

供给扰动频发，价格持续上行

2025 年 09 月 28 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 20250921: 降息落地，金属价格震荡后上行-2025/09/21
2. 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
3. 中国铝业招股说明书拆解：中核铸基石，铝业见锋芒-2025/09/13
4. 有色金属行业 2025H1 总结：25H1 表现亮眼，何妨吟啸且徐行-2025/09/10
5. 真“锂”探寻系列 15: 澳矿 25Q2 跟踪：降本空间不足，产能释放边际放缓-2025/09/08

➤ 本周 (09/22-09/26) 上证综指上涨 0.21%，沪深 300 指数上涨 1.07%，SW 有色指数上涨 3.56%，贵金属 COMEX 黄金+1.89%，COMEX 白银+6.92%。工业金属 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡价格分别变动-1.01%、+2.09%、-0.41%、-0.07%、-0.75%、+0.57%，工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动+0.74%、-2.20%、-10.56%、-0.40%、+0.74%、+10.78%。

➤ **工业金属：美联储降息落地，商品供给干扰频发，伴随美国财政货币双宽松，叠加国内“金九银十”旺季需求，工业金属价格有望继续上行。**铜方面，本周 SMM 进口铜精矿指数 (周) 报-40.36 美元/吨，环比增加 0.44 美元/吨，印尼格拉斯伯格铜矿因矿泄事故全面停产近两周并且大幅下修今年产量，中国有色协会强调反对冶炼“内卷式”竞争，供给扰动持续支撑铜价。**铝方面**，供应端增量有限，旺季背景下需求回暖趋势延续，国内铝下游加工龙头企业开工率环比上升 0.8 个百分点至 63.0%，国庆假期前下游的积极备货在各板块间稳步扩散，库存拐点临近预期增强，叠加备货需求支撑，铝价下方支撑增强。**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：刚果金禁令延长且实施配额制，资源供应紧张加剧，锂需求旺季持续，看好后市钴锂表现。**锂方面，供应端保持稳定，但随着 930 到来江西锂云母供应端依然存在不确定性，以锂辉石为原料生产碳酸锂占比已超 60%，需求端“金九银十”到来，储能+新能源汽车需求火爆，市场处于供需双增格局，预计维持紧平衡状态。**钴方面**，刚果金政策落地配额仅为 44%，市场消化预期差后大幅上行。主流矿企和贸易商预期中国原料将持续偏紧，继续暂停报价；需求端钴盐和电解钴价格上行，外购中间品生产利润小幅修复，部分冶炼厂在 15.5 美元/磅附近有询盘，由于上游挺价不出，最终成交较少。在刚果金政策延期及配额政策下，预计中国钴原料将处于偏紧状态，中间品价格仍将上行。**镍方面**，供应端印尼政府制裁+铜矿事件扰动持续，需求端下游刚需采购，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：美联储降息预期升温，避险需求持续，多重利好推动价格再创新高。**美国 9 月服务业与制造业 PMI 双双走弱，交易员认为利率下降速度将远超美联储预期，并押注当前短期利率到 2026 年底将降至 3% 以下；俄乌冲突、巴以局势持续，黄金避险属性增强，同时 SPDR 持仓持续上行，海外投资者正加速配置黄金；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	27.40	1.21	1.69	1.86	23	16	15	推荐
603993.SH	洛阳钼业	13.80	0.63	0.76	1.08	22	18	13	推荐
000807.SZ	云铝股份	19.70	1.27	1.94	2.31	16	10	9	推荐
603799.SH	华友钴业	57.13	2.50	3.55	4.17	23	16	14	推荐
002738.SZ	中矿资源	44.56	1.05	0.47	2.19	42	95	20	推荐
002756.SZ	永兴材料	34.62	1.97	1.74	2.53	18	20	14	推荐
603979.SH	金诚信	65.80	2.57	3.63	4.10	26	18	16	推荐
601168.SH	西部矿业	20.74	1.23	1.37	1.70	17	15	12	推荐
1258.HK	中国有色矿业	13.38	0.77	0.85	0.85	17	16	16	推荐
600547.SH	山东黄金	38.22	0.57	1.61	1.78	67	24	21	推荐
600489.SH	中金黄金	20.55	0.70	1.19	1.50	29	17	14	推荐
600988.SH	赤峰黄金	28.10	1.07	1.63	1.90	26	17	15	推荐
000975.SZ	山金国际	21.06	0.78	1.31	1.50	27	16	14	推荐
1818.HK	招金矿业	29.34	3.33	7.20	8.13	9	4	4	推荐
002155.SZ	湖南黄金	21.43	0.70	1.25	1.53	31	17	14	推荐
1208.HK	五矿资源	6.26	0.08	0.39	0.46	81	16	13	推荐

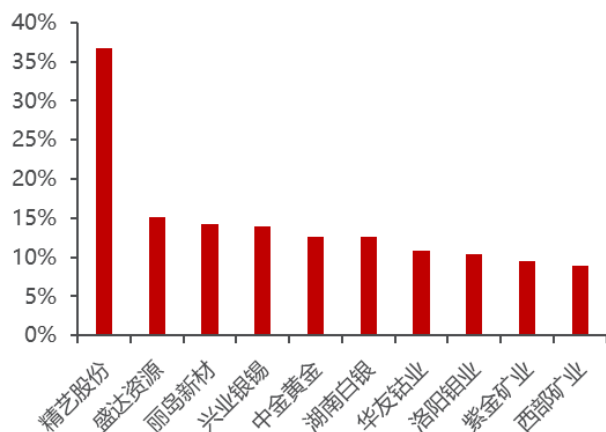
资料来源: ifind, 民生证券研究院预测, (注: 股价为 2025 年 9 月 26 日收盘价, 港币/人民币 0.93, 美元/人民币 7.2, 中国有色矿业、招金矿业、五矿资源为港币)

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

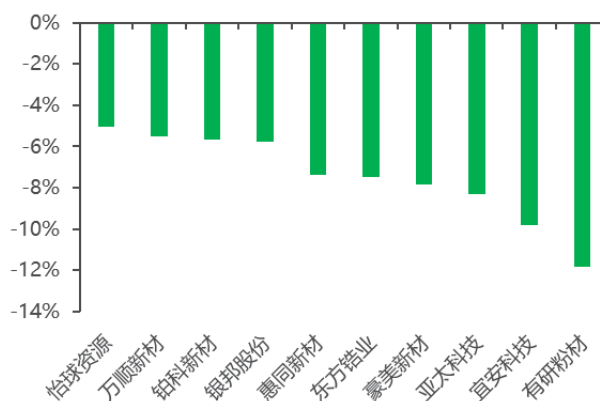
1 行业及个股表现

图 1：期间涨幅前 10 只股票 (09/22-09/26)



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 (09/22-09/26)



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 2025/09/26	一周来	变化 本月来	今年来
基本金属价格						
LME 价格	铝(当月)	美元/吨	2649	-1.01%	3.38%	4.74%
	铜(当月)	美元/吨	10205	2.09%	6.22%	15.95%
	锌(当月)	美元/吨	2886.5	-0.41%	4.51%	-1.28%
	铅(当月)	美元/吨	2001.5	-0.07%	1.62%	3.52%
	镍(当月)	美元/吨	15155	-0.75%	1.37%	0.76%
	锡(当月)	美元/吨	34415	0.57%	5.29%	20.92%
国内价格	铝(当月)	元/吨	20745	-0.24%	1.15%	4.01%
	铜(当月)	元/吨	82470	3.28%	5.68%	12.54%
	锌(当月)	元/吨	21980	-0.27%	-1.63%	-13.00%
	铅(当月)	元/吨	17110	-0.23%	2.24%	1.69%
	镍(当月)	元/吨	121380	-0.10%	1.29%	-1.97%
	锡(当月)	元/吨	274070	1.97%	3.31%	12.03%
基本金属库存						
铝	LME 库存	万吨	51.77	0.74%	12.29%	-18.43%
	上海期交所库存	万吨	12.46	-2.43%	7.63%	-38.05%
铜	LME 库存	万吨	14.44	-2.20%	4.49%	-46.78%
	COMEX 库存	万吨	32.23	1.74%	24.96%	245.16%
	上海期交所库存	万吨	9.88	-6.65%	34.53%	33.18%
锌	LME 库存	万吨	4.28	-10.56%	-59.18%	-81.73%

铅	上海期交所库存	万吨	10.05	1.24%	69.21%	232.53%
	LME 库存	万吨	21.94	-0.40%	-20.64%	-9.40%
镍	上海期交所库存	万吨	4.92	-14.17%	-22.20%	-5.04%
	LME 库存	万吨	23.01	0.74%	10.27%	41.64%
锡	上海期交所库存	万吨	2.90	-2.77%	13.98%	-19.70%
	LME 库存	万吨	0.28	10.78%	42.67%	-41.70%
	上海期交所库存	万吨	0.66	-6.14%	-11.57%	-2.42%

贵金属价格

COMEX 价格	黄金	美元/盎司	3789.80	1.89%	13.39%	41.88%
	白银	美元/盎司	46.37	6.92%	26.03%	54.63%
国内价格	黄金	元/克	853.00	3.18%	11.16%	38.36%
	白银	元/千克	10551.00	6.15%	17.76%	39.62%

