

降息落地，金属价格震荡后上行

2025 年 09 月 21 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 南雪源

执业证书: S0100525080002

邮箱: nanxueyuan@glms.com.cn

相关研究

1. 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
2. 中国铀业招股说明书拆解：中核铸基石，铀业见锋芒-2025/09/13
3. 有色金属行业 2025H1 总结：25H1 表现亮眼，何妨吟啸且徐行-2025/09/10
4. 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
5. 有色金属周报 20250907：降息+旺季助推金属价格上行，黄金右侧布局时机来临-2025/09/07

➤ 本周 (09/15-09/19) 上证综指下降 1.30%，沪深 300 指数下降 0.44%，SW 有色指数下降 4.25%，贵金属 COMEX 黄金+1.05%，COMEX 白银+1.60%。工业金属 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡价格分别变动-0.93%、-0.68%、-1.95%、-0.79%、-0.72%、-2.10%，工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动+5.90%、-4.09%、-5.34%、-4.04%、+1.49%、-4.39%。

➤ **工业金属：美联储降息落地，商品价格短期震荡回落，随着美国财政货币双宽松，叠加国内“金九银十”旺季需求预期结构性改善，工业金属价格将继续上行。**铜方面，本周 SMM 进口铜精矿指数 (周) 报-40.8 美元/吨，环比增加 0.50 美元/吨，印尼 Grasberg 铜矿仍处停产状态，被困地下的七名工人营救工作进行中，供给扰动持续发生，加剧铜矿紧张格局。**铝方面**，由于置换产能爬坡，国内电解铝产量小幅增长，需求侧“金九”消费旺季到来，叠加双节临近，下游提前备货，铝加工龙头企业开工率环比增加 0.1pct 至 62.2%。国内电解铝短暂去库后出现累库，本周社会库存 63.8 万吨，周度累库 1.3 万吨。**重点推荐：紫金矿业、洛阳铝业、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：刚果金预计再度延长出口禁令，钴价或将迎来主升浪，锂需求旺季逐渐兑现，看好后市钴锂表现。**锂方面，目前处于“金九银十”传统旺季，叠加国庆节备货需求和储能需求超预期，电芯端排产速度加快，下游采购需求保持强势，周内现货成交重心逐步上移。行业呈现供需双增，但需求增速表现更强态势，短期锂价表现预计偏强。**钴方面**，刚果金或再度延长出口禁令两个月，国内原料短缺加剧。公布的 8 月国内钴湿法冶炼中间品进口 0.52 万吨 (实物吨)，环比下降 62%，原料进口连续下降，刚果金禁矿效果显现，叠加需求端处于传统旺季，国内库存加速去化，看好钴价上涨弹性。**镍方面**，供应端镍盐厂现货供应较少，叠加高价原材料成本压力，支撑镍盐报价持续上行。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：藏格矿业、华友钴业、中矿资源、力勤资源、永兴材料、盐湖股份，建议关注腾远钴业、寒锐钴业。**

➤ **贵金属：美国降息落地，地缘政治局势升温，看好贵金属价格长牛。**周三美联储宣布降息 25BP，符合市场预期，点阵图显示年内或将再降息两次，降息靴子落地贵金属价格回落；俄乌冲突、巴以局势再度升温，黄金避险属性增强，同时观察到 SPDR 持仓近日大幅上行，显示海外投资者正加速配置黄金；白银因其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、潼关黄金、万国黄金集团、山金国际、湖南黄金，建议关注中国黄金国际、灵宝黄金等，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	25.65	1.21	1.69	1.86	21	15	14	推荐
603993.SH	洛阳铝业	13.42	0.63	0.76	1.08	21	18	12	推荐
000807.SZ	云铝股份	20.81	1.27	1.94	2.31	16	11	9	推荐
603799.SH	华友钴业	52.30	2.50	3.55	4.17	21	15	13	推荐
002738.SZ	中矿资源	42.28	1.05	0.47	2.19	40	90	19	推荐
002756.SZ	永兴材料	35.48	1.97	1.74	2.53	18	20	14	推荐
603979.SH	金诚信	64.25	2.57	3.63	4.10	25	18	16	推荐
601168.SH	西部矿业	20.30	1.23	1.37	1.70	17	15	12	推荐
1258.HK	中国有色矿业	12.76	0.77	0.85	0.85	16	15	15	推荐
600547.SH	山东黄金	37.99	0.57	1.61	1.78	67	24	21	推荐
600489.SH	中金黄金	19.30	0.70	1.19	1.50	28	16	13	推荐
600988.SH	赤峰黄金	29.75	1.07	1.63	1.90	28	18	16	推荐
000975.SZ	山金国际	21.33	0.78	1.31	1.50	27	16	14	推荐
1818.HK	招金矿业	30.02	3.33	7.20	8.13	9	4	4	推荐
002155.SZ	湖南黄金	23.41	0.70	1.25	1.53	33	19	15	推荐
1208.HK	五矿资源	5.82	0.08	0.39	0.46	75	15	13	推荐

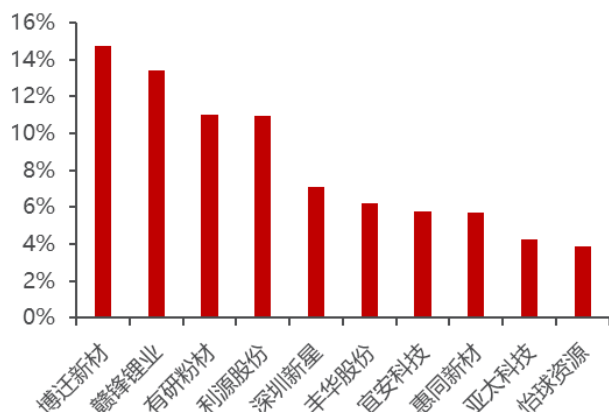
资料来源: ifind, 民生证券研究院预测。(注: 股价为 2025 年 9 月 19 日收盘价, 港币/人民币 0.93, 美元/人民币 7.2, 中国有色矿业、招金矿业、五矿资源为港币)

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	12
3 贵金属、小金属	14
3.1 贵金属	14
3.2 能源金属	17
3.3 其他小金属	21
4 稀土价格	24
5 风险提示	26
插图目录	27
表格目录	28

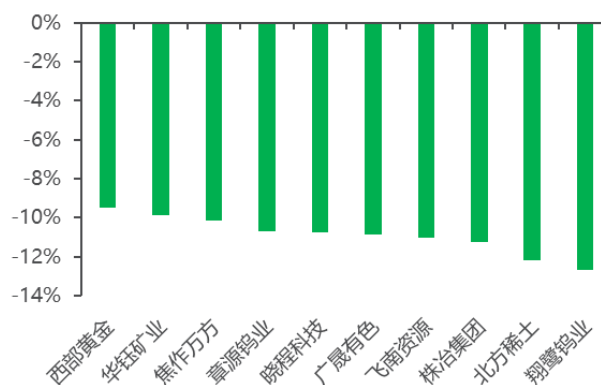
1 行业及个股表现

图 1：期间涨幅前 10 只股票 (09/15-09/19)



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 (09/15-09/19)



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 2025/09/19	一周来	变化 本月上	变化 今年上
基本金属价格						
LME 价格	铝(当月)	美元/吨	2676	-0.93%	4.43%	5.81%
	铜(当月)	美元/吨	9996.5	-0.68%	4.05%	13.58%
	锌(当月)	美元/吨	2898.5	-1.95%	4.94%	-0.87%
	铅(当月)	美元/吨	2003	-0.79%	1.70%	3.59%
	镍(当月)	美元/吨	15270	-0.72%	2.14%	1.53%
	锡(当月)	美元/吨	34220	-2.10%	4.70%	20.24%
国内价格	铝(当月)	元/吨	20795	-1.54%	1.39%	4.26%
	铜(当月)	元/吨	79850	-1.49%	2.32%	8.97%
	锌(当月)	元/吨	22040	-1.19%	-1.36%	-12.76%
	铅(当月)	元/吨	17150	0.65%	2.48%	1.93%
	镍(当月)	元/吨	121500	-0.39%	1.39%	-1.87%
	锡(当月)	元/吨	268770	-1.89%	1.31%	9.86%
基本金属库存						
铝	LME 库存	万吨	51.39	5.90%	11.47%	-19.03%
	上海期交所库存	万吨	12.77	-0.60%	10.32%	-36.51%
铜	LME 库存	万吨	14.77	-4.09%	6.84%	-45.59%
	COMEX 库存	万吨	31.68	2.02%	22.82%	239.26%
	上海期交所库存	万吨	10.58	12.50%	44.12%	42.66%
锌	LME 库存	万吨	4.78	-5.34%	-54.37%	-79.57%
	上海期交所库存	万吨	9.93	4.93%	67.14%	228.47%

铅	LME 库存	万吨	22.03	-4.04%	-20.33%	-9.04%
	上海期交所库存	万吨	5.73	-13.87%	-9.36%	10.63%
镍	LME 库存	万吨	22.84	1.49%	9.46%	40.60%
	上海期交所库存	万吨	2.98	8.49%	17.22%	-17.41%
锡	LME 库存	万吨	0.25	-4.39%	28.79%	-47.37%
	上海期交所库存	万吨	0.70	-11.51%	-5.78%	3.96%

