持高位震荡。整体来看，沪锡价格在 27.32 万元/吨至 28.30 万元/吨之间波动。现货市场上，由于国庆长假临近，下游备货接近尾声，成交较为清淡，部分企业进行了少量节前备库。高价抑制了实际消费，多数下游及终端企业选择观望，暂停采买活动。

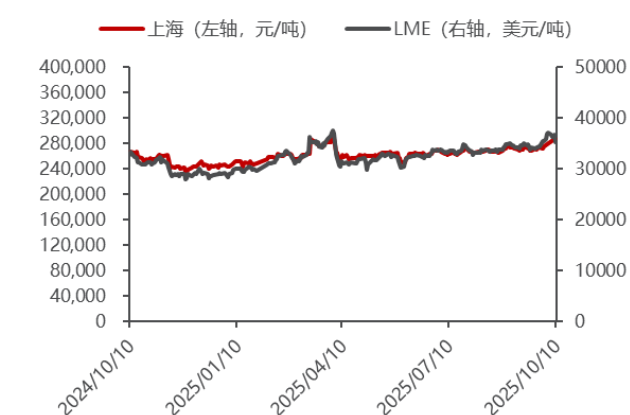
镍：本周（09/29-10/10），本周镍价波动幅度较大，沪镍主力合约（2511）在印尼 RKAB 审批进展和美联储政策信号的影响下，先是在多头情绪带动下涨至 12.5 万元/吨附近，但随后回落，截至 10 月 10 日收于 122,180 元/吨，环比国庆节前上涨 0.49%。**宏观层面**，美国联邦政府停摆导致关键经济数据延迟公布，增加了全球经济的不确定性。同时，印尼宣布将采矿配额（RKAB）的有效期从 3 年缩短至 1 年，引发市场对中期镍矿供应稳定性的担忧。基本方面，国内社会库存累库明显，上海保税区库存约为 3700 吨，环比持平，而国内社会库存约为 4.37 万吨，环比增加 2,865 吨。此外，硫酸镍供应整体偏紧，高镍生铁价格重心下滑，不锈钢市场需求清淡。预计短期内沪镍主力参考区间为 12.0-12.4 万元/吨。

图 22：上海期交所同 LME 当月期铅价格


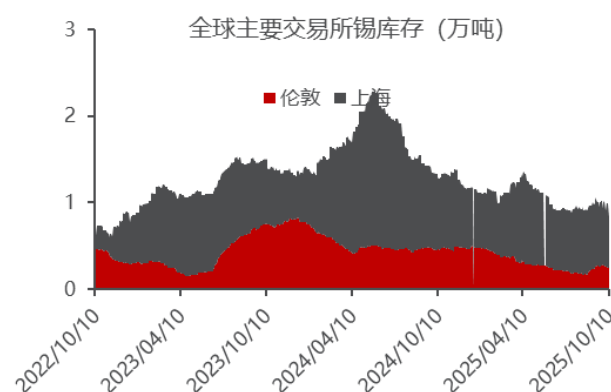
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 23：全球主要交易所铅库存（万吨）


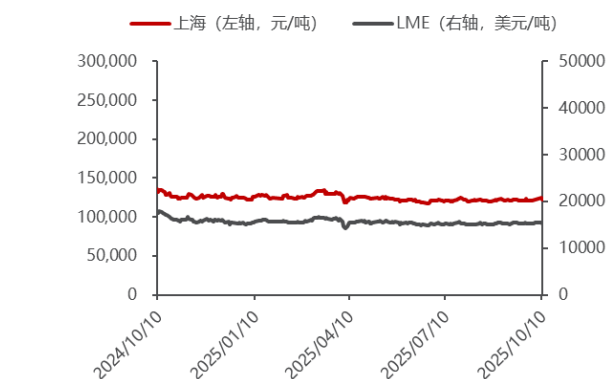
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 24：上海期交所同 LME 当月期锡价格


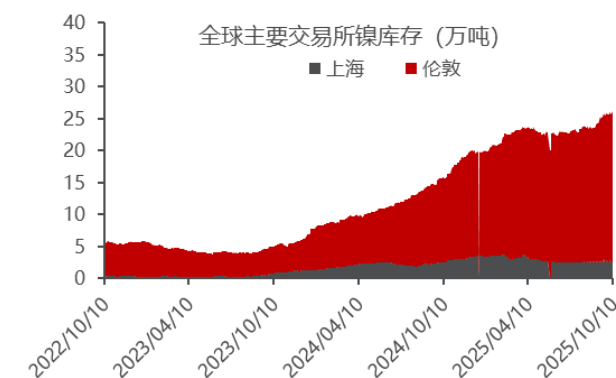
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 25：全球主要交易所锡库存（万吨）