小金属价格

钨精矿	元/吨度	4405	-0.45%	5.51%	21.52%
钨精矿	元/吨	271000	-2.52%	38.27%	90.18%
电解镁	元/吨	17750	0.00%	-3.01%	1.43%
电解锰	元/吨	14100	0.00%	1.08%	10.16%
铈锭(1#)	元/吨	172500	-2.82%	-8.00%	20.63%
海绵钛	元/千克	50500	0.00%	-1.94%	16.09%
铬铁(高碳)	元/吨	8700	0.58%	8.07%	15.23%
钴	元/吨	295500	10.06%	17.50%	90.03%
铋	元/吨	129000	0.78%	5.31%	75.51%
钽铁矿	美元/磅	93	2.20%	10.71%	17.72%
二氧化锆	元/千克	9800	0.00%	-2.97%	-16.60%
铟	元/千克	2525	0.00%	-6.65%	0.00%
碳酸锂(工业级)	元/吨	71800	0.00%	4.21%	-0.97%
碳酸锂(电池级)	元/吨	73500	0.00%	4.26%	-2.65%
五氧化二钒	元/吨	75000	-2.60%	0.00%	2.74%

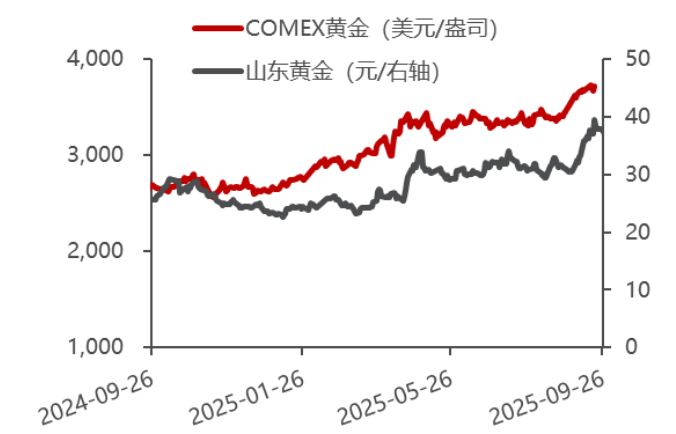
稀土

稀土氧化物	氧化镧	元/吨	4500	-2.17%	-2.17%	12.50%
	氧化铈	元/吨	11100	0.91%	3.26%	42.31%
	氧化镨	元/吨	624000	-2.12%	17.07%	54.84%
	氧化钕	元/吨	627500	-1.72%	15.77%	51.57%
	氧化铈	元/千克	1610	-0.92%	-1.83%	0.00%
	氧化铈	元/千克	7050	-1.74%	-0.84%	25.67%
	镨钕氧化物	元/吨	562500	-1.32%	6.43%	41.33%
	金属镧	元/吨	21500	0.00%	0.00%	-4.44%
稀土金属	金属铈	元/吨	29000	0.00%	-4.13%	16.00%
	金属镨	元/吨	785000	0.00%	21.24%	57.95%
	金属钕	元/吨	785000	0.00%	21.24%	57.95%
	金属铈	元/千克	2030	-0.98%	-1.22%	0.00%
	金属铈	元/千克	8775	-1.40%	0.00%	25.81%
	镨钕合金	元/吨	562500	-1.32%	6.43%	41.33%

资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

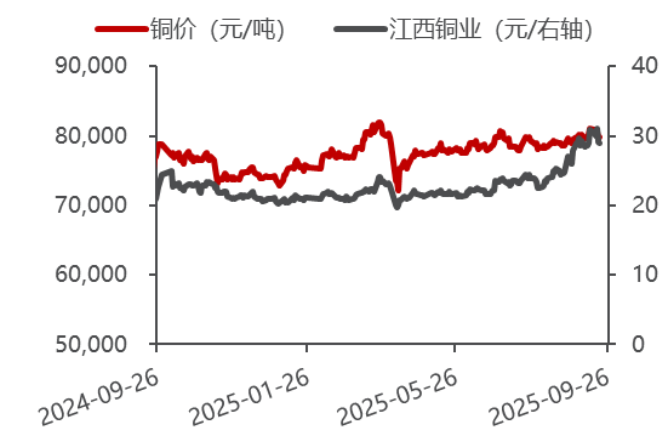
2.1 价格和股票相关性复盘

图 3：黄金价格与山东黄金股价走势梳理



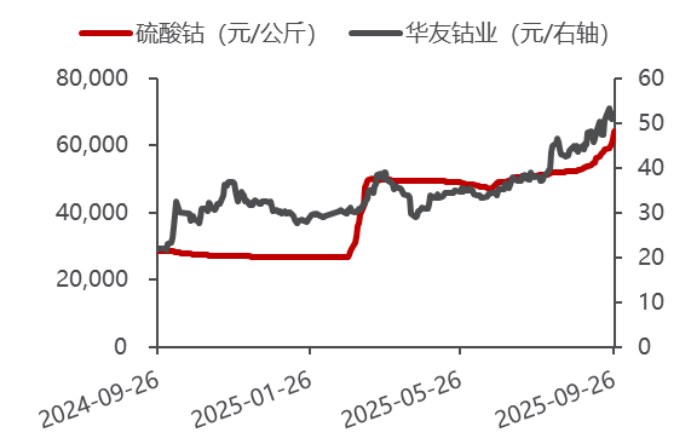
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 4：阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理



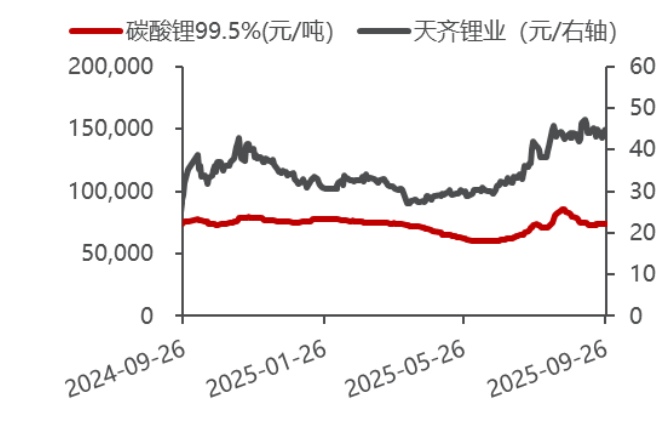
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 5：华友钴业股价与硫酸钴价格趋势梳理



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趋势梳理



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（09/22-09/26），宏观层面：上周三美联储降息 25 个基点，本周对于是否进一步降息的观点出现了分歧，增加了后市的不确定性。美联储理事鲍曼最新表示，劳动力市场正在恶化，决策者正面临“落后于形势”的严重风险，需要果断、主动地采取行动，她支持年内进行三次各 25 个基点的降息，旧金山联储主席戴利则认为经济增长、劳动力等放缓，而通胀低于预期，或应进一步降

息；而圣路易斯联储主席穆萨莱姆强调，目前利率水平已处于“略微紧缩与中性之间”，未来进一步降息的空间有限，美联储古尔斯比称，鉴于通胀率高于目标且呈上升趋势，美联储在进一步降息方面应保持谨慎。国内方面，9月24日，中国有色金属工业协会铜业分会第三届理事会第五次会议在河北雄安新区召开，提及铜行业企业要坚决反对铜冶炼行业“内卷式”竞争，伦铜期货带动伦铝期货上行。

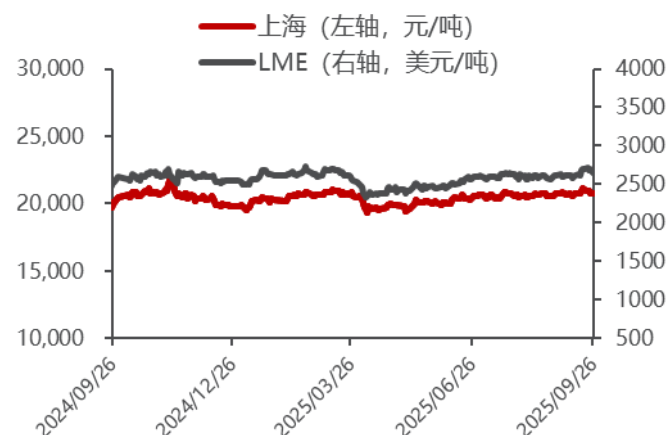
基本面：供应端，近期电解铝产量相对稳定，维持在84.73万吨/周；成本方面，国内电解铝完全成本为16,283元/吨，周环比下降81元/吨，行业平均利润扩大71元/吨至4,487元/吨附近。现货市场方面，周期内铝价在20,680-20,810元/吨之间运行，现货由贴水收窄至平水附近，主因双节假期临近，下游企业存在部分节前备货需求，叠加期铝绝对价回落，下游接货积极性大涨，周度全国铝锭库存去库2.1万吨，现货升贴水走强。尤其中原地区，货源略显紧张，持货商挺价之下，豫沪价差转向正值，周期内由-80元/吨上涨至30元/吨，涨幅达110元/吨。双节小长假即将来临，个别华南地区部分铝型材企业放假天数在6-7天及以上，较往年更长，但总体来看与往年相差不大；铝线缆板块头部企业订单相对集中，预计无放假安排，与往年情况类似；铝板带箔头部企业同样基本无放假安排，但双节假期期间开工排产预计放缓。目前根据历史同期数据及SMM与市场交流情况综合判断，国庆假期暂时预计累库总量在6-8万吨左右，具体累库幅度情况需视在途量接铝厂节前发运情况而定。