贵金属价格

COMEX 价格	黄金	美元/盎司	3719.40	1.05%	11.28%	39.24%
	白银	美元/盎司	43.37	1.60%	17.87%	44.62%
国内价格	黄金	元/克	826.71	-0.45%	7.73%	34.10%
	白银	元/千克	9940.00	-0.94%	10.94%	31.53%

小金属价格

钼精矿	元/吨度	4425	-1.12%	5.99%	22.07%
钨精矿	元/吨	278000	-2.11%	41.84%	95.09%
电解镁	元/吨	17750	0.28%	-3.01%	1.43%
电解锰	元/吨	14100	0.71%	1.08%	10.16%
锑锭(1#)	元/吨	175500	-3.84%	-6.40%	22.73%
海绵钛	元/千克	50500	0.00%	-1.94%	16.09%
铬铁 (高碳)	元/吨	8650	0.00%	7.45%	14.57%
钴	元/吨	268500	1.13%	6.76%	72.67%
铋	元/吨	128000	13.78%	4.49%	74.15%
钽铁矿	美元/磅	91	2.25%	8.33%	15.19%
二氧化锆	元/千克	9800	-1.01%	-2.97%	-16.60%
铟	元/千克	2525	0.00%	-6.65%	0.00%
碳酸锂 (工业级)	元/吨	71800	3.31%	4.21%	-0.97%
碳酸锂 (电池级)	元/吨	73500	3.09%	4.26%	-2.65%
五氧化二钒	元/吨	77000	-1.28%	2.67%	5.48%

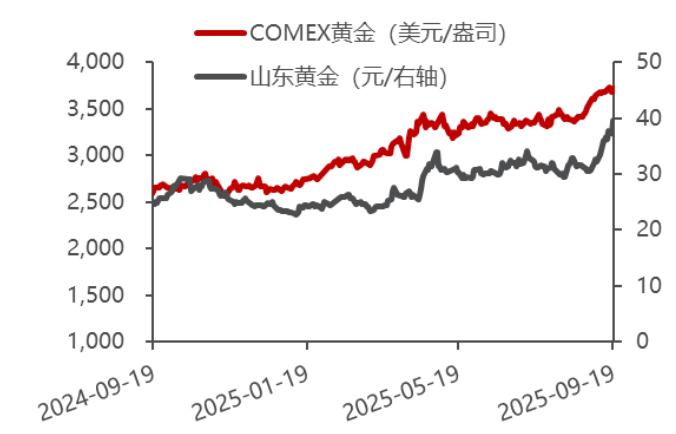
稀土

稀土氧化物	氧化镧	元/吨	4600	0.00%	0.00%	15.00%
	氧化铈	元/吨	11000	1.38%	2.33%	41.03%
	氧化镨	元/吨	637500	0.00%	19.61%	58.19%
	氧化钕	元/吨	638500	0.00%	17.80%	54.23%
	氧化铈	元/千克	1625	0.00%	-0.91%	0.93%
	氧化铈	元/千克	7175	0.00%	0.91%	27.90%
	镨钕氧化物	元/吨	570000	-0.44%	7.85%	43.22%
稀土金属	金属镧	元/吨	21500	0.00%	0.00%	-4.44%
	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	2050	0.00%	-0.24%	0.99%
	金属铈	元/千克	8900	-0.56%	1.42%	27.60%
	镨钕合金	元/吨	570000	-0.44%	7.85%	43.22%

资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

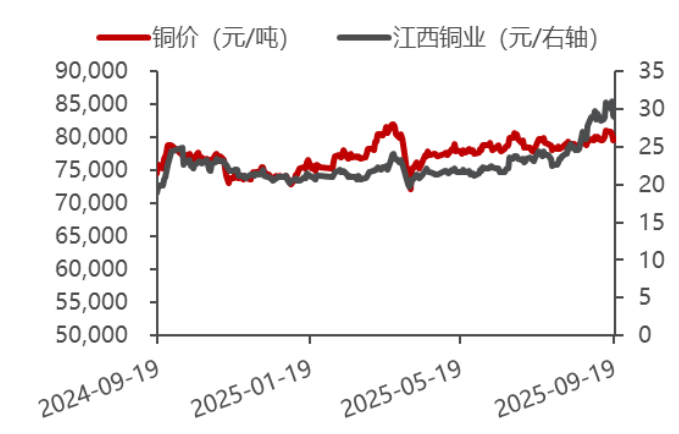
2.1 价格和股票相关性复盘

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



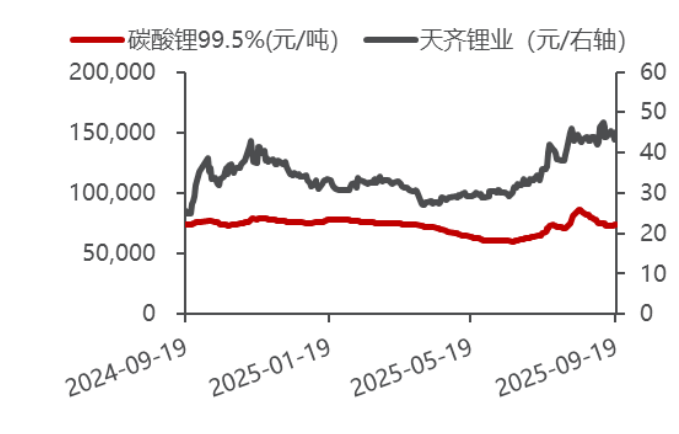
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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（09/15-09/19），宏观面上，美联储如期降息 25BP，并承认就业市场走弱，提及通胀问题。点阵图显示 2025 年内预计再降息两次，2026 年降息一次，基本符合市场预期，但鲍威尔发言较预期偏鹰派。受此影响，议息会议前市场已提前启动避险操作，商品普遍迎来减仓调整，沪铝同步呈现减仓回落态势。

此外，LME 铝库存结构性风险虽有所下降，但后续注销仓单的具体流向仍需持续跟踪，以判断库存实际变化趋势。

当前铝市供应端受置换产能爬产推动，产量实现小幅度增长，但供需格局正边际改善：铝价回落背景下，加工材厂有一定双节备货需求，社会库存累库速度已明显放缓，库存压力较前期有所缓解。成本方面，目前电解铝行业完全成本在 16363 元/吨，周环比小幅下降 74 元/吨，随着氧化铝现货价格持续疲软，电解铝行业成本有进一步下降空间。

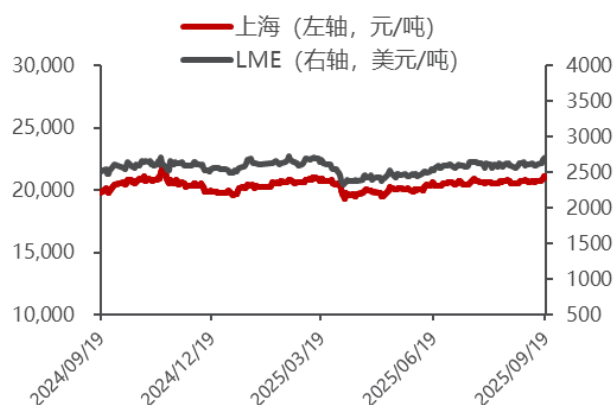
后市重点关注，铝消费端口双节备货情况。短期内看，周内铝价重心回落，下游采买力度小幅回升，现货升水亦表现为坚挺。中期趋势，铝消费整体趋于回暖，汽车行业铝消费保持稳定增长、电力行业铝消费增长预期显现、建筑行业铝消费边际回暖，加工材开工率稳中有升。铝市基本面，在供应无压力，消费回升的趋势下，库存拐点将逐渐的来临，给予铝价下方支撑。

表2：铝产业链价格统计

	2025-09-19		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	20,780	-100	-0.48%	-90.0	-0.43%	240.0	1.17%
氧化铝	3,060	0.0	0.00%	-30.0	-0.97%	-180.0	-5.56%
铝土矿（澳洲进口）	578.35	0.59	0.10%	0.4	0.07%	-1.9	-0.33%
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	699.0	5.0	0.72%	18.0	2.64%	-4.0	-0.57%

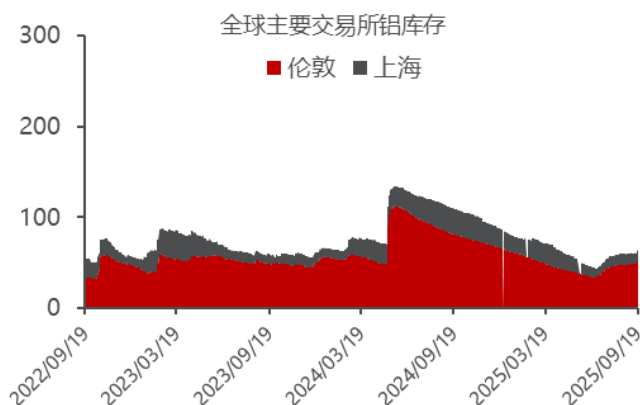
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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