资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 26：上海期交所同 LME 当月期镍价格


资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 27：全球主要交易所镍库存（万吨）


资料来源：同花顺，民生证券研究院

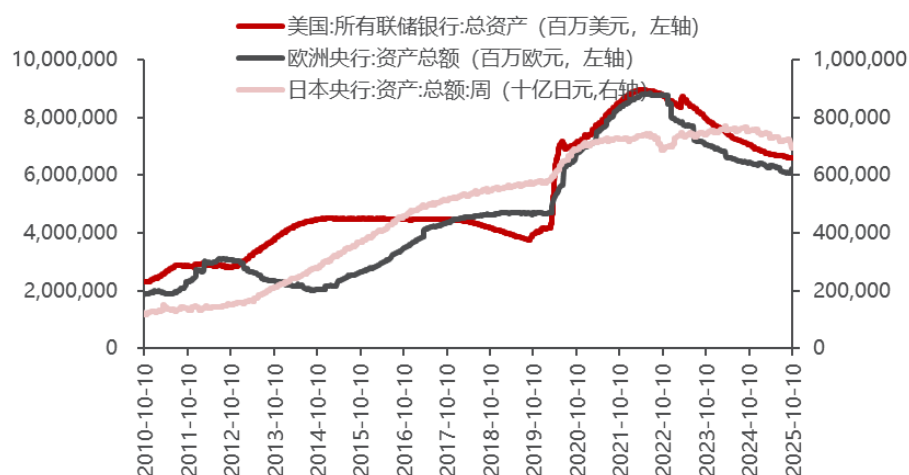
3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

金银：本周（9.26-10.10）金银价格上涨。截至10月10日，国内99.95%黄金市场均价 871.03 元/克，较上周均价上涨 3.99%，上海现货 1#白银市场均价 10856 元/千克，较上周均价上涨 6.72%。

周初公布的美国 PCE 数据符合市场预期，强化了市场对于美联储将在今年内继续降息的押注。此次金银价格上涨的动力源于强劲的避险需求，背后因素包括美国政府停摆、国债收益率下跌，以及欧洲和日本的政治动荡。然而近日以色列和哈马斯达成停火协议，黄金避险光环瞬间黯淡，当前市场关注停火协议进展，COMEX 金银主力分别运行在 4000-4050 和 47.5.0-48.0 美元/盎司之间，沪银在 11000-11100 元/千克区间内窄幅震荡，沪金主力在 913 元/克附近徘徊。

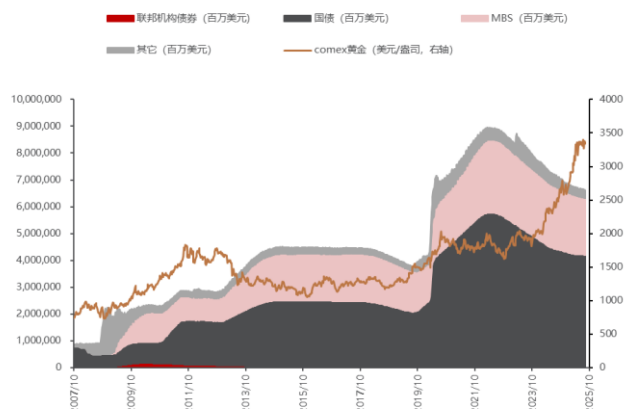
图 28：各国央行的资产总额情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

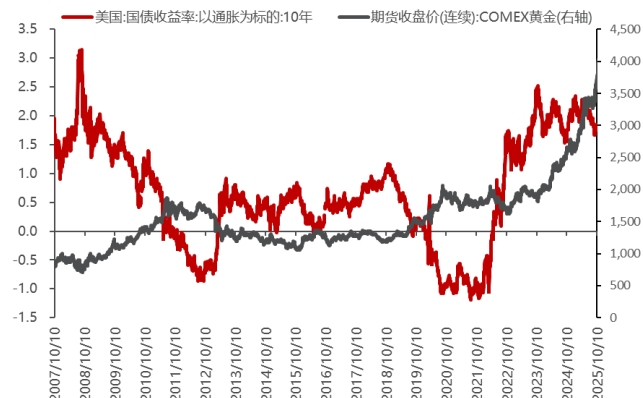
(1) 央行 BS、实际利率与黄金

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

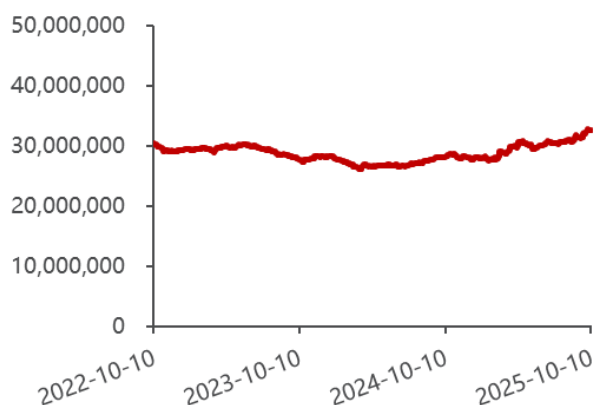
图 30：Comex 黄金与实际利率（%，美元/盎司）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