表2：铝产业链价格统计

	2025-09-25	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	20,770	100	0.48%	-10.0	-0.05%	0.0	0.00%
氧化铝	3,010	-10.0	-0.33%	-50.0	-1.63%	-225.0	-6.96%
铝土矿（澳洲进口）	578.62	0.33	0.06%	0.3	0.05%	-0.3	-0.06%
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	4,820	0.0	0.00%	0.0	0.00%	100.0	2.12%
动力煤	709.0	0.0	0.00%	10.0	1.43%	2.0	0.28%

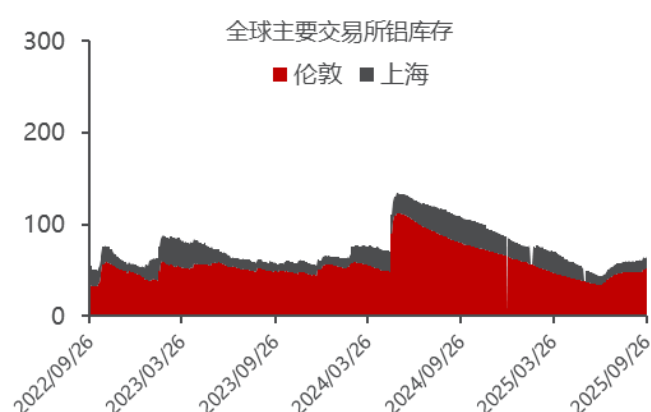
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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

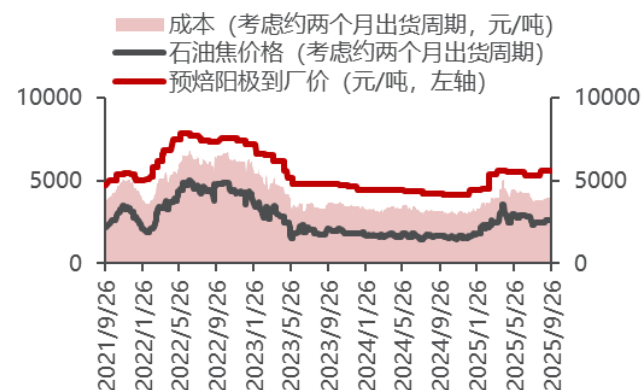
图 8：全球主要交易所铝库存（万吨）



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）

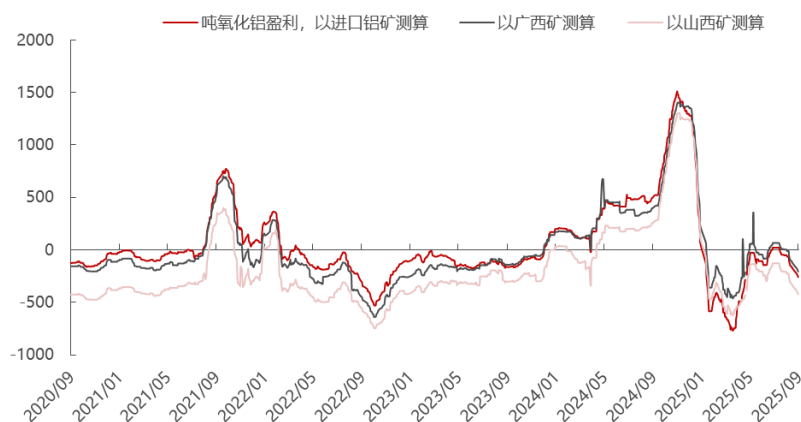


资料来源：SMM，民生证券研究院

图 10：电解铝单吨盈利梳理



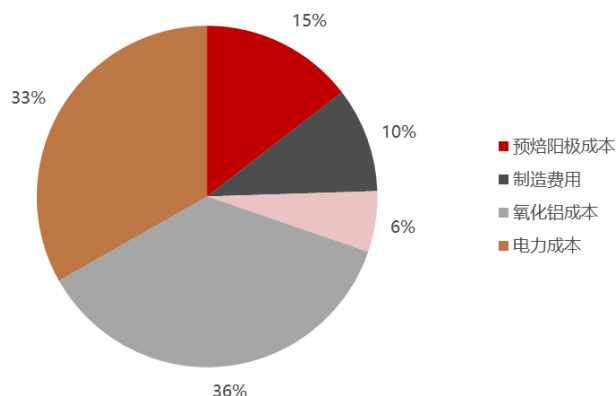
资料来源：SMM，民生证券研究院

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 9 月全国平均电解铝完全成本构成


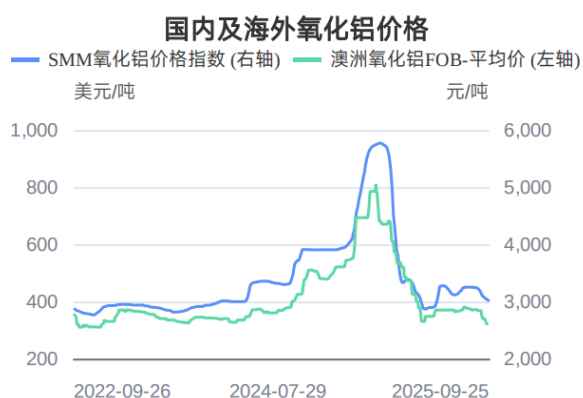
资料来源：SMM，民生证券研究院

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
2025/9/18	5.2	21.8	4.1	7.5	2.8	0.3	2.5	19.6	63.8
2025/9/22	5.3	21.8	4.3	7.3	2.7	0.3	2.5	19.6	63.8
2025/9/25	5.2	20.7	4.5	6.4	2.6	0.3	2.4	19.6	61.7
较上周四变化	0.0	-1.1	0.4	-1.1	-0.2	0.0	-0.1	0.0	-2.1

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

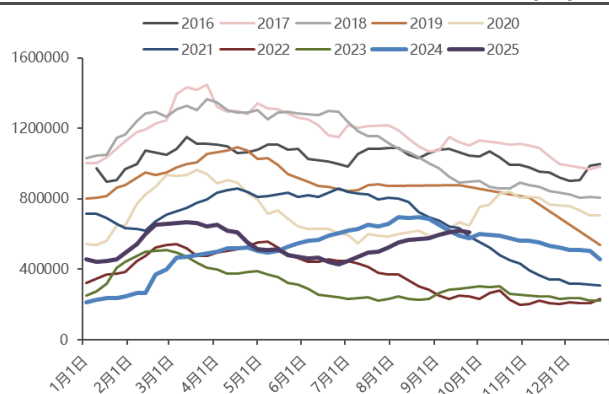
2.2.2 铜

(1) 价格周度观点

本周 (09/22-09/26)，本周核心影响在于印尼格拉斯伯格铜矿自 9 月 8 日矿泄事故后全面停产近两周，自由港预估 2025 年四季度铜销售量几乎停滞，且 2026 年产量或较此前预估低约 35%，引发市场对全球铜矿供应大幅收缩的担忧，夜盘铜价一度暴涨逾 3%，创年内新高。宏观方面，中国有色协会强调反对冶炼“内卷式”竞争，加深供应忧虑；但同时，美国二季度 GDP 大幅上修至 3.8%，初请失业金人数亦低于预期，强化美国经济韧性预期，美指大涨，对铜价上行形成压制。整体看，供应端突发事件与宏观政策博弈交织，短期铜价波动显著加大，高位风险与支撑并存。本周伦铜突破新高，周中上触 10500 美元/吨关口，沪铜亦突破至年内高位，整体波动于 83000 元/吨附近。

基本面方面，本周铜精矿现货贸易并不活跃，现货 TC 维持于-40 美元/吨左右。进口铜到货情况持平上周，贸易商间交易亦不活跃。因铜价冲高下游消费明显疲软，节前备货氛围十分清单。加工企业周度开工率不佳，现货升水一路下行。展望下周，下周仅有两个交易日，宏观面信息较为淡静，市场主要交易仍聚焦于矿山产量扰动与宏观政策上。预计伦铜波动于 10200-10450 美元/吨，沪铜波动于 81500-83500 元/吨。现货方面，下周现货预计维持冷清氛围，节前需求偏弱。预计现货对沪铜 2510 合约在贴水 80 元/吨-升水 120 元/吨。