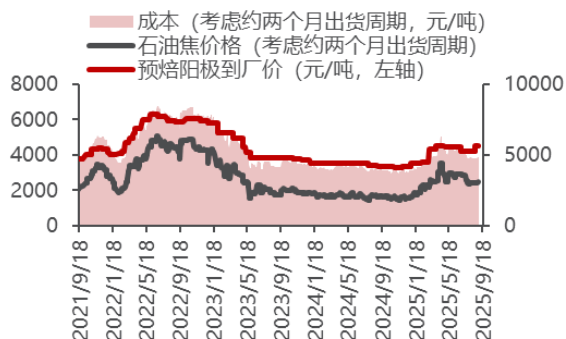
图 8：全球主要交易所铝库存（万吨）



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）



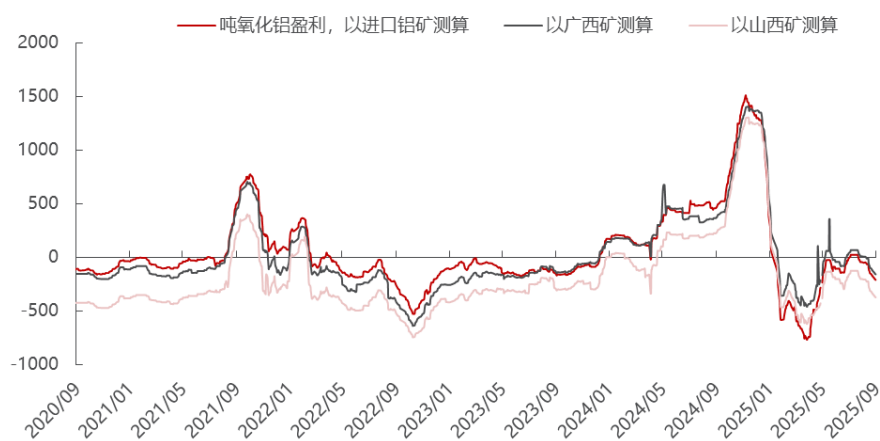
资料来源：SMM，民生证券研究院

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）

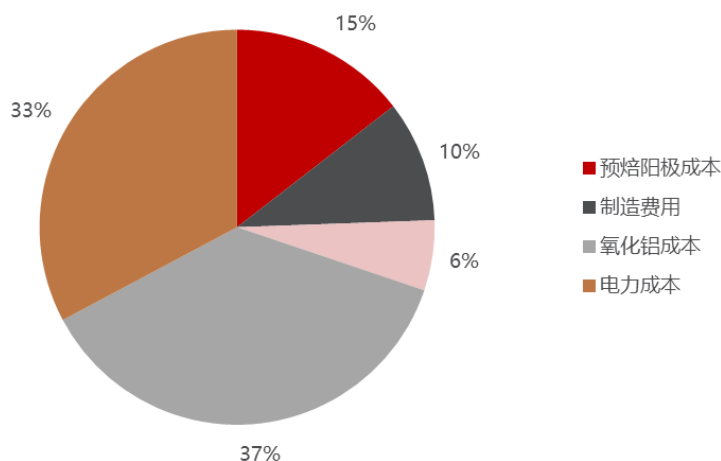


资料来源：同花顺，百川资讯，民生证券研究院测算

注：数据截至 2025.09.19

(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
2025/9/11	5.4	20.8	4.2	7.7	2.7	0.2	2.5	19.0	62.5
2025/9/15	5.3	22.0	4.2	7.2	2.8	0.2	2.5	19.5	63.7
2025/9/18	5.2	21.8	4.1	7.5	2.8	0.3	2.5	19.6	63.8
较上周四变化	-0.2	1.0	-0.1	-0.2	0.1	0.1	0.0	0.6	1.3

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

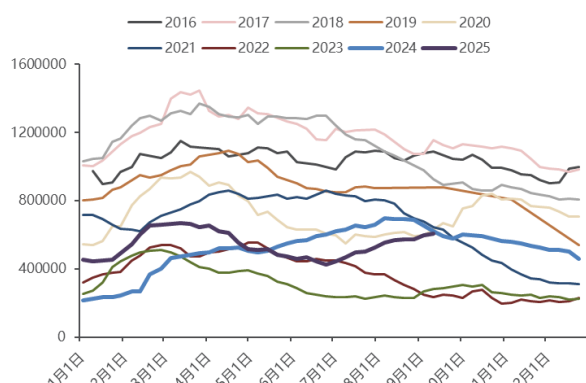
2.2.2 铜

(1) 价格周度观点

本周 (09/15-09/19)，本周铜价整体呈冲高回落。周初受美降息预期、地缘政治及自由港印铜矿停产等因素影响，宏观与供给扰动共振，伦铜一度突破 10190 美元/吨、沪铜上探 81500 元/吨，市场对美联储降息的乐观预期亦提供明显支撑。本次美联储议息会议仅降息 25 个基点，且鲍威尔强调属“风险管理式”操作，否定大幅宽松的可能，点阵图显示全年累计降息幅度有限，令市场宽松预期明显降温。美元指数先跌后强，周中铜价承压回落。

基本面方面，本周矿山招标较少，铜精矿现货市场冷清。因周初铜价大幅走高，下游消费表现不佳，北方冶炼厂有大量交仓动作。周中铜价下行后消费好转，但华东、华南地区升贴水并未跟随上涨。下游点价积极但提货缓慢。

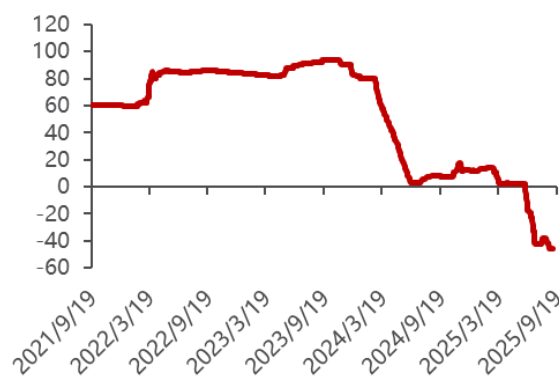
图 14：三大期货交易所铜库存合计+保税区 (吨)



资料来源：同花顺，SMM，民生证券研究院

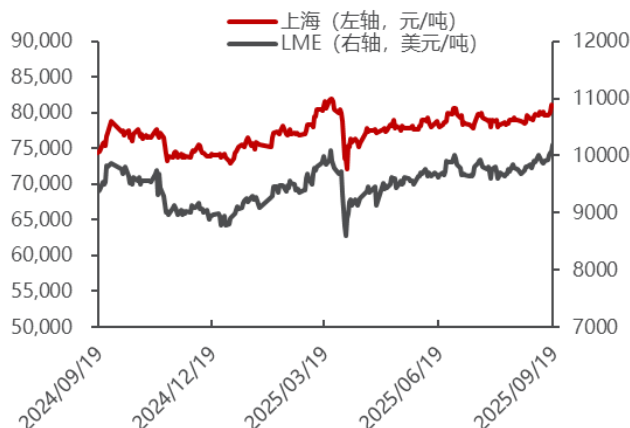
注：2023 年以来铜保税区库存数据采用同花顺数据

图 15：铜精矿加工费 (美元/吨)



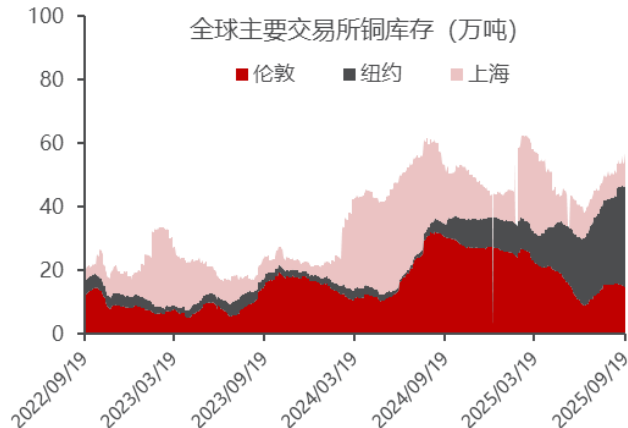
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

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)