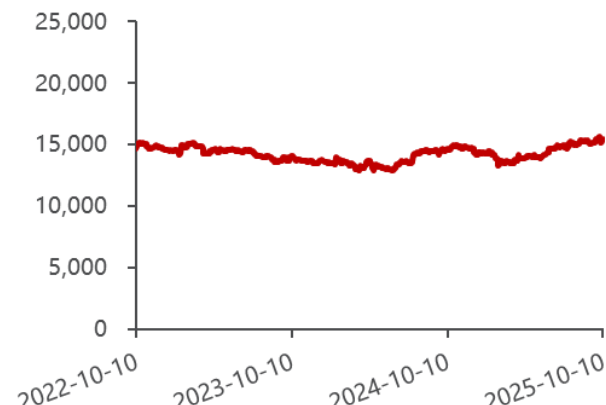
(2) ETF 持仓

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

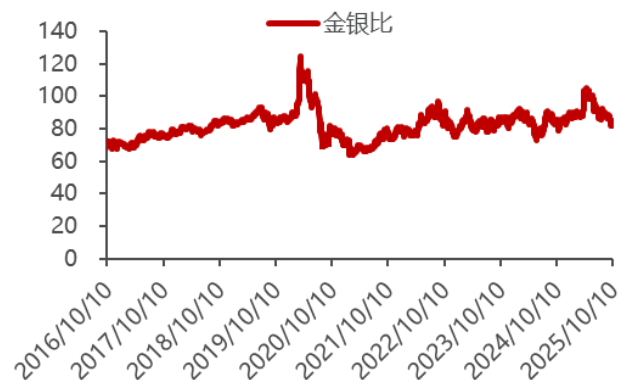
(3) 长短端利差和金银比

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（09/29-10/10）** 本周电解钴现货价格延续上行趋势。供应方面，冶炼厂受制于原料库存偏紧，叠加对后市看涨预期增强，普遍暂缓报价；贸易商则多跟随国内盘面走势，抬升现货报价。需求方面，受电解钴价格快速上涨影响，合金、磁材等传统下游企业面临成本压力，价格传导不畅，多维持刚需采购策略，市场实际成交仍显清淡。短期来看，市场普遍关注 10 月 15 日刚果（金）出口配额政策的最终落地情况。在该政策明确之前，买卖双方预计将保持谨慎观望态度，整体成交活跃度有限，价格或延续偏强态势。
- **钴盐（硫酸钴及氯化钴）：本周（09/29-10/10）** 本周硫酸钴现货价格大幅上涨。供给方面，国庆期间海外钴价持续走强，国内冶炼厂看涨后市，多暂缓报价并进一步上调意向出货价格。其中，中间品制硫酸钴企业意向价已上调至 8.0 万元/吨左右，MHP 及回收企业意向价也普遍上移至 7.5 万元/吨附近。需求方面，部分下游三元前驱体及四氧化三钴企业担忧未来出现供应缺口，近期采购意愿有所提升。但由于自身下游订单尚未完全锁定，加之刚果（金）配额分配政策仍存不确定性，实际采购行为仍偏谨慎，市场成交仍显清淡。整体上，在原料成本持续上行与下游阶段性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。节后，部分氯化钴生产企业暂停报价，另有部分企业报价已上调至 9.0-9.5 万元/吨，实际成交价格也推高至约 9 万元/吨。当前，上游冶炼企业因原料库存持续消耗，整体观望情绪较浓，少数企业报价持续走高。贸易商方面惜售心态明显，当前报价普遍已抬升至 9 万元/吨以上。下游四氧化三钴企业采购相对谨慎，成交更多来源于正极材料厂、电芯厂以及化工企业。基于对明年原料供应趋紧的预期，下游企业备货积极性增强。预计短期内氯化钴价格仍具备较强上行动力，实际成交价格有望进一步攀升至 9.5 万元/吨左右。
- **四氧化三钴：本周（09/29-10/10）** 节后，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上游原料价格变化。随着氯化钴成交价格不断走高，四氧化三钴成本支撑显著增强，但上游企业操作趋于谨慎，市场观望氛围加剧。在刚果（金）出口政策落地的背景下，成本端支撑持续强化，然而目前实际成交仍显清淡。预计近期四氧化三钴价格或将上行至 30 万元/吨水平。

- **三元材料：本周（09/29-10/10）**节后三元正极材料价格延续大幅上涨态势。当前价格上涨主要受硫酸钴价格大幅上涨推动，硫酸镍与硫酸锰价格虽暂时持稳，但在硫酸钴带动下，后续仍存上涨预期。近期锂盐价格整体平稳，碳酸锂持稳，氢氧化锂则延续小幅下行。综合来看，预计下周三元材料价格仍将保持较强上涨势头。目前硫酸盐环节的价格上涨尚未完全传导至下游电芯厂，电芯厂对三元材料上涨接受度非常有限。在成本压力下，三元正极厂对上游三元前驱体折扣系数上调的接受度也较为有限。节后市场整体观望情绪较浓，成交趋于谨慎，仍需关注上游成交情况的进一步传导。需求方面，10月三元市场预计将延续9月的良好态势，主要受国内动力市场需求带动，其中中高镍材料订单增长较为明显。海外市场方面，受美国大而美法案影响，四季度对美终端市场预期趋于谨慎；欧洲市场需求则有望存在一定恢复。