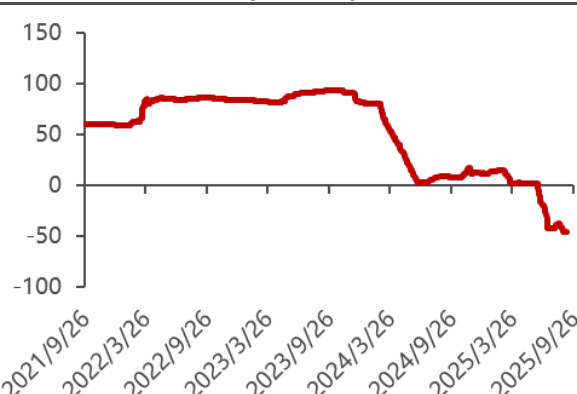
图 14：三大期货交易所铜库存合计+保税区（吨）



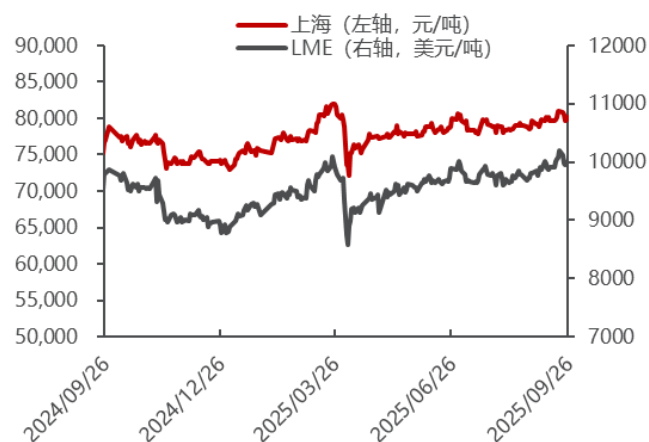
资料来源：同花顺，SMM，民生证券研究院

注：2023 年以来铜保税区库存数据采用同花顺数据

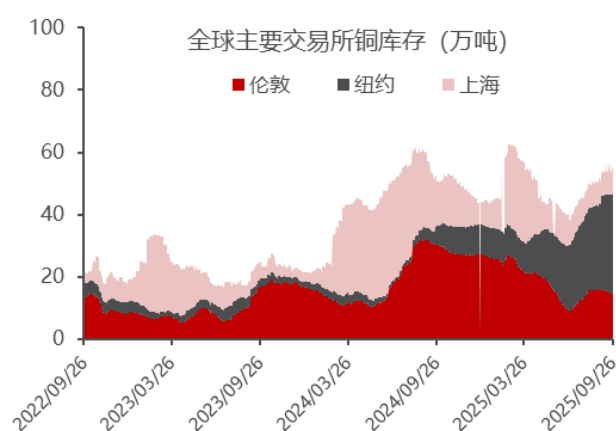
图 15：铜精矿加工费（美元/吨）



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

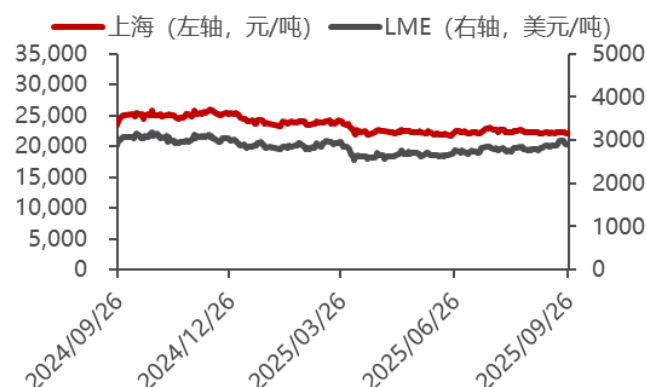
2.2.3 锌

（1）价格周度观点

本周（09/22-09/26），伦锌：周初，伦锌延续上周涨势继续上行；接着美联储诸多官员释放鹰派信号，后续降息不确定性增大，市场投资者重新思考美联储政策的后续走势，伦锌不断下行；随后鲍威尔表示政策利率仍然略带限制性，此番发言或为降息打开空间，但市场情绪仍处于不确定性的波动当中，伦锌收复部分跌幅后维持震荡；然而受铜价走强影响，有色金属普涨，叠加海外锌库存不断降低，伦锌不断上行；接着美国第二季度 GDP 被大幅上修，同时美国当周初请失业金人数减少，低于前值及预期值，美元指数不断走强创近两周新高，伦锌回落，截至本周五 15:00，伦锌录得 2922.5 美元/吨，涨 24 美元/吨，涨幅 0.83%。

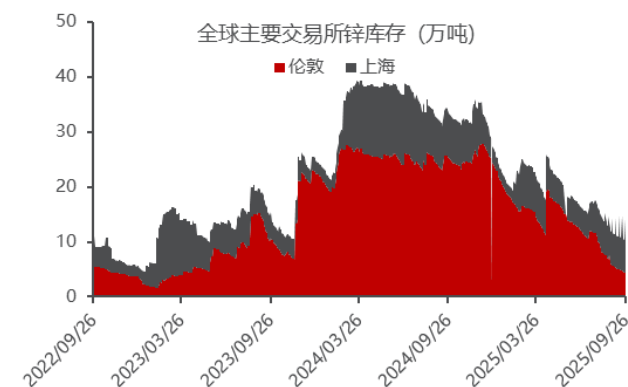
沪锌：周初，在外盘带动下沪锌走强，同时根据 SMM 数据显示，截至本周一，国内锌锭库存继续走低至 15.70 万吨，沪锌上行；但从当前国内基本面来看，锌库存虽有减少，然而国内消费旺季特征较淡，锌供应整体仍处于偏宽松状态，沪锌下行；随后在外盘带动下沪锌小幅上行；但供过于求的基本面逻辑持续，沪锌上行动力不足，维持震荡运行；接着受到铜价走高及国内库存继续降低作用，沪锌小幅走高；随后沪锌继续进行震荡运行，截至本周五 15:00，沪锌录得 21980 元/吨，跌 60 元/吨，跌幅 0.27%。

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

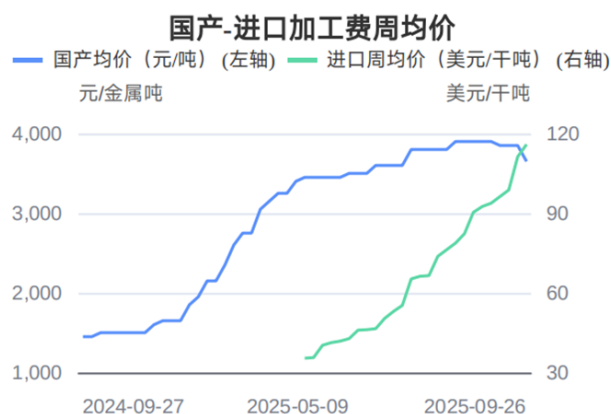
图 19: 全球主要交易所锌库存（万吨）



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
2025/9/15	4.87	3.91	6.17	0.23	0.51	0.1	0.27	14.95	16.06
2025/9/18	4.81	3.93	6.04	0.19	0.5	0.1	0.27	14.78	15.85
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
较上周四变化	-0.42	0.30	-0.49	-0.02	-0.17	0.00	0.00	-0.61	-0.81
较本周二变化	-0.12	0.03	-0.46	0.00	-0.10	0.00	0.00	-0.55	-0.66

资料来源：SMM，民生证券研究院

图 21: 锌进口盈亏及沪伦比值



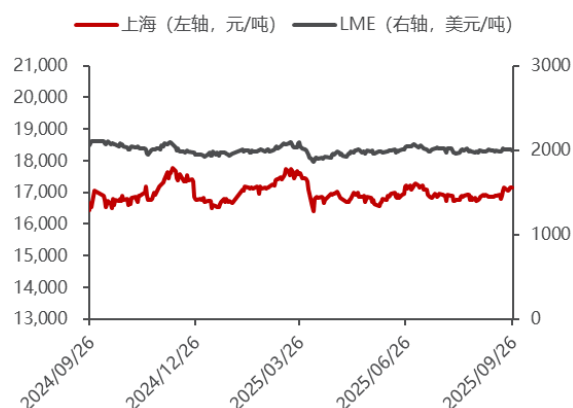
资料来源：SMM，民生证券研究院，注：沪伦比值为右轴，进口盈亏单位为元/吨

2.3 铅、锡、镍

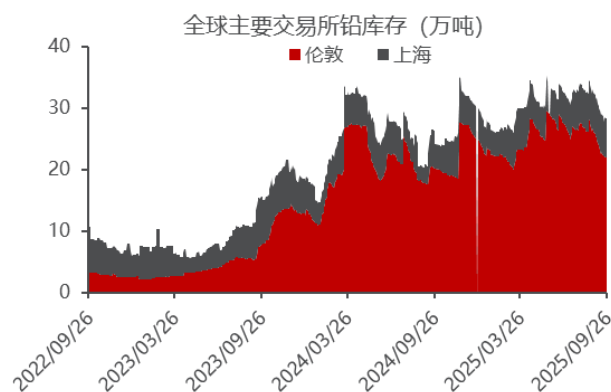
铅：本周（09/22-09/26），本周伦铅开于 1999 美元/吨，周一因投资者重新思考美联储的降息和未来计划，美元指数先涨后跌，导致伦铅震荡下行。周中伦铅围绕 2002 美元/吨一线窄幅运行，周四摸高 2018 美元/吨，但因美国第二季度 GDP 被大幅上修至增长 3.8%，创两年新高，美元指数大幅上涨，压制铅价走势。截止周五 15:00，伦铅终收于 2002 美元/吨，跌幅 0.05%。**本周沪铅**主力 2511 合约开于 17180 元/吨，盘初轻触高位 17205 元/吨，下游电池生产企业陆续完成节前备货，消费实际好转情况令多头资金失望，沪铅震荡下行。周中探低至 17035 元/吨，下半周围绕 17105 元/吨一线窄幅震荡。截止周五 15:00，终收于 17110 元/吨，跌幅 0.41%。

锡：本周（09/22-09/26），本周沪锡市场价格整体呈现高位震荡态势，受到宏观情绪与基本面疲软的双重压制。**宏观层面**，美国 8 月非农就业数据低于预期及特朗普宣布对半导体进口征收关税的消息引发了市场担忧，抑制了锡价上行空间。**供需基本面方面**，供应端受缅甸雨季及复产延迟影响，国内锡精矿进口量持续收缩；需求端则因电子行业传统淡季及光伏抢装结束后订单下滑而表现疲软。总体来看，**沪锡价格**在 269880 元/吨至 274570 元/吨之间波动。锡锭现货市场方面，成交情况较为清淡，下游及终端企业的采买热情受到抑制，多数贸易商成交仅个位数，少数贸易商成交 20 吨左右。