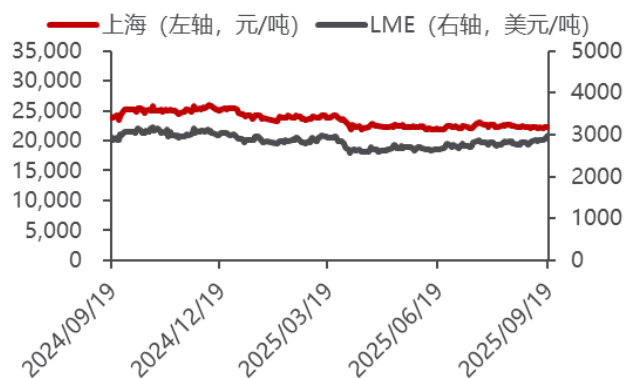
资料来源：同花顺，民生证券研究院

2.2.3 锌

(1) 价格周度观点

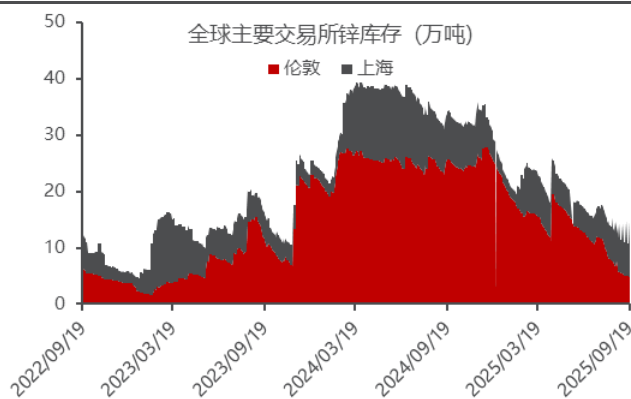
本周 (09/15-09/19) ,伦锌: 周初, 伦锌延续上周上行走势; 随后, LME 锌库存持续减少, 叠加美国 9 月纽约联储制造业指数低于预期, 市场避险情绪升温, 支撑伦锌上行; 接着, 尽管美国 8 月零售销售月率超预期, 但市场焦点集中于美联储议息会议结果及后续降息路径, 美元指数走弱, 伦锌继续上行; 随后美联储如期宣布降息 25 个基点, 但在新闻发布会上鲍威尔称此次为风险管理式降息, 措辞偏鹰, 美元指数应声反弹, 伦锌承压下行; 随后公布的数据显示, 美国当周初请失业金人数低于前值及预期, 创近四年最大降幅, 就业市场有所回暖, 但 LME 锌库存持续下降并低于 5 万吨, 多空因素交织下伦锌维持震荡。截至本周五 15:00, 伦锌录得 2920.5 美元/吨, 跌 32.5 美元/吨, 跌幅 1.20%。**沪锌:** 周初, 沪锌延续震荡走势; 随后根据 SMM 数据显示, 截至本周一国内七地锌锭社会库存增至 16 万吨以上, 而下游消费仍未见旺季特征, 沪锌上行承压, 但海外库存持续下降对锌价形成底部支撑, 内外盘共振下沪锌延续震荡; 此后, 受国内供应过剩及终端消费疲软影响, 沪锌走低; 而美联储宣布降息后, 鲍威尔偏鹰派表态加剧后续政策不确定性, 外盘锌价走弱带动沪锌继续下行; 接着根据最新 SMM 数据显示, 截至本周四国内社会库存微降 0.21 万吨至 15.85 万吨, 沪锌止跌企稳, 转入震荡运行。截至本周五 15:00, 沪锌录得 22045 元/吨, 跌 260 元/吨, 跌幅 1.17%。

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

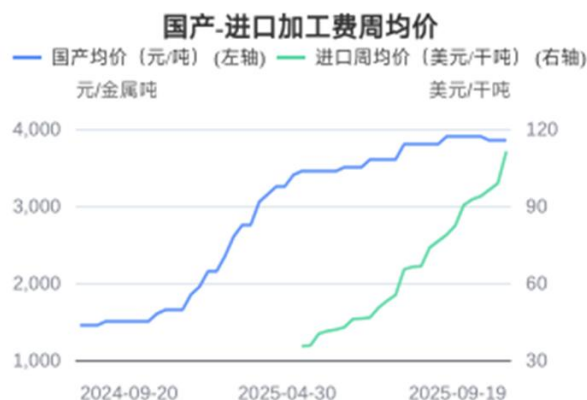
图 19: 全球主要交易所锌库存（万吨）



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）

国内主流消费地锌锭社会库存 (含SHFE仓单 单位: 万吨)									
日期	上海	广东	天津	江苏	浙江	山东	河北	三地总计	七地总计
2025/9/8	4.7	3.69	5.78	0.1	0.57	0.1	0.27	14.17	15.21
2025/9/11	4.79	3.79	5.75	0.19	0.52	0.1	0.27	14.33	15.42
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
较上周四变化	0.02	0.14	0.29	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.45	0.43
较本周二变化	-0.06	0.02	-0.13	-0.04	-0.01	0.00	0.00	-0.17	-0.21

资料来源：SMM，民生证券研究院

图 21: 锌进口盈亏及沪伦比值



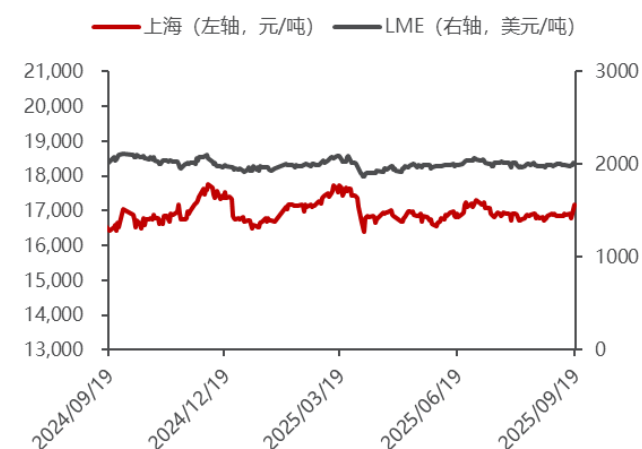
资料来源：SMM，民生证券研究院，注：沪伦比值为右轴，进口盈亏单位为元/吨

2.3 铅、锡、镍

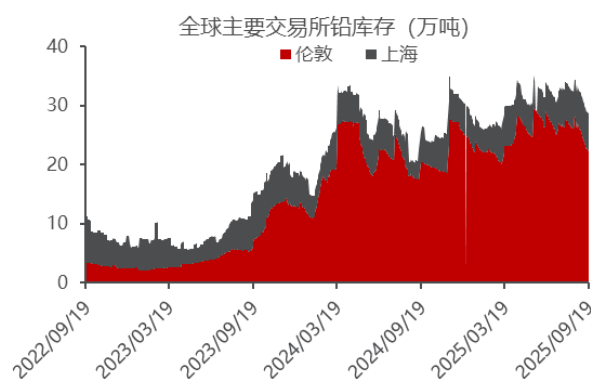
铅：本周（09/15-09/19），本周伦铅开于 2015 美元/吨，纽约联储周一发布的数据显示，美国 9 月制造业指数急剧下降近 21 个点，伦铅探低至 1991 美元/吨。周中，美联储如期降息 25 个基点，美元指数下跌，伦铅反弹摸高 2017.5 美元/吨，随后围绕 2005 美元/吨一线震荡运行。截止周五 15:00，伦铅终收于 2010 美元/吨，跌幅 0.45%。**本周沪铅**主力 2510 合约开于 17050 元/吨，由于电动自行车电池消费好转以及中秋与国庆假期来临下游惯例备库动作提振，开盘后沪铅震荡上行。周中，沪铅维持偏强震荡态势，持货商随行报价，但上涨动能不足，部分持货商报价相对坚挺，下游企业继续观望，以长单接货居多。截止周五 15:00，沪铅主力 2510 合约收于 17150 元/吨，涨幅为 0.65%。

锡：本周（09/15-09/19），沪锡价格在本周整体呈现震荡下行的走势，主力合约从周初的约 27.3 万元/吨附近逐步下跌至周末的约 26.8 万元/吨水平。**宏观层面**，美联储降息 25 个基点但释放“鹰派”信号，市场对连续降息预期降温，美元走强压制大宗商品价格，导致锡价大幅回调。**基本面方面**，供需双弱格局主导市场，下游补库需求未现改善，缅甸锡矿复产缓慢导致原料供应持续紧张，国内主要冶炼产区企业集中检修，9 月精锡产量较上月或将显著减少，可流通现货供应形势紧张。现货市场成交整体偏淡，观望情绪浓厚，周初下游企业仅维持刚性采购，实际成交多集中在低价货源；周后锡价下跌虽吸引部分商家逢低刚需补库，但整体交投热度改善有限，高锡价对实际采购意愿的压制依然存在。

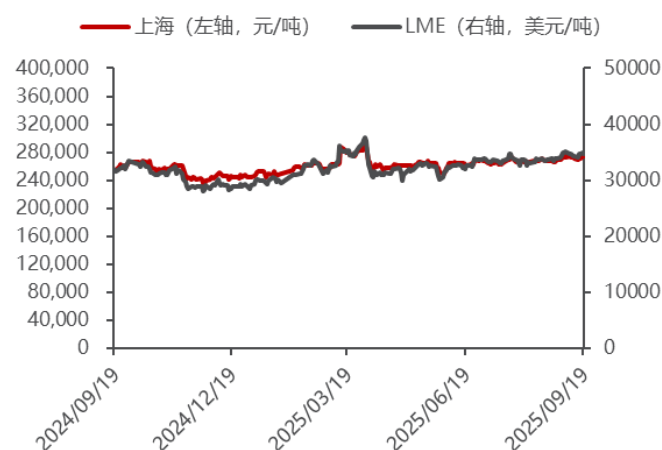
镍：本周（09/15-09/19），本周镍价冲高回落，整体呈“倒 V”型走势。沪镍主力合约（2510）周中最高冲至 122,640 元/吨，周五最低下探至 120,260 元/吨，最终收于 121,500 元/吨，较上周上涨 0.26%。**宏观方面**，美联储如期降息 25 个基点，将联邦基金利率下调至 4.00%-4.25% 区间，符合市场预期，有色金属板块普遍下跌。中美经贸高级别磋商在西班牙马德里举行，双方就关税措施、出口管制等议题进行讨论，缓解了部分紧张情绪。镍矿和镍生铁市场交投淡静，高镍生铁价格持平，市场供需偏紧。