表5：钴系产品价格一览

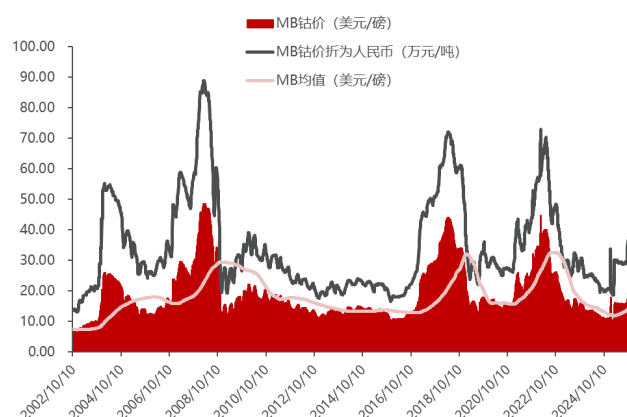
品种	产品类别	价格单位	当周价格	单周变动	1个月变动	年初至今	12个月最高	12个月最低
钴粉	99.5%min 中国	元/公斤	372.50	5.67%	23.14%	129.23%	372.50	162.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	19.90	15.36%	24.38%	81.74%	19.90	9.95
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	331.50	6.08%	24.86%	113.18%	331.50	149.50
钴精矿	6-8%中国到岸	美元/磅	10.60	15.22%	52.52%	120.83%	10.60	4.75
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	245.50	5.14%	17.18%	124.20%	245.50	109.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	69500.00	6.11%	32.38%	167.31%	69500.00	26000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	223.50	2.76%	16.71%	124.62%	223.50	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

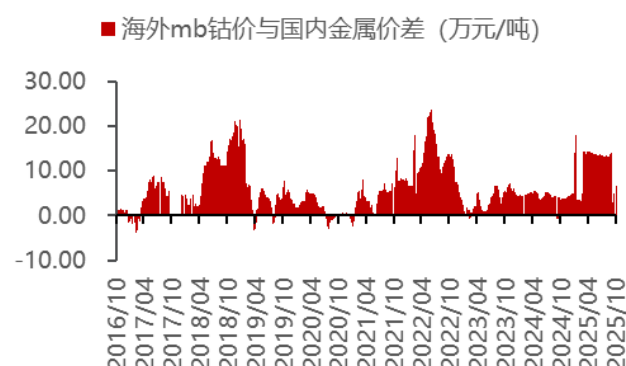
(2) 价差跟踪

图 37：MB 钴美元及折合人民币价格



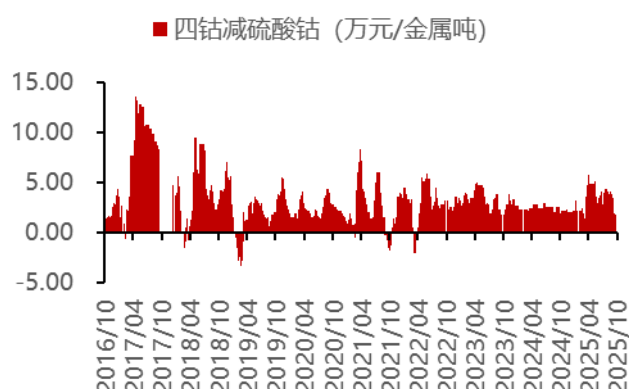
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院，注：美元汇率为当日中间汇率