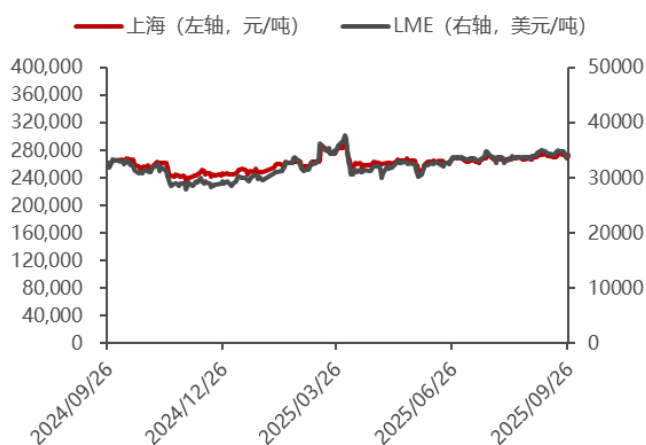
镍：本周（09/22-09/26），本周镍价整体呈现**冲高回落**的态势，沪镍主力合约（2511）周初开盘 122,790 元/吨，截至 26 日收于 121,380 元/吨，较上周下跌 0.12%。**宏观方面**，周内印尼能源与矿产资源部对 190 家未缴纳复垦保证金的矿业公司实施了行政制裁，其中涉及约 30 余家镍矿企业，外加印尼铜矿事件扰动，二者共同挑动了市场对矿端供应稳定性的担忧情绪，镍价出现反弹。本周美国公布的数据显示，第二季度 GDP 年化季率终值被大幅上修至 3.8%，创两年新高。同时，当周初请失业金人数下降至 21.8 万人，数据强劲提振美元，给镍等基本金属带来了下行压力。国务院总理李强在纽约与美国友好团体座谈时表示，中美产业结构互补性强，加强经贸合作互利共赢，为全球贸易环境带来了积极预期，在一定程度上缓和了市场的悲观情绪。总体来看，镍价短期仍震荡运行，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


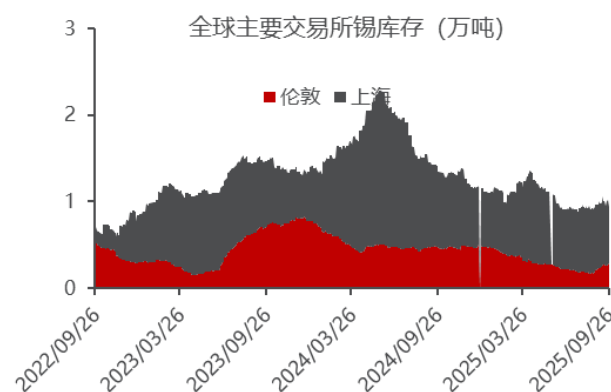
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 23：全球主要交易所铅库存（万吨）


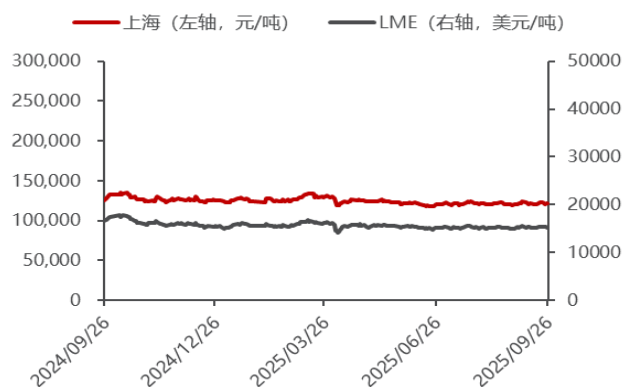
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 24：上海期交所同 LME 当月期锡价格


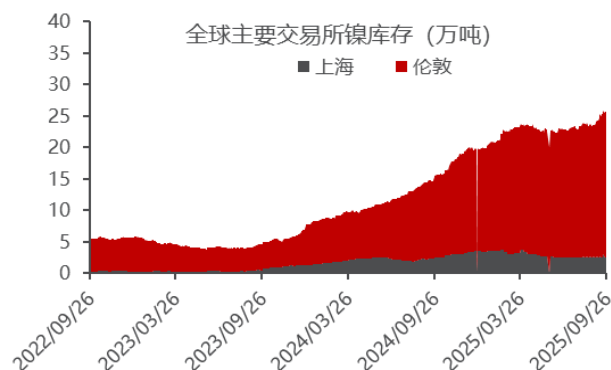
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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

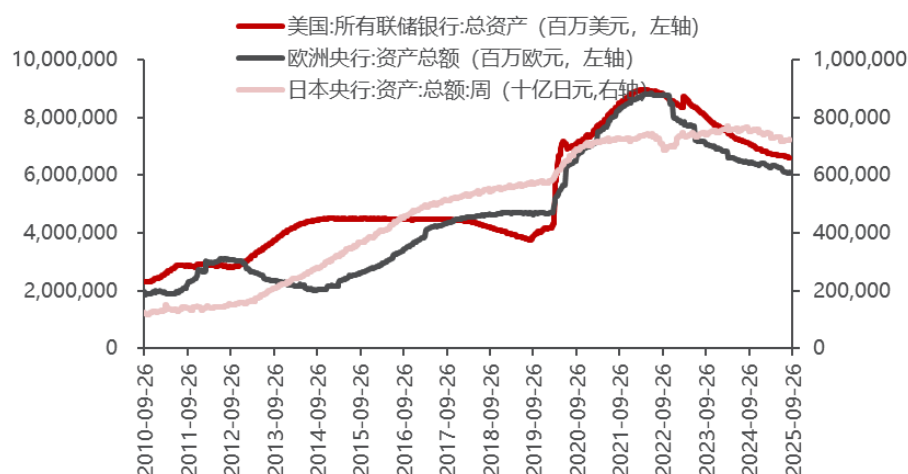
3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

金银：本周（9.22-9.25）金银价格上涨。截至 9 月 25 日，国内 99.95% 黄金市场均价 837.58 元/克，较上周均价上涨 1.00%，上海现货 1#白银市场均价 10173 元/千克，较上周均价上涨 2.09%。

随着上周三降息向市场发出混杂信号后，周内市场预计美联储 10 月份降息预期再次升温，加上地缘政治不确定性引发的持续避险需求，多重利好推动金银价格再创历史新高。当前市场聚焦明晚公布的美国 PCE 数据，COMEX 金银主力分别运行在 3750-3800 和 44.0-44.5 美元/盎司之间，沪银在 10350-10450 元/千克区间内窄幅震荡，沪金主力在 853 元/克附近徘徊。

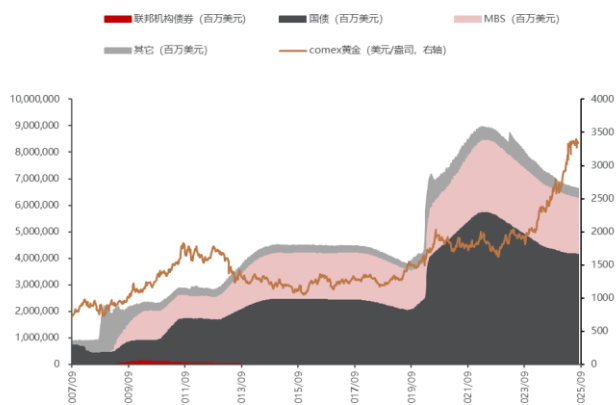
图 28：各国央行的资产总额情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

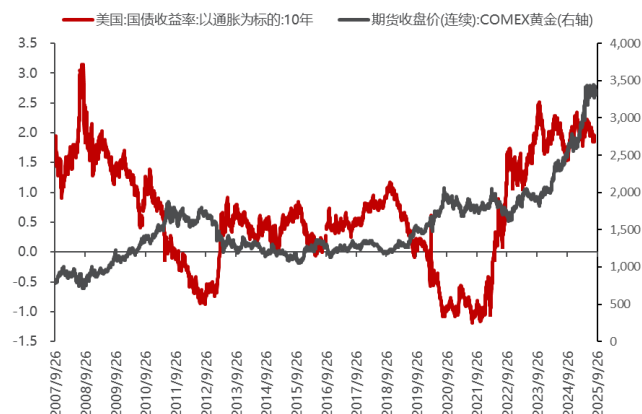
(1) 央行 BS、实际利率与黄金

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

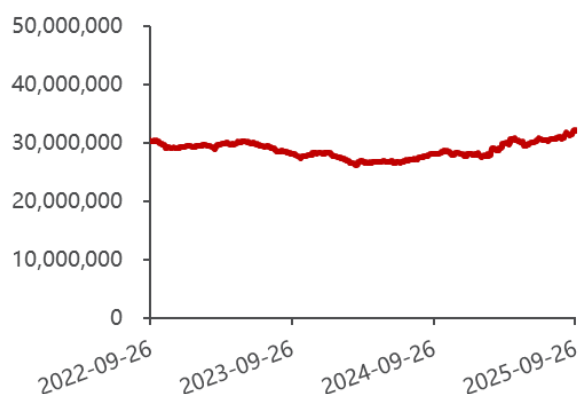
图 30：Comex 黄金与实际利率（%，美元/盎司）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