图 22：上海期交所同 LME 当月期铅价格


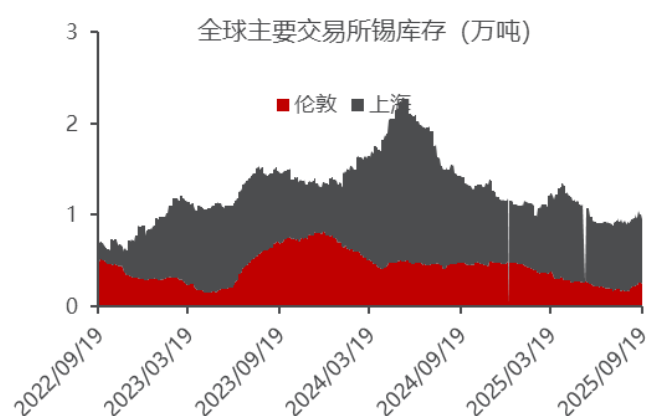
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 23：全球主要交易所铅库存（万吨）


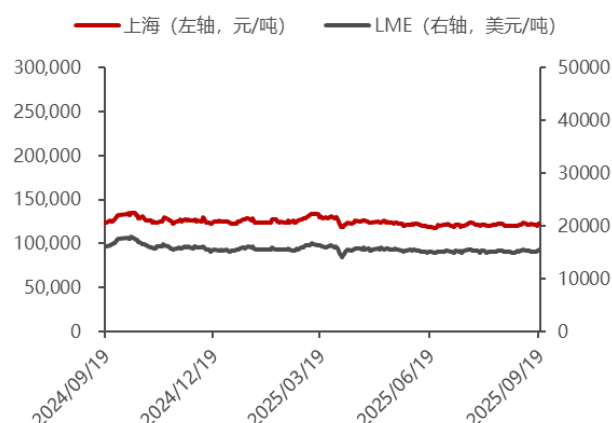
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 24：上海期交所同 LME 当月期锡价格


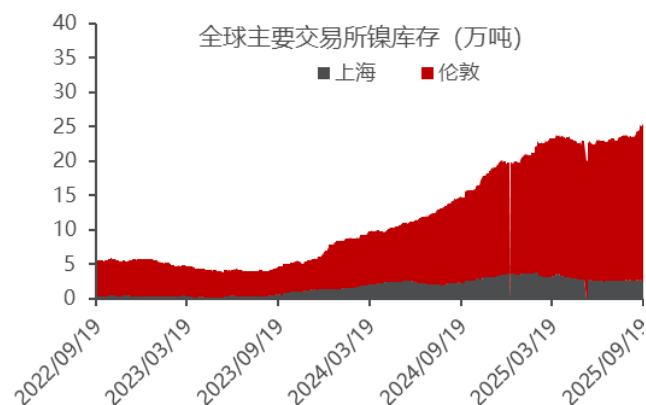
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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

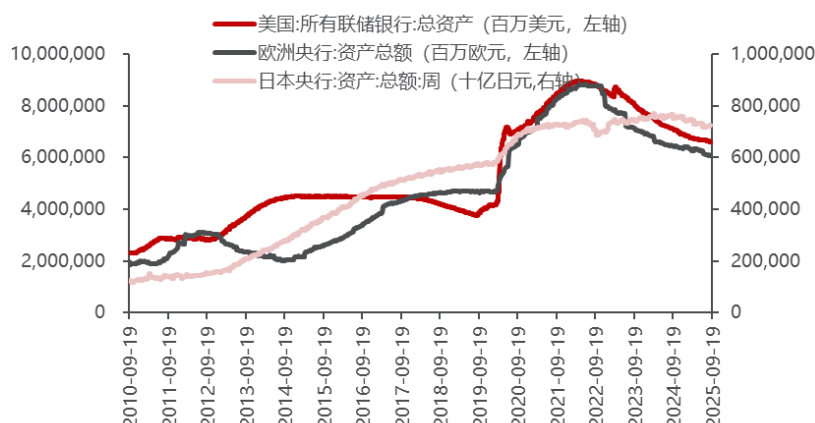
图 27：全球主要交易所镍库存（万吨）


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

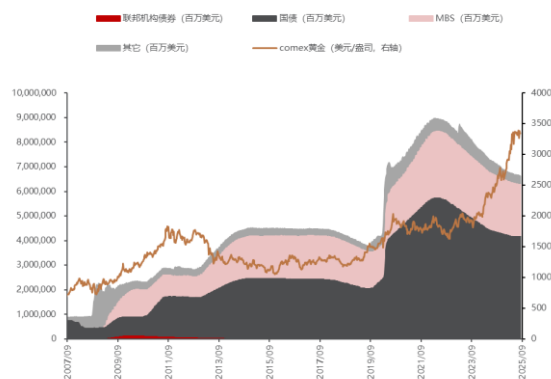
金银：本周（9.15-9.18）金银价格上涨。截至 9 月 18 日，国内 99.95% 黄金市场均价 829.33 元/克，较 上周均价上涨 0.99%，上海现货 1# 白银市场均价 9964 元/千克，较上周均价上涨 1.96%。周内美国劳动力市场疲软的信号灯，美元指数疲软，夯实了美联储将于本周迎来今年首次降息的预期，也透露出市场对美国经济前景的担忧，金银价格因此受到支撑。北京时间 9 月 18 日凌晨，美联储降息靴子落地，但鲍威尔的讲话被市场解读为“释放不确定性信号”，引发投资者获利了结，当前 COMEX 金银主力分别运行在 3650-3700 和 41.5-2.0 美元/盎司之间，沪银在 9800-9900 元/千克区间内窄幅震荡，沪金主力在 830 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

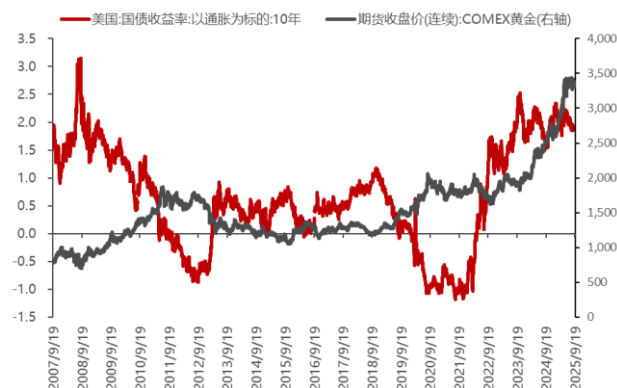
(1) 央行 BS、实际利率与黄金

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

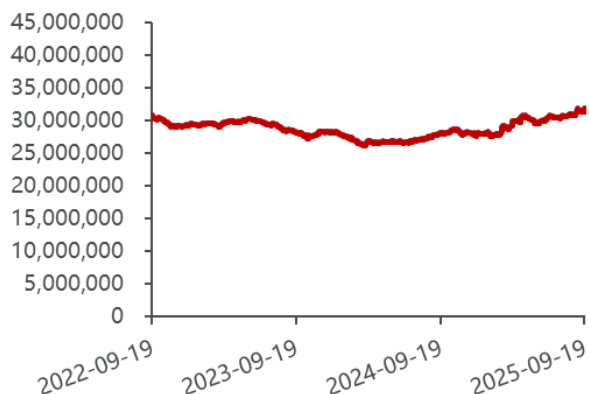
图 30：Comex 黄金与实际利率（%，美元/盎司）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

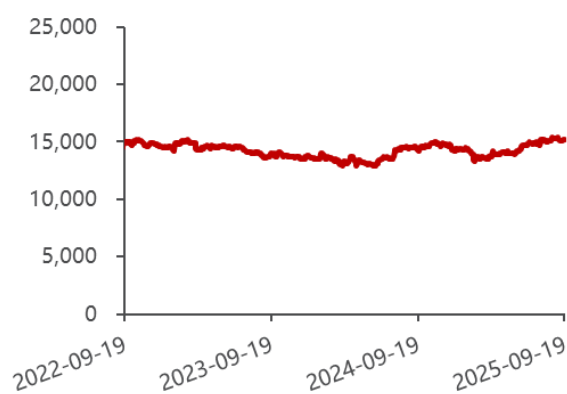
(2) ETF 持仓

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（09/15-09/19）** 本周国内电解钴现货价格震荡上行，市场等待 9 月 21 日刚果（金）政策落地，供需双方均相对谨慎。供给方面，主流冶炼企业维持长单供应，并有部分企业上调出厂价，贸易商跟随盘面报价。需求方面，下游企业采购仍以刚性需求为主，市场实际成交较为清淡。未来市场价格仍需等待刚果（金）政策落地，且需要关注电解钴与钴盐之间的价差变动，尤其关注电解钴何时反融为钴盐。
- **钴盐（硫酸钴及氯化钴）：本周（09/15-09/19）** 本周硫酸钴现货价格持续上涨。供给方面，多数冶炼厂对于刚果（金）政策偏悲观，看涨未来钴价，暂缓报价并上调意向出货价格，当前多数中间品冶炼企业意向价在 6.0 万元/吨上方。需求方面，硫酸钴市场价格上涨过快，叠加当前刚果（金）政策仍不确定，下游相对谨慎，消耗自身库存为主，暂缓采购，整体市场成交较为清淡。政策落地后，市场成交将有望好转。本周氯化钴市场表现强劲，企业报价维持在 7.0-7.5 万元/吨，市场交投氛围偏淡。成本端方面，中间品价格已上涨至 14.4-14.6 美元/磅，对氯化钴价格形成较强支撑。然而，由于刚果金于 9 月出台的钴出口政策以及近期价格的快速上涨，下游企业普遍持观望态度。目前市场对刚果金政策延期的预期较高，下周氯化钴价格或仍存上行空间，实际成交价或突破 7.2 万元/吨。
- **四氧化三钴：本周（09/15-09/19）** 成本推涨动力增强，下游备库意愿提升本周高电压、高掺杂四氧化三钴报价区间为 22.5-23.0 万元/吨。受原料氯化钴价格持续上调影响，四氧化三钴成本推涨动力显著增强。需求方面，部分下游企业开始加大库存储备，以应对刚果金政策可能延期带来的价格上涨风险。下周四氧化三钴价格或将继续上行，实际成交价有望攀升至 23 万元/吨以上。
- **三元材料：本周（09/08-09/12）** 本周，三元材料价格继续上行。从原材料成本端看，碳酸锂结束回调阶段，本周转入小幅上涨；氢氧化锂虽仍处于下跌通道，但跌幅已有所收窄。硫酸钴与硫酸镍则延续大幅上涨态势，对三元材料价格形成明显拉动。尽管当前正极厂订单表现较好，但仍面临较大的成本压力。受原材料后市价格不确定性影响，正极企业在采购方面普遍保持谨慎态度。硫酸镍供应持续偏紧、刚果（金）钴出口政策存在变动预期、国内锂矿开采相关政策的后续调整尚未明朗，多重因素共同加剧了三元材料价格走势的不确定性。与此同时，下游电芯