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

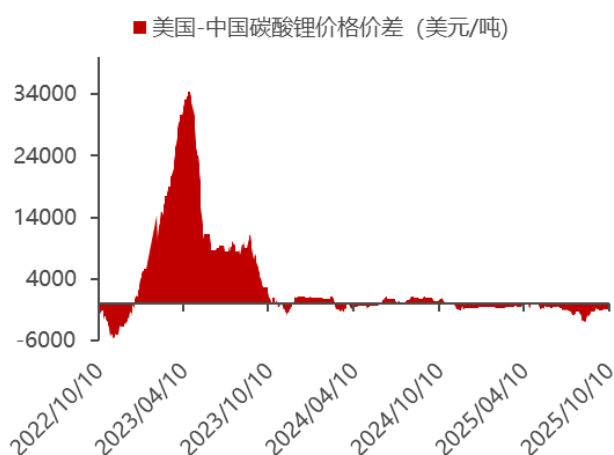
(1) 高频价格跟踪及观点

- **碳酸锂：本周（09/29-10/10）**，本周国内碳酸锂现货市场价格整体平稳，未出现明显波动。SMM 电池级碳酸锂均价为 7.355 万元/吨，工业级碳酸锂均价为 7.13 万元/吨。供给方面，以锂辉石为原料生产的碳酸锂占比已超过 60%，成为市场供给的重要支撑；锂云母原料所产碳酸锂占比则下降至 15%。需求端，动力市场新能源汽车商用乘用车同时快速增长，储能市场供需两旺，供应持续偏紧。电芯及正极材料排产 10 月持续向好，预计碳酸锂将持续呈现较大幅度去库。总体来看，碳酸锂市场供需同步增长，但需求增速更快，市场呈现持续去库状态。
- **氢氧化锂：本周（09/29-10/10）**，节后首周，氢氧化锂价格延续节前区间窄幅震荡。盐厂库存低位，捂盘惜售情绪浓；下游节前已提前备库，节后仅以询盘为主，现货成交寥寥，价格弹性不足。9 月来看，上游产线复产带动产量环比增幅显著，下游需求方因终端车市旺季叠加年终冲量订单超预期。叠加氢氧化锂出口小幅回暖预期，氢氧化锂预期将持续上月紧缺幅度。预计 10 月缺口难补，价格支撑力度继续强化。
- **磷酸铁锂：本周（09/29-10/10）**，本周磷酸铁锂价格相对稳定，碳酸锂价格在本周末出现变化。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。9 月磷酸铁锂材料整体需求向好，整体增量约 13%，预计 10 月仍有明显增量，增速有望维持 5% 以上。

- **钴酸锂：本周（09/29-10/10），** 钴酸锂方面，主流生产企业多数暂停报价，少数企业常规型号产品成交价已触及 32.0 万元/吨。本轮价格上行主要受上游氯化钴、四氧化三钴价格传导以及电芯企业备货推动。目前，正极材料与电芯企业库存相对充足，对原料价格的快速上涨形成一定缓冲，一定程度上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，并仍具备进一步上行空间。

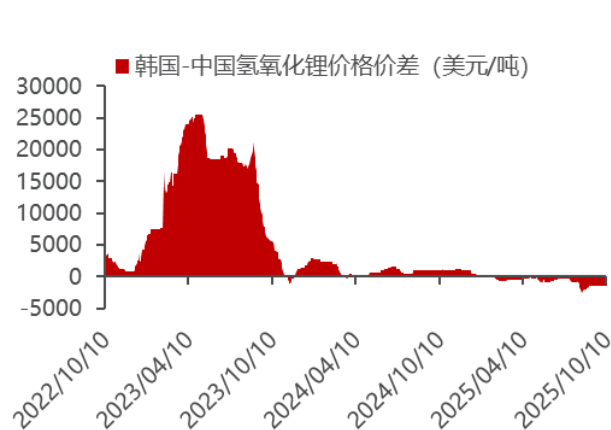
(2) 价差跟踪

图 41：国内外碳酸锂价差



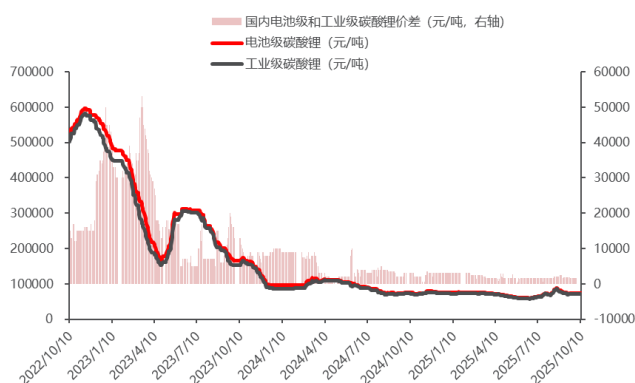
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 42：国内外氢氧化锂价差



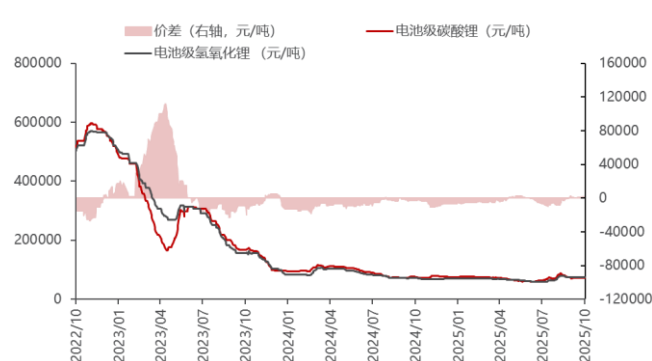
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 43：国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差



资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

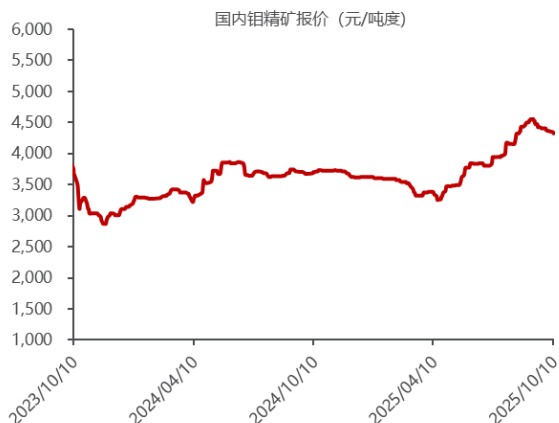
图 44：国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差