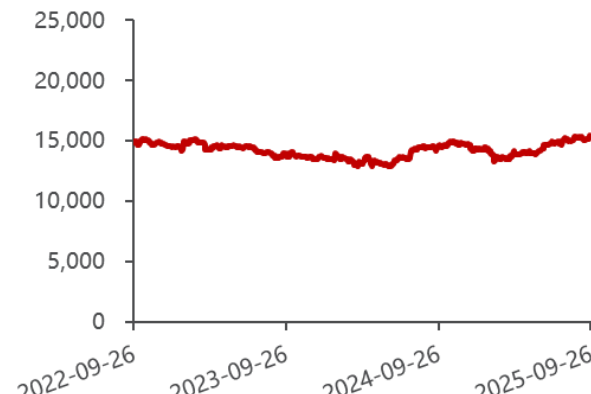
(2) ETF 持仓

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

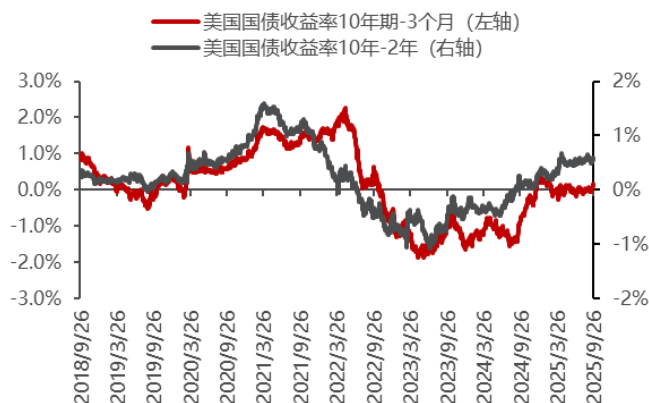
图 32：白银 ETF 持仓（单位：吨）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

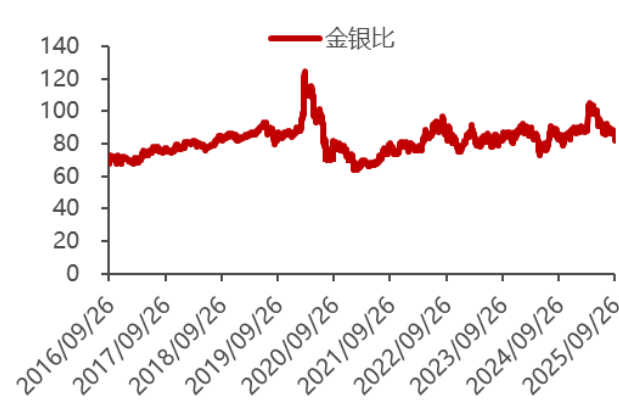
(3) 长短端利差和金银比

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

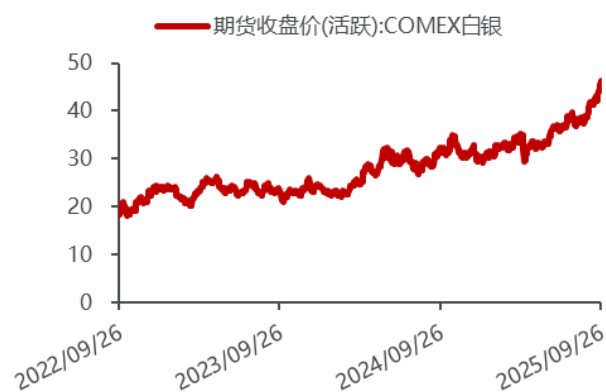
(4) COMEX 期货收盘价

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（09/22-09/26）** 本周电解钴价格持续上行。周日刚果金政策正式落地，该策略弱于上周五市场预期，周初盘面有所回落。但依据该政策未来中国钴市场依旧处于偏紧状态，市场在消化预期差后，重新回归理性，价格持续上行。但由于电解钴价格上涨过快，下游难以向下传导成本，市场实际成交有限。当前电解钴反融钴盐的窗口即将打开，预计未来电钴反融将加快其库存消耗速度。
- **钴盐（硫酸钴及氯化钴）：本周（09/22-09/26）** 本周硫酸钴价格继续上行。供给方面，冶炼厂依旧看涨未来钴价，暂缓报价并上调意向出货价格，中间品冶炼企业意向价上调到 6.5 万元/吨上方，MHP 和回收企业意向价上调到 6.15~6.2 万元/吨。需求方面，部分下游三元和四钴企业担忧后续供应缺口，近期采购意愿有所增强，三元企业在 5.9~6 万元/吨，四钴企业在 6.5 万元/吨成交。整体上看，原料价格上行和下游备货的双重推动下，预计硫酸钴将继续维持偏强态势。本周氯化钴市场呈现强势上行态势，多数生产企业暂停报价，少数企业报价已推高至 7.7~8.0 万元/吨，实际成交稀疏但价格支撑强劲。本轮上涨主要受刚果（金）钴出口新政、原料供应持续偏紧以及部分下游企业库存水平偏低等因素驱动。尽管当前市场整体较为清淡，上下游多以观望为主，但零星成交对价格仍形成显著拉动。预计节前氯化钴价格有望突破 8.0 万元/吨。
- **四氧化三钴：本周（09/22-09/26）** 四氧化三钴企业普遍跟随原料端暂停报价，价格走势高度依赖氯化钴等上游产品价格变动。随着氯化钴成交达到 7.7-8.0 万元/吨，四氧化三钴成本推涨动力显著增强，但上下游企业操作趋于谨慎，市场观望情绪加剧。在刚果（金）政策落地的背景下，成本面支撑持续强化，然而实际成交仍显清淡。预计节前四氧化三钴价格有望突破 25.5 万元/吨，但成交放量仍需下游接受度的配合。
- **三元材料：本周（09/22-09/26）** 本周，三元材料价格延续明显上涨态势。从原材料成本端看，碳酸锂与氢氧化锂价格处于小幅震荡阶段，而硫酸钴与硫酸镍则延续大幅上涨趋势，对三元材料成本形成显著支撑。本月市场需求整体表现良好，但生产商面临较大的成本压力，且原材料价格走势仍存在较大不确定性。综合来看，硫酸镍供应持续偏紧、刚果（金）钴出口政策延期、以及国内锂矿开采相关政策即将发布等因素，预计将共同推动四季度三元材料价格进一步上行。需求方面，国庆节前

备货叠加国内动力市场需求保持旺盛，推动厂商开工率提升，当前订单量处于全年较高水平。预计 10 月之后，市场需求将逐步回落。

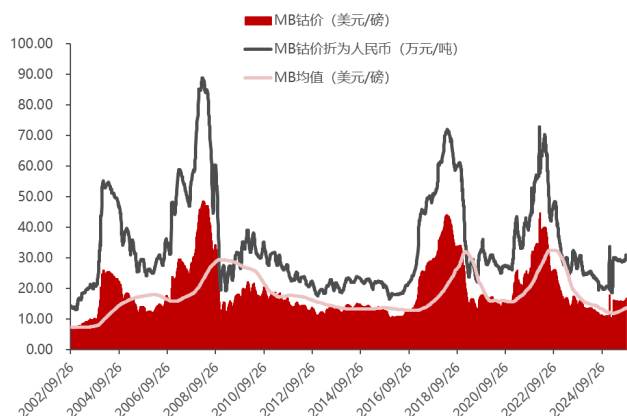
表5：钴系产品价格一览

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	336.50	7.68%	14.26%	107.08%	336.50	162.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	16.83	2.59%	7.68%	53.65%	16.83	9.95
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	295.50	7.65%	14.76%	90.03%	295.50	149.50
钴精矿	6-8%中国到岸	美元/磅	8.25	5.10%	25.00%	71.88%	8.25	4.75
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	227.50	4.60%	9.64%	107.76%	227.50	109.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	62000.00	8.77%	24.00%	138.46%	62000.00	26000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	217.50	8.48%	16.62%	118.59%	217.50	99.50

资料来源：同花顺，LME，上期所，COMEX，民生证券研究院整理

(2) 价差跟踪

图 37：MB 钴美元及折合人民币价格



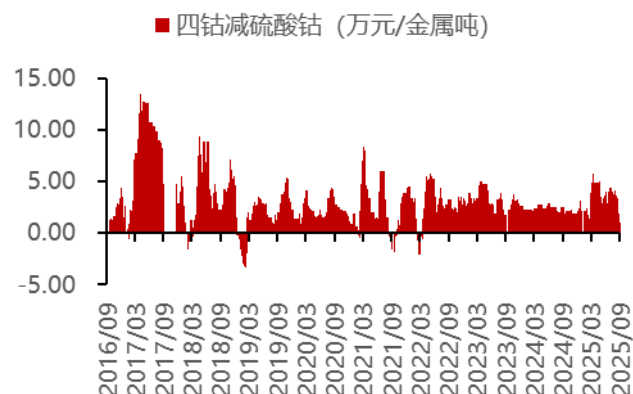
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院，注：美元汇率为当日中间汇率