厂对快速上涨的镍钴原料价格接受度有限，传导速度较慢，正极企业处于两头承压的艰难局面。需求方面，9月国内动力市场部分企业订单量略有回落，但整体仍处于年内高位。此外，国庆节前备货对本周及下一周的生产节奏仍有一定提振作用。

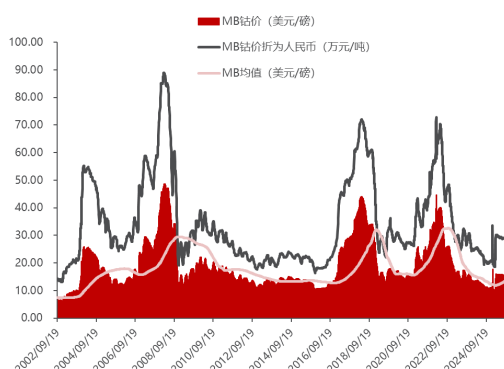
表5：钴系产品价格一览

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	312.50	2.63%	6.11%	92.31%	312.50	162.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	16.20	0.31%	3.85%	47.95%	16.20	9.95
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	268.50	0.75%	4.68%	72.67%	268.50	149.50
钴精矿	6-8%中国到岸	美元/磅	7.75	5.44%	17.42%	61.46%	7.75	4.75
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	214.50	2.39%	3.37%	95.89%	214.50	109.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	56000.0	0.90%	12.00%	115.38%	56000.00	26000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	198.50	2.58%	6.43%	99.50%	198.50	99.50

资料来源：同花顺，LME，上期所，COMEX，民生证券研究院整理

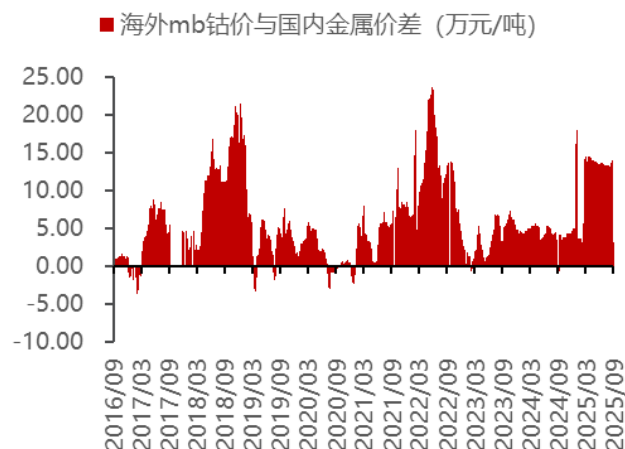
(2) 价差跟踪

图 37：MB 钴美元及折合人民币价格



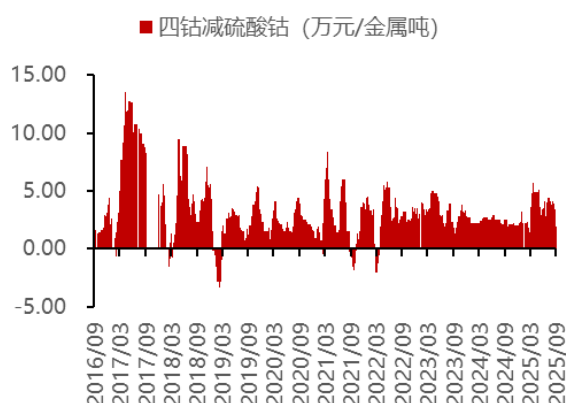
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院，注：美元汇率为当日中间汇率

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

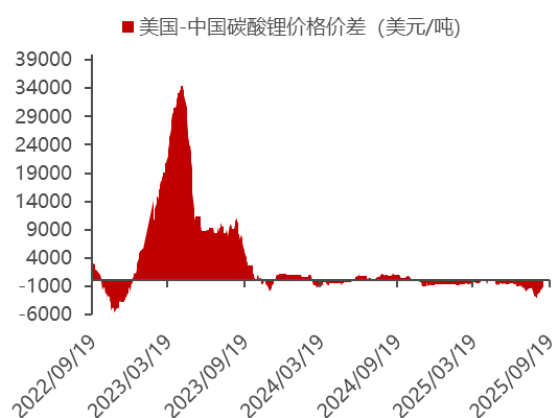
- **碳酸锂：本周（09/15-09/19），本周国内碳酸锂现货市场延续震荡上行趋势，价格重心持续抬升。**SMM 电池级碳酸锂均价从周初的 72,450 元/吨上涨至 73,450 元/吨，累计涨幅约 1.38%；工业级碳酸锂均价则从 70,200 元/吨涨至 71,200 元/吨，涨幅约 1.42%。从市场表现来看，现货成交价格重心逐步上移，因此下游的采购活动较上周有所走弱。但考虑到国庆节前备货需求，逢低点位时市场成交仍相对活跃。供应方面，以锂辉石为原料生产的碳酸锂占比已超过 60%，成为市场供给的重要支撑；锂云母原料所产碳酸锂占比则下降至 15%。期货市场方面，主力合约呈现区间震荡格局，波动区间在 7.15-7.4 万元/吨之间，与现货市场保持联动，但波动幅度相对较大。展望后市，市场呈现供需同步增长、但需求增速更快的态势，或将出现阶段性供应偏紧格局。
- **氢氧化锂：本周（09/15-09/19），氢氧化锂价格跌幅收窄。**生产端，多数锂盐厂按排产平稳运行，个别柔性产线因短期“碳氢”价差反转重启氢氧化锂生产；市场情绪端，个别三元材料厂为国庆假期提前备货，询价、采购活跃度有所提升，叠加部分贸易商捕捉到价差机会，亦开始逢低囤货。在市场氛围较好、盐厂“以销定产”及库存低位支撑下，企业挺价意愿坚定，且碳酸锂反弹进一步放大惜售情绪，价格下行空间被封堵，短期或随锂矿及碳酸锂走势维持区间震荡。
- **磷酸铁锂：本周（09/15-09/19），本周磷酸铁锂价格受碳酸锂价格反弹影响，在本周继续上涨约 245 元/吨，碳酸锂在本周累计涨价约 1000 元/吨。**生产方面，材料厂在本周整体生产依然比较积极，在纯电重卡项目不断推进以及传统车销旺季“金九银十”的带动下，材料厂本月订单增长明显，但有个

别材料厂受下游电芯厂供应链结构调整，在本周有小幅减产的情况，但行业整体需求旺盛。本周与多位韩国锂电企业交流，韩国市场整体对于磷酸铁锂的转型态度不算特别积极，首先从整个国家的传统燃油车转型 EV 来看，趋势也不见得会特别快，渗透率短时间难以提振。其次从电芯企业来看，韩国电芯厂主要以出口为主，给本土企业车型匹配的较少。最后从车企端的选择来看，目前若选择 EV 还会以三元为主，会有计划部分车型的低端款匹配磷酸铁锂电池，但推进并不会特别快。最后，国内市场的 9 月磷酸铁锂材料整体需求向好，或将有 5% 以上的增量。

- **钴酸锂：本周（09/15-09/19），**本周钴酸锂市场价格小幅上涨，4.45V/4.48V 产品主流成交价位于 23.5 万元/吨以上，4.50V 及以上型号成交价则超过 24.0 万元/吨，主要受四氧化三钴价格持续上涨带动。供应方面，正极厂目前库存充足，短期内可一定程度缓解原料价格波动带来的传导压力。需求端表现平稳，电芯厂对正极材料仍保持较高采购需求。随着四氧化三钴价格进一步上行，钴酸锂在成本支撑下价格将继续呈现稳中偏强趋势。