资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

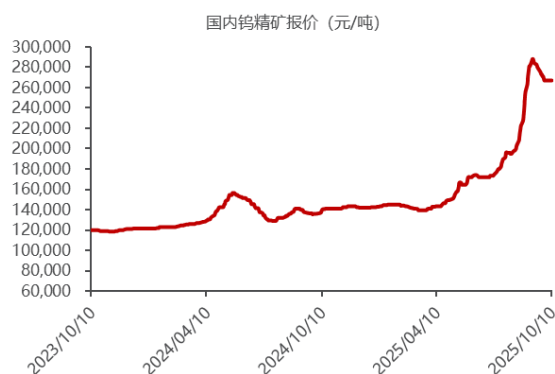
3.3 其他小金属

图 45：国内钼精矿价格



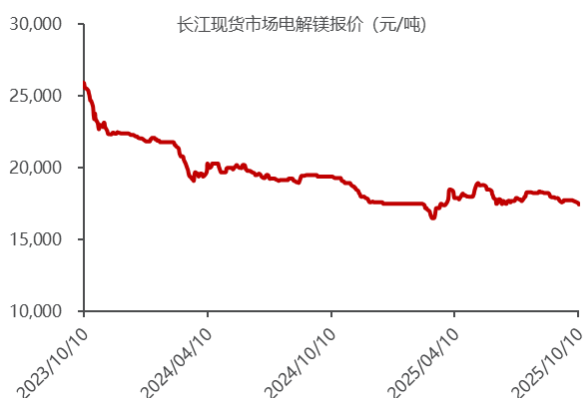
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 46：国内钨精矿价格



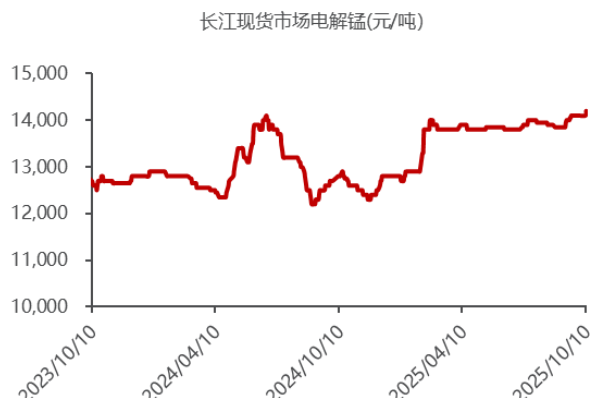
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 47：长江现货市场电解镁价格



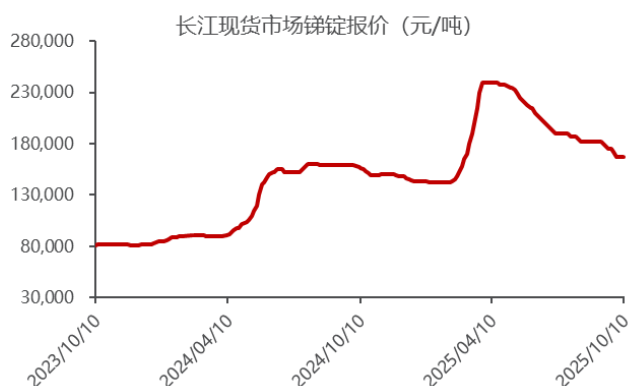
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 48：长江现货市场电解锰价格



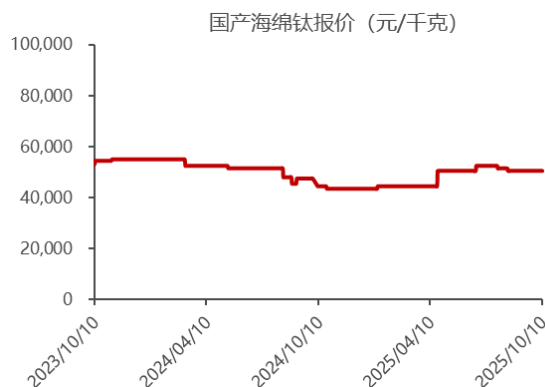
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 49：长江现货市场锑锭价格



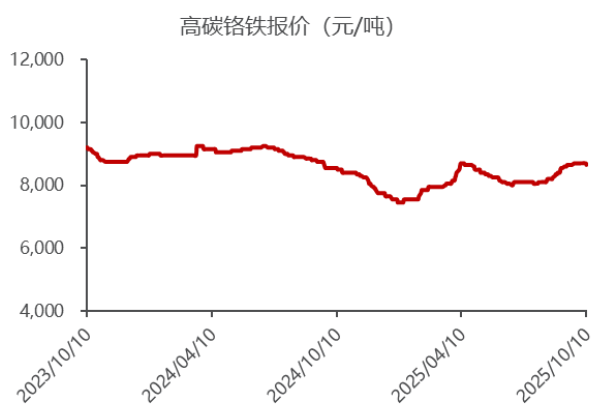
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 50：国产海绵钛价格