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

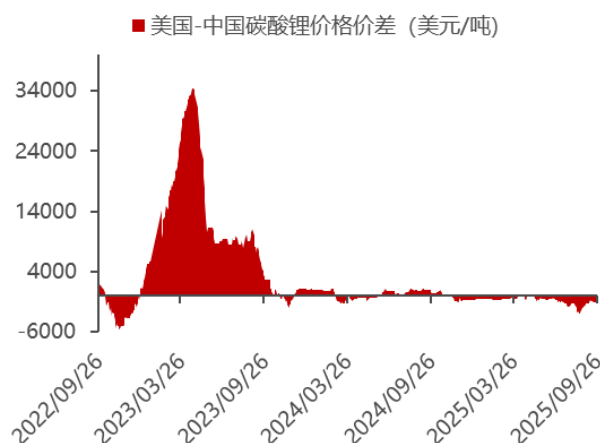
3.2.2 锂

(1) 高频价格跟踪及观点

- **碳酸锂：本周（09/22-09/26），**碳酸锂价格波动幅度有限，重心与上周基本持平。本周初 SMM 电池级碳酸锂和工业级碳酸锂均价均小幅上调 350 元/吨。此后价格保持稳定。周初，受下游为国庆假期进行备货的支撑，现货价格延续小幅上行。进入周中后期，随着节前备货活动基本结束，市场交投活跃度有所下降，价格随之失去上涨动力，逐步趋于稳定。期货市场方面，主力合约全周在 7.2 至 7.5 万元/吨的区间内宽幅震荡，其价格波动对现货市场情绪产生了一定影响，当期货价格下探时，能激发部分点价采购需求，而价格反弹后市场则迅速回归谨慎。供应端结构保持稳定，以锂辉石为原料的碳酸锂生产占比已超过 60%，继续构成市场供给的坚实支柱，而锂云母原料的占比则维持在 15% 左右。从本月整体供需情况判断，市场仍处于供需双增的格局，且需求增长势头相对更为明显，预计九月全月将维持供需紧平衡状态。展望后市，随着国庆长假临近，市场交易活动将趋于清淡。
- **氢氧化锂：本周（09/22-09/26），**氢氧化锂价格环比上周呈现区间震荡趋势。大部分三元材料厂为国庆期间备货基本完成，市场整体散单交易情绪有所回落。在当前供给偏紧的情况下，上游挺价意愿持续，个别散单报价处于高幅及以上，整体市场价格变化幅度有限。预计未来氢氧化锂价格或将跟随锂矿和碳酸锂价格区间震荡。
- **磷酸铁锂：本周（09/22-09/26），**本周磷酸铁锂价格未出现较大波动，整体小幅增长 60 元/吨，碳酸锂在本周累计小幅涨价约 250 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。9 月磷酸铁锂材料整体需求向好，预计有 5% 以上的增量。
- **钴酸锂：本周（09/22-09/26），**本周钴酸锂价格持稳，主流生产企业多暂停报价，少数企业 4.45V 产品成交已达 25.0 万元/吨。价格上涨主要受上游氯化钴、三氧化二钴调涨传导影响。当前正极材料和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，降低了短期紧急补库的需求。尽管成本面持续施压，下游电芯厂仍以观望为主，实际成交偏少。预计节前钴酸锂价格将维持坚挺，但成交活跃度提升仍需时间。手机数码和电子烟市场表现平稳，对钴酸锂需求影响不大。未来钴酸锂价格趋势预计将继续受到上游原材料价格的影响。

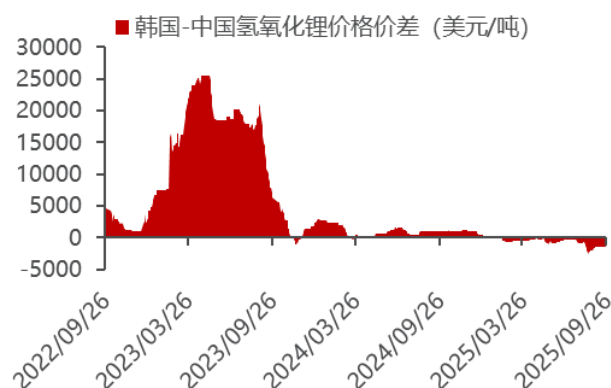
(2) 价差跟踪

图 41：国内外碳酸锂价差



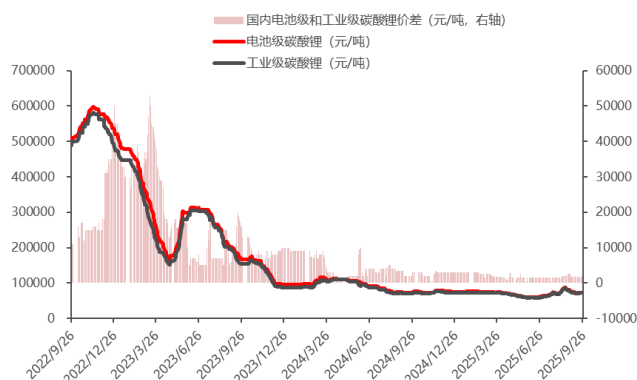
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 42：国内外氢氧化锂价差



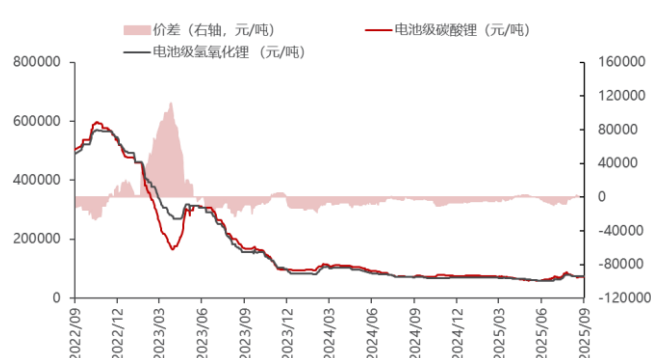
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

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

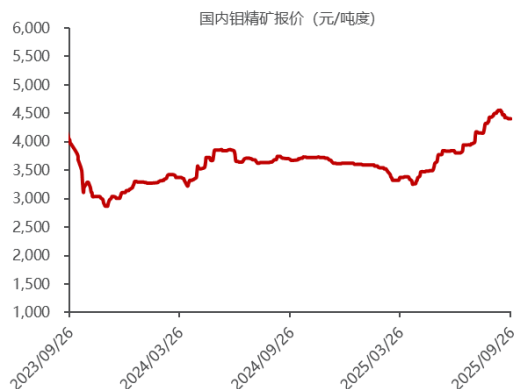
图 44：国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差



资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

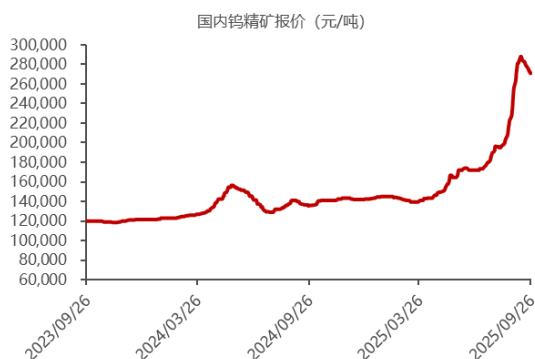
3.3 其他小金属

图 45：国内钼精矿价格



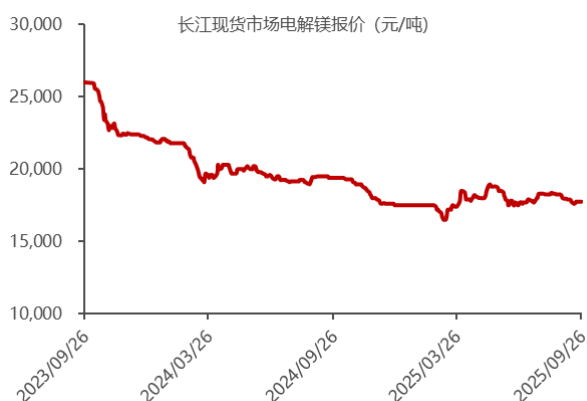
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

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



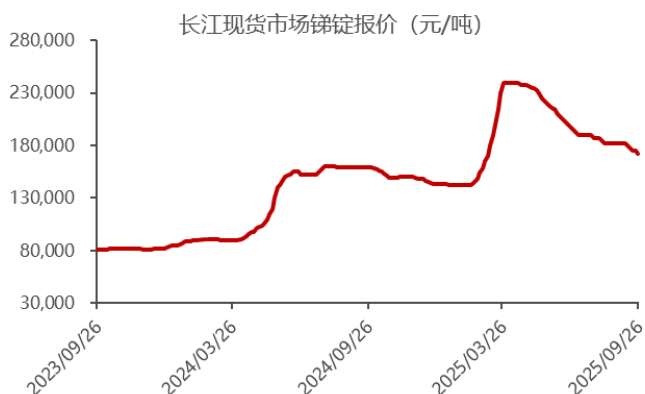
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 48：长江现货市场电解锰价格



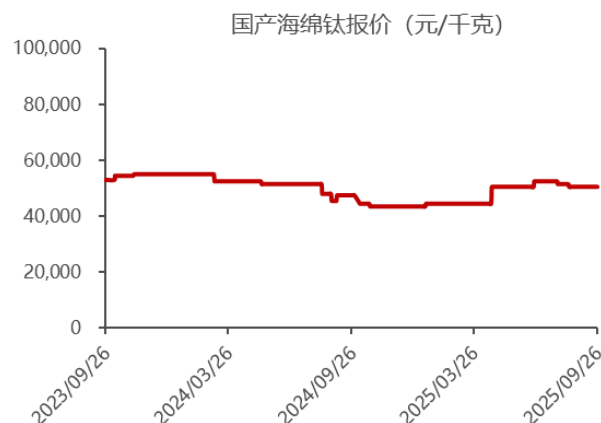
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 49：长江现货市场铋锭价格



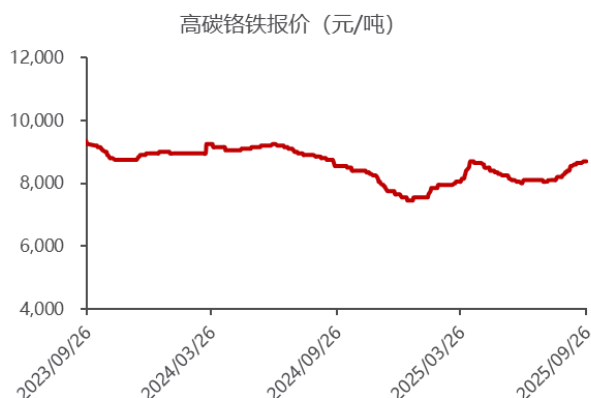
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 50：国产海绵钛价格