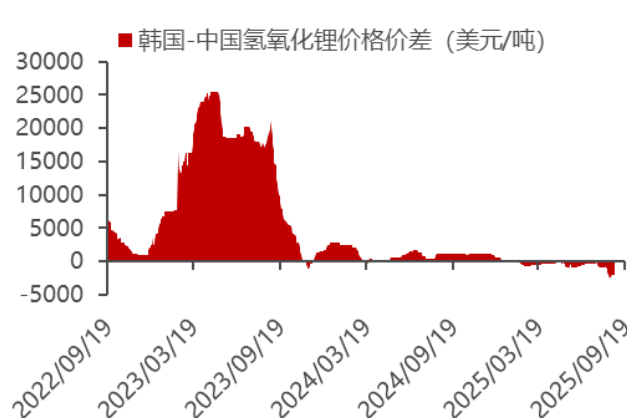
(2) 价差跟踪

图 41：国内外碳酸锂价差



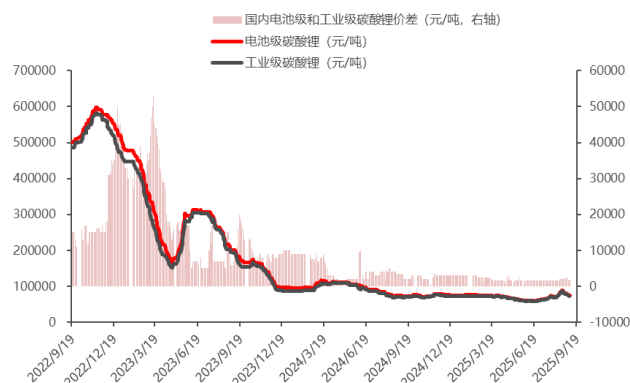
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 42：国内外氢氧化锂价差



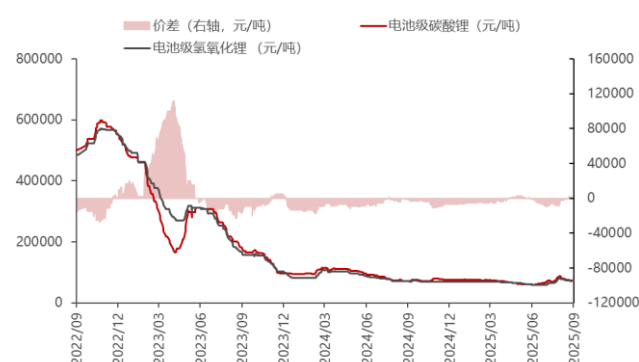
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

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

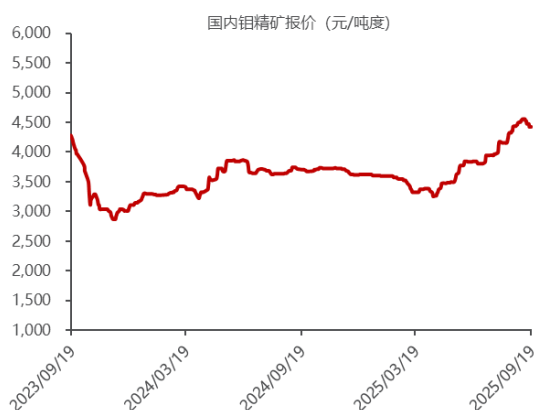
图 44：国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差



资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

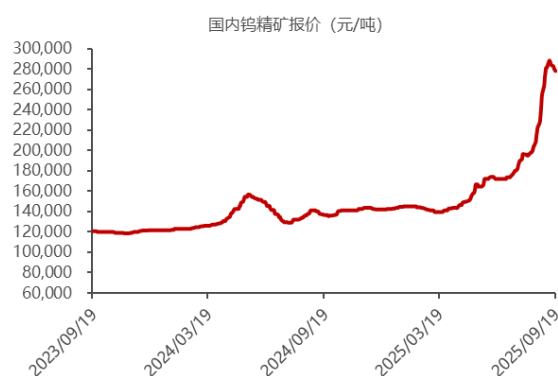
3.3 其他小金属

图 45：国内钼精矿价格

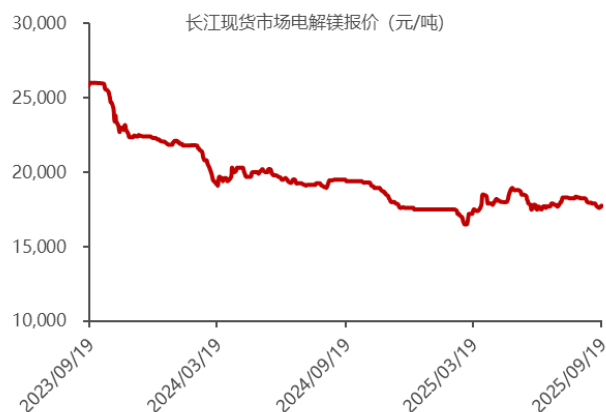


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

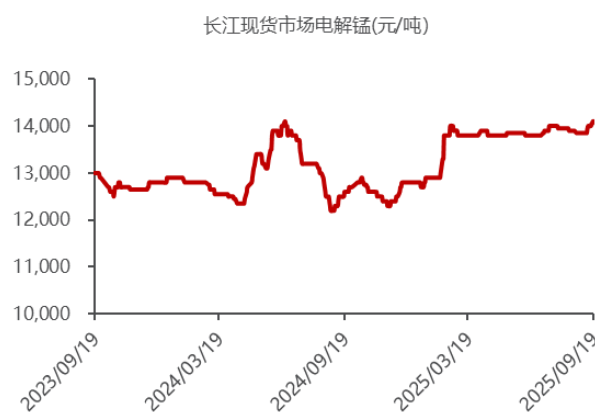
图 46：国内钨精矿价格



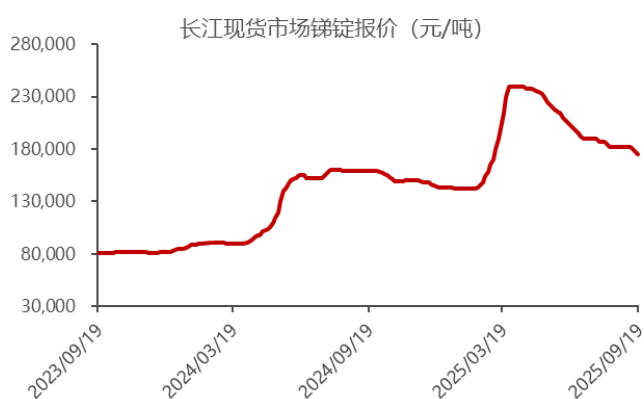
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 47：长江现货市场电解镁价格


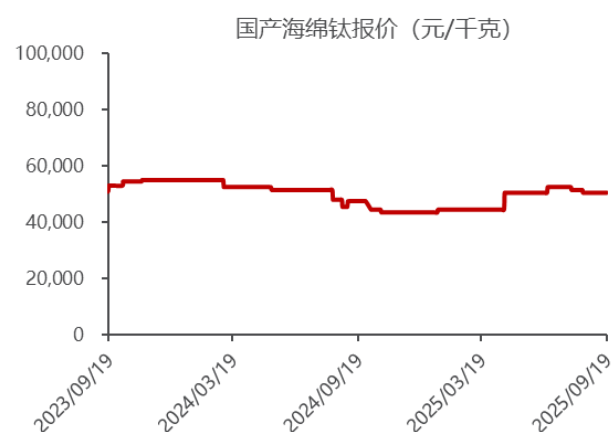
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 48：长江现货市场电解锰价格


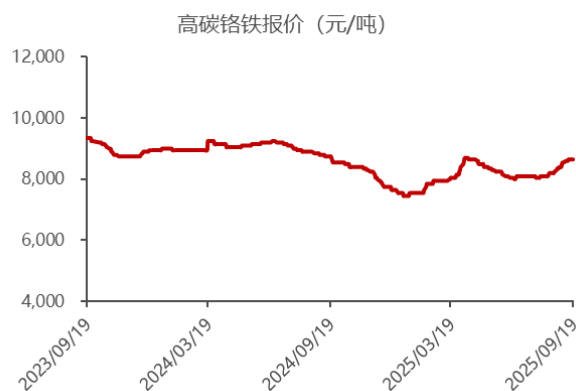
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 49：长江现货市场锑锭价格


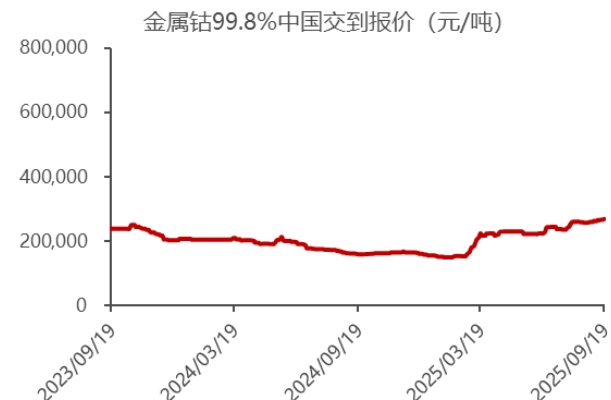
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 50：国产海绵钛价格