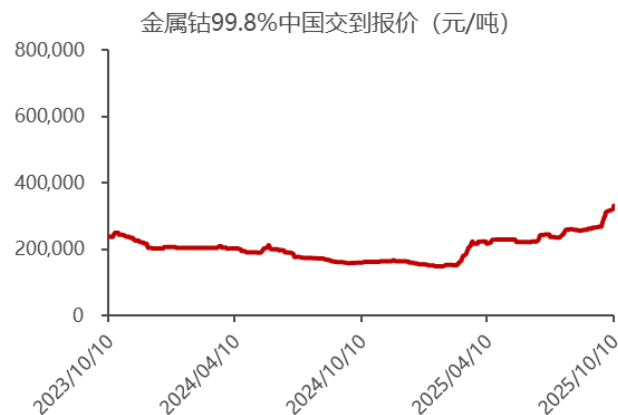
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 51：国产高碳铬铁价格



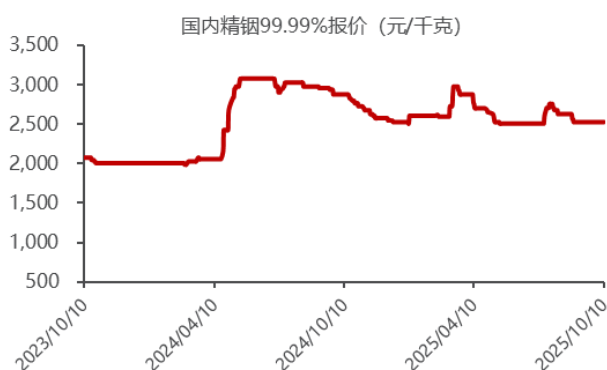
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 52：长江现货市场金属钴价格



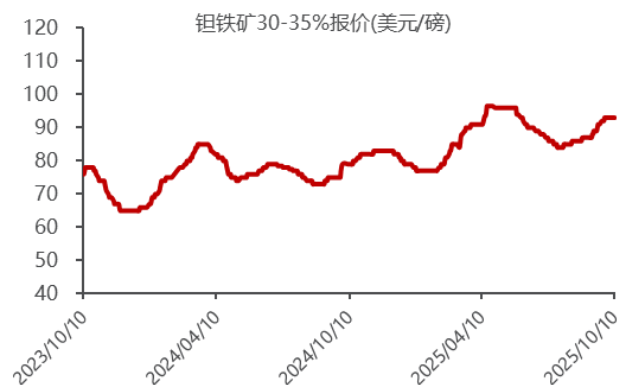
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 53：国内精钢 99.99%价格



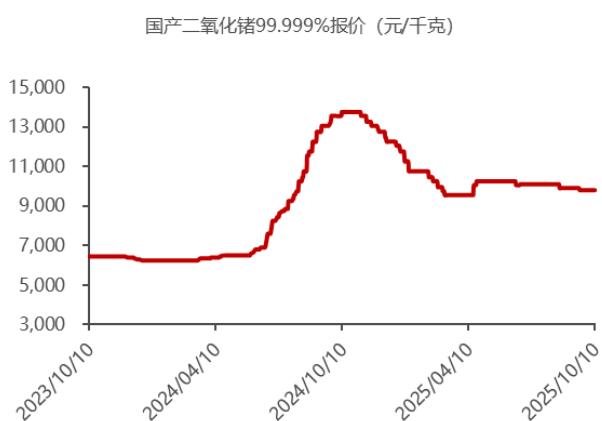
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 54：钼铁矿 30%-35%价格



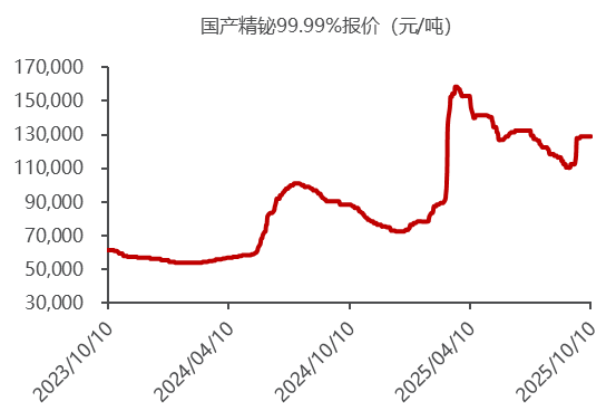
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 55：国产二氧化锆价格



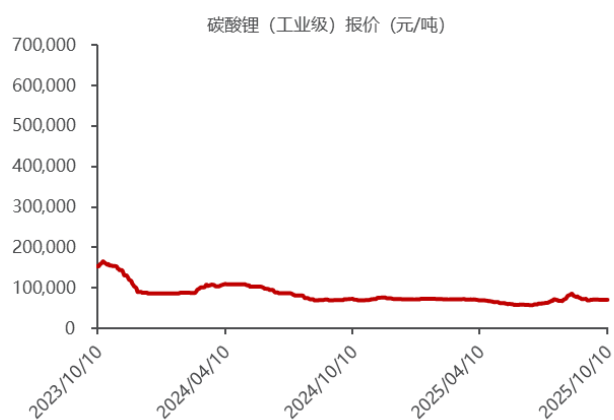
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 56：国产精铋价格