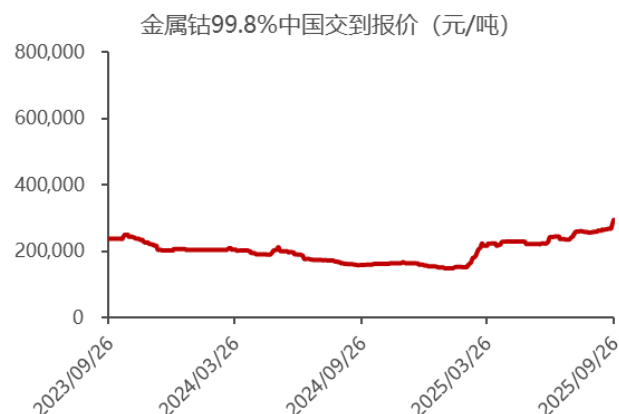
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 51：国产高碳铬铁价格



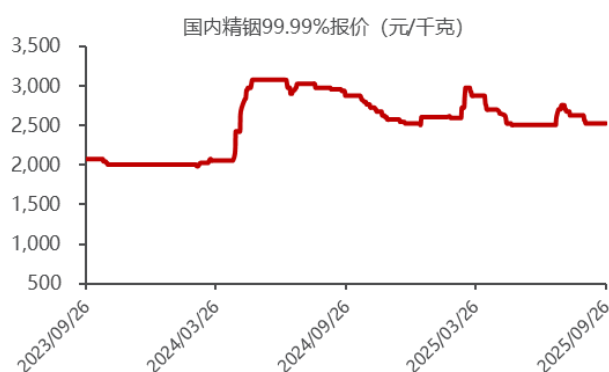
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 52：长江现货市场金属钴价格



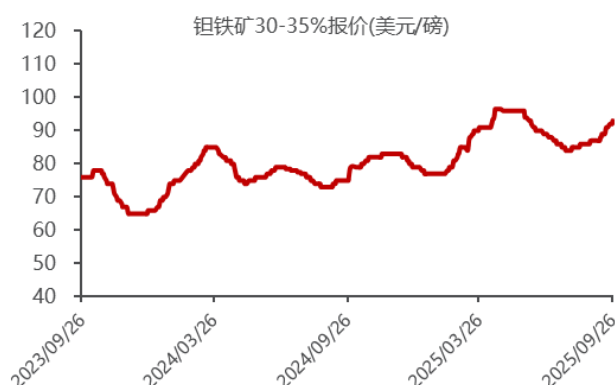
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 53：国内精钢 99.99%价格



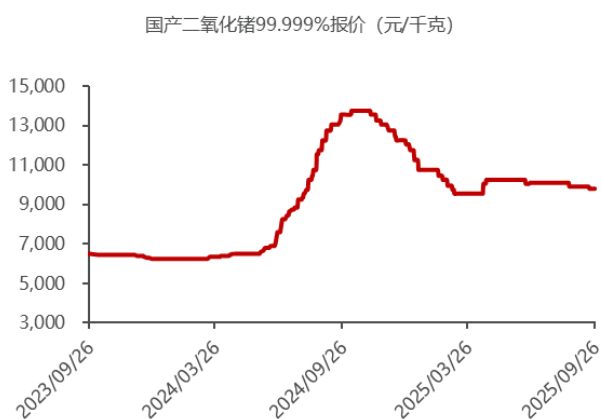
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 54：钼铁矿 30%-35%价格



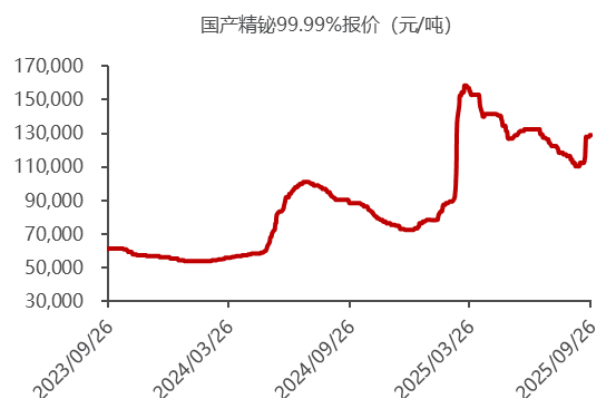
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 55：国产二氧化锆价格



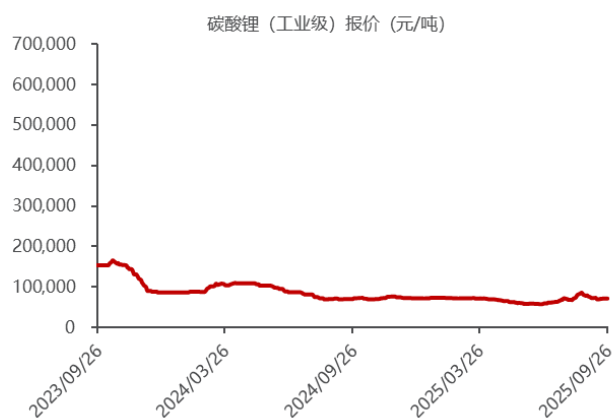
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 56：国产精铋价格



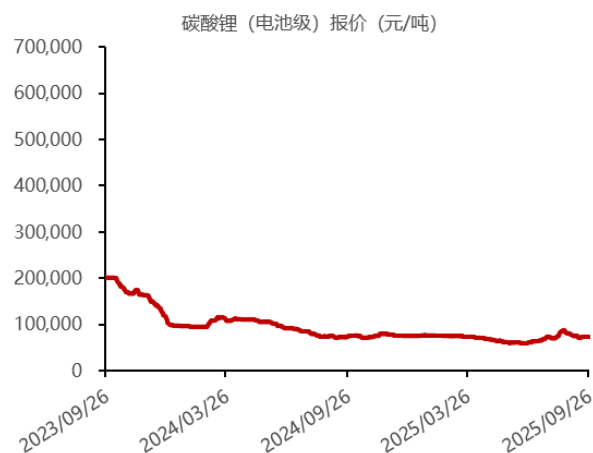
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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

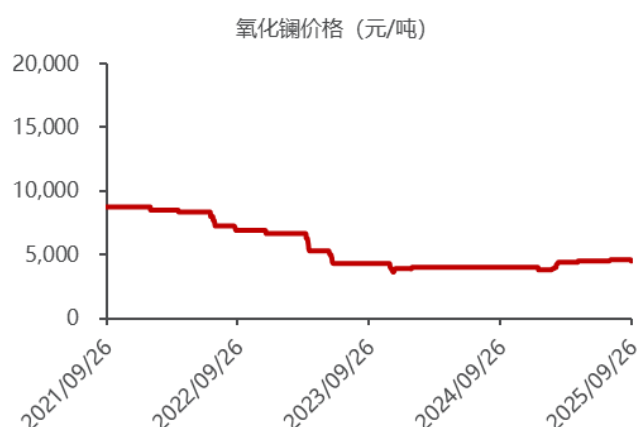


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

4 稀土价格

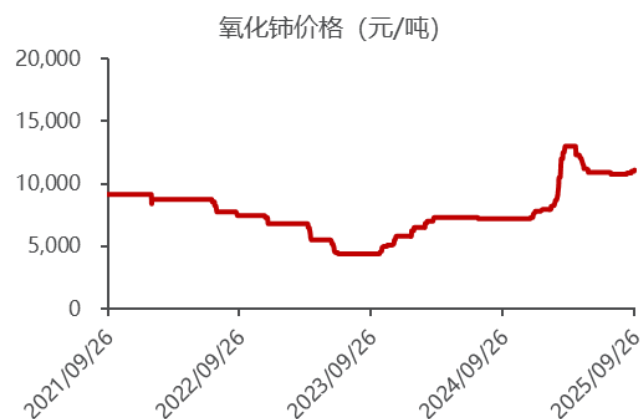
稀土磁材：本周（09/22-09/26）本周稀土价格整体呈现稳中有降的态势，市场交投活跃度一般。下游金属厂采购意愿不强，分离厂报价依旧坚挺，上下游博弈激烈，导致实际成交量较少。SMM 预计在供需双弱的格局影响下，稀土价格整体或将窄幅震荡运行。

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



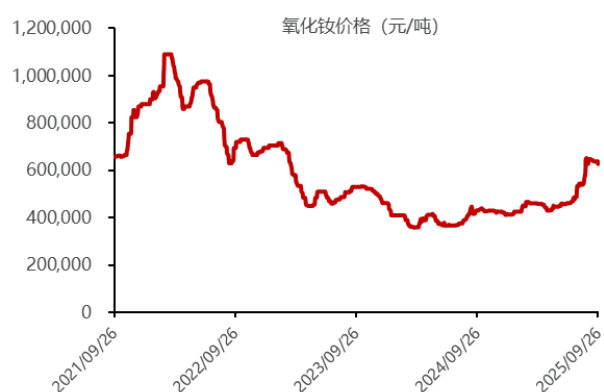
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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 (09/22-09/26)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (09/22-09/26)	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 9 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 (%)	16
图 34: 金银比	16
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	19
图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差	19
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