资料来源：同花顺，民生证券研究院

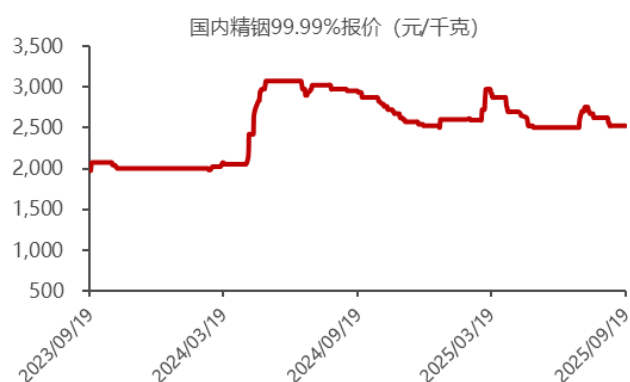
图 51：国产高碳铬铁价格


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


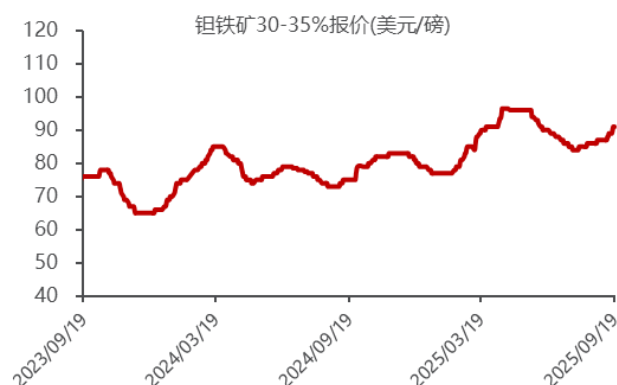
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 53: 国内精钢 99.99%价格



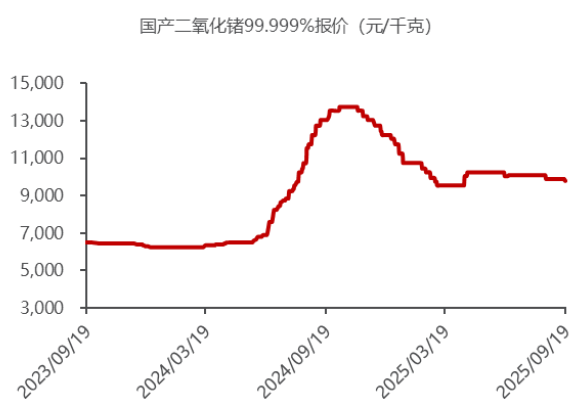
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 54: 钼铁矿 30%-35%价格



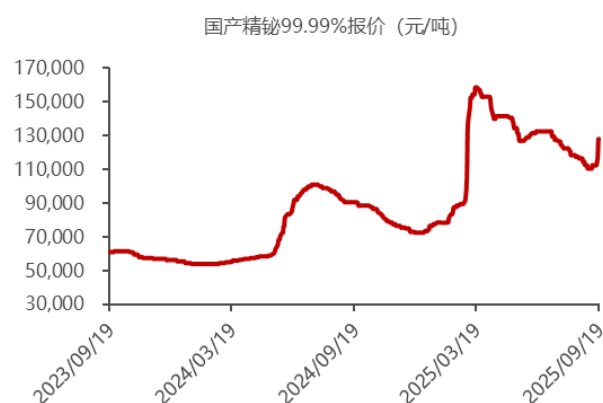
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 55: 国产氧化锆价格



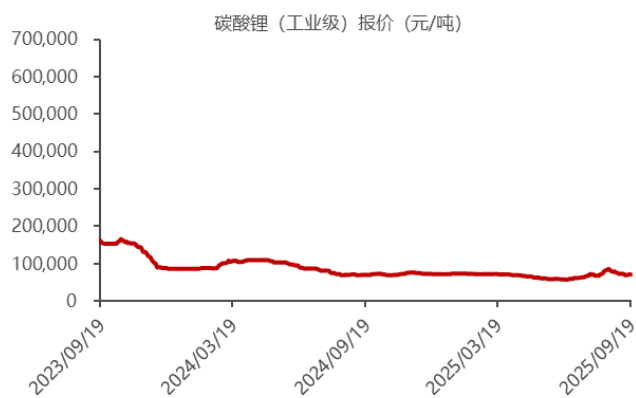
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 56: 国产精铋价格



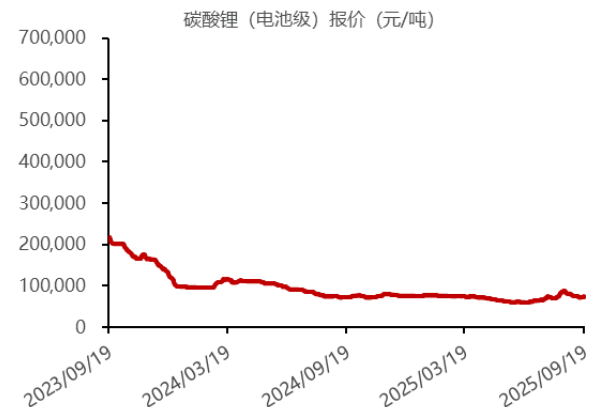
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

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

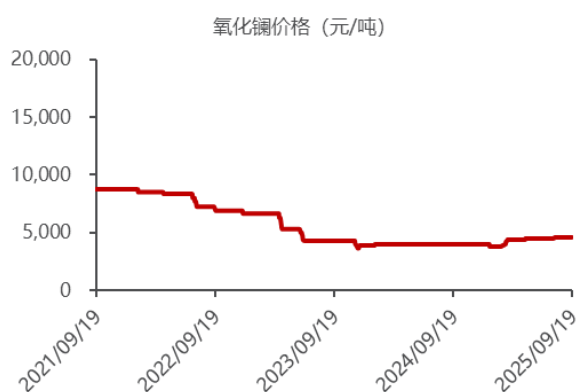


资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

4 稀土价格

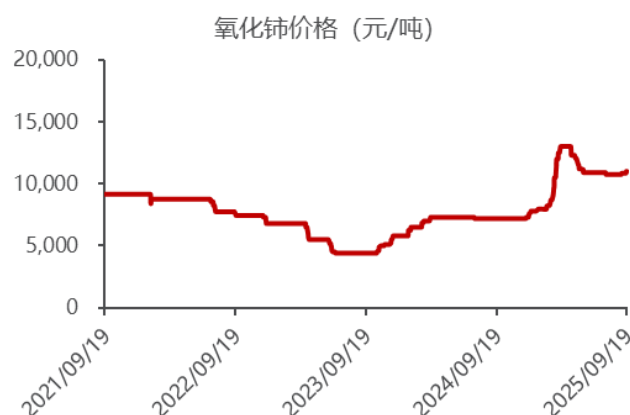
稀土磁材：本周（09/15-09/19） 本周，钕铁硼废料镨钕价格报收 590-595 元/公斤；钕铁硼废料镝价格报收 1620-1643 元/公斤；钕铁硼废料铽价格报收 5439-5550 元/公斤；钕铁硼废料钆价格报收 89-110 元/公斤；钕铁硼废料铈价格报收 222-233 元/公斤。氧化物市场的交易活动增加带动了废料市场的活跃度，但磁材企业集中采购后，氧化物价格回落，导致废料市场价格也出现回落。整体来看，当前废料市场的交易活跃度一般，价格趋于稳定。国庆节前的补库采购将有助于废料价格企稳甚至小幅回升。

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



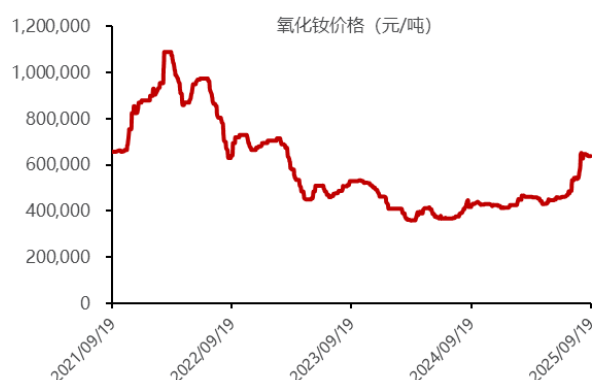
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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 (09/15-09/19)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (09/15-09/19)	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	6
图 8: 全球主要交易所铝库存 (万吨)	6
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)	7
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	8
图 14: 三大期货交易所铜库存合计+保税区 (吨)	9
图 15: 铜精矿加工费 (美元/吨)	9
图 16: 上海期交所同 LME 当月期铜价格	9
图 17: 全球主要交易所铜库存 (万吨)	9
图 18: 上海期交所同 LME 当月期锌价格	11
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)	11
图 20: 国产-进口锌加工费周均价	11
图 21: 锌进口盈亏及沪伦比值	11
图 22: 上海期交所同 LME 当月期铅价格	13
图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)	13
图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格	13
图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)	13
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	14
图 29: 美联储资产负债表资产	15
图 30: Comex 黄金与实际利率 (% , 美元/盎司)	15
图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)	15
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 吨)	15
图 33: 美国国债收益率 (%)	15
图 34: 金银比	15
图 35: COMEX 黄金期货结算价 (美元/盎司)	16
图 36: COMEX 白银期货结算价 (美元/盎司)	16
图 37: MB 钴美元及折合人民币价格	18
图 38: 海内外钴价及价差	18
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	20
图 42: 国内外氢氧化锂价差	20
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	21
图 46: 国内钨精矿价格	21
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	22
图 52: 长江现货市场金属钴价格	22
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	23
图 58: 碳酸锂（电池级）价格	23
图 59: 氧化镧价格	24
图 60: 氧化铈价格	24
图 61: 氧化镨价格	24
图 62: 氧化钕价格	24
图 63: 氧化镱价格	25
图 64: 氧化铽价格	25

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）	11
表 5: 钴系产品价格一览	18

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