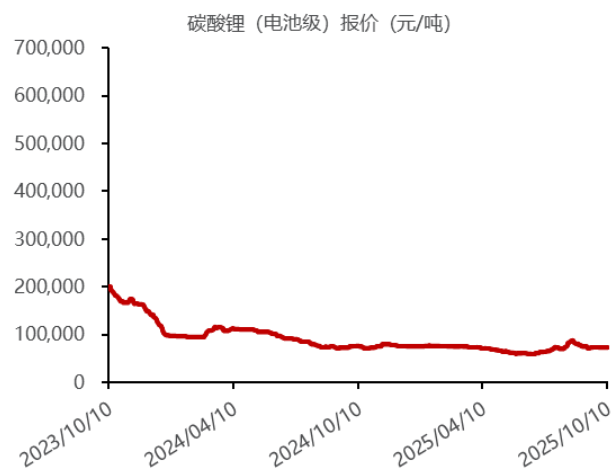
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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

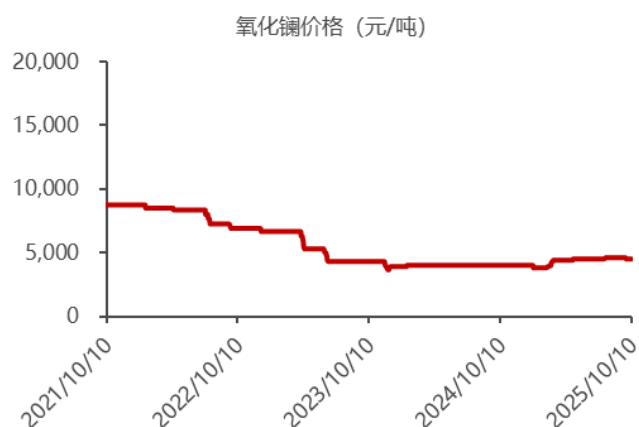


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

4 稀土价格

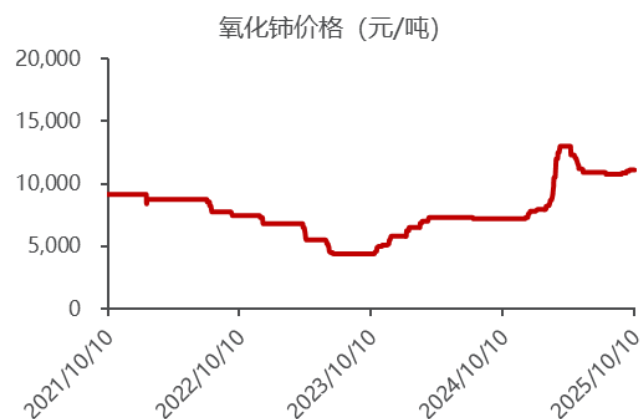
稀土磁材：本周（09/29-10/10）本周稀土价格整体偏稳，但市场交投表现不佳。节前消息面因素导致持货商报价较为坚挺，但下游金属厂备货已基本完成，采购力度下降，市场观望情绪浓厚。SMM 预计由于下游需求疲软且假期影响，稀土价格短期内或将维持平稳运行。

图 59：氧化镧价格



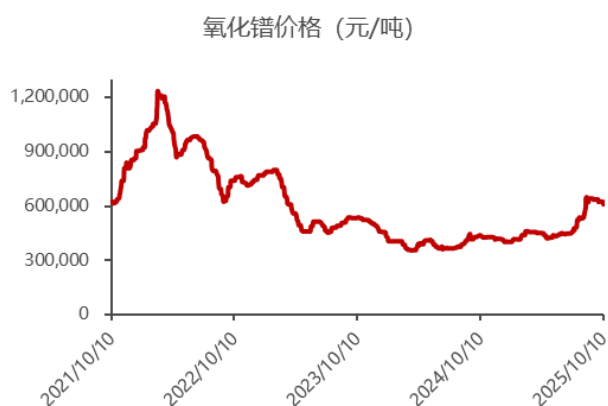
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 60：氧化铈价格



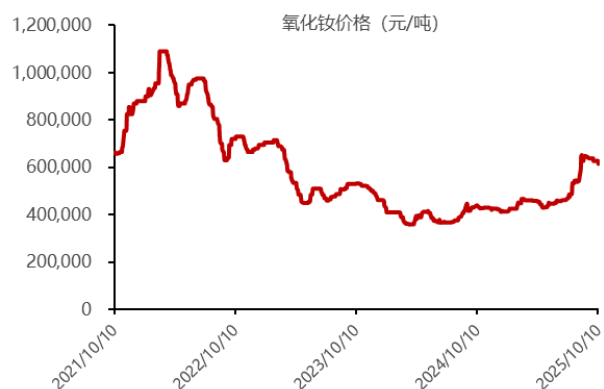
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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 (09/29-10/10)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (09/29-10/10)	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