

降息预期强烈，商品价格迎来全面上涨

2025 年 09 月 14 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 袁浩

执业证书: S0100525090001

邮箱: yuanhao@glms.com.cn

相关研究

- 1.中国铝业招股说明书拆解：中核铸基石，铝业见锋芒-2025/09/13
- 2.有色金属行业 2025H1 总结：25H1 表现亮眼，何妨吟啸且徐行-2025/09/10
- 3.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
- 4.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
- 5.有色金属周报 20250830：降息+旺季来临助推工业金属上行，黄金迎右侧布局时机-2025/08/30

本周 (09/08-09/12) 上证综指上涨 1.52%，沪深 300 指数上涨 1.38%，SW 有色指数上涨 3.76%，贵金属 COMEX 黄金+1.12%，COMEX 白银+2.82%。工业金属 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡价格分别变动+3.78%、+2.02%、+3.45%、+1.56%、+0.65%、+2.07%，工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动+0.12%、-2.53%、-6.52%、-7.50%、+4.49%、+17.49%。

工业金属：非农不及预期，市场大幅强化美联储降息预期，叠加“金九银十”旺季需求预期结构性改善，看好工业金属价格继续上行。铜方面，本周 SMM 进口铜精矿指数 (周) 报-41.3 美元/吨，环比减少 0.45 美元/吨，Grasberg 遭遇生产事故，七名员工被困暂停生产，供给扰动持续发生，加剧铜矿紧张格局。铝方面，国内电解铝运行产能维持高位运行，行业开工率环比小增；需求侧随着“金九”消费旺季的到来，多数型材企业反馈订单情况有所改善。铝型材龙头企业开工率环比提升 1pct 至 54%。国内电解铝社会库存 62.5 万吨，周度去库 0.1 万吨。重点推荐：紫金矿业、洛阳钼业、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：钴原料进口供应继续减少，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，当前正处于“金九银十”传统旺季，下游材料厂存在刚性采购需求，需求增速乐观。随着下游采购需求在旺季周期的显著回暖，需求增速快于供给增长的预期，市场或将会出现阶段性供应偏紧的局面。钴方面，钴中间品现货价格延续上涨走势，主流矿企封盘暂停报价，贸易商也随之暂缓报价，未来中国的钴中间品仍将面临原料短缺。钴盐价格继续上行，需求端近期市场处于传统旺季，部分企业仍在进行补库采购。伴随国内钴产业链库存持续消化叠加旺季需求预期，钴价预计继续走强。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。需求端下游企业仍有采购需求，硫酸镍现货紧俏，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、永兴材料、盐湖股份，建议关注力勤资源、腾远钴业、寒锐钴业。

贵金属：美国非农不及预期，美联储降息预期强烈，金银价格迭创新高。美国 8 月非农就业不及预期，失业率创四年新高，PPI 远低于预期、CPI 核心稳定，降息预期强烈；同时俄乌冲突、中东紧张等地缘冲突等维持风险溢价，金价迭创新高；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。

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	洛阳钼业	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

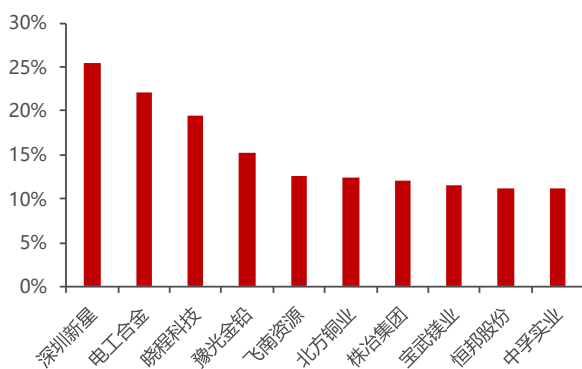
资料来源: ifind, 民生证券研究院预测。(注: 股价为 2025 年 9 月 12 日收盘价, 港币/人民币 0.93, 美元/人民币 7.2, 中国有色矿业、招金矿业、五矿资源为港币)

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

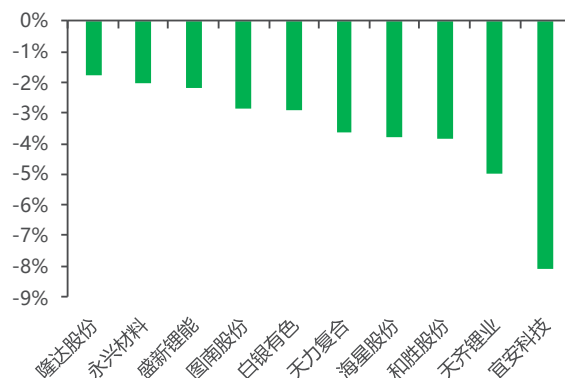
1 行业及个股表现

图 1：期间涨幅前 10 只股票 (09/08-09/12)



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 (09/08-09/12)



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 2025/09/12	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	2701	3.78%	5.40%	6.80%
	铜(当月)	美元/吨	10064.5	2.02%	4.76%	14.36%
	锌(当月)	美元/吨	2956	3.45%	7.02%	1.09%
	铅(当月)	美元/吨	2019	1.56%	2.51%	4.42%
	镍(当月)	美元/吨	15380	0.65%	2.88%	2.26%
	锡(当月)	美元/吨	34955	2.07%	6.95%	22.82%
国内价格	铝(当月)	元/吨	21120	2.05%	2.97%	5.89%
	铜(当月)	元/吨	81060	1.15%	3.87%	10.62%
	锌(当月)	元/吨	22305	0.68%	-0.18%	-11.72%
	铅(当月)	元/吨	17040	0.83%	1.82%	1.28%
	镍(当月)	元/吨	121980	0.55%	1.79%	-1.49%
	锡(当月)	元/吨	273950	0.55%	3.26%	11.98%
基本金属库存						
铝	LME 库存	万吨	48.53	0.12%	5.26%	-23.54%
	上海期交所库存	万吨	12.85	3.56%	10.98%	-36.13%
铜	LME 库存	万吨	15.40	-2.53%	11.40%	-43.27%
	COMEX 库存	万吨	31.05	1.68%	20.38%	232.53%
上海期交所库存		万吨	9.41	14.91%	28.10%	26.81%
锌	LME 库存	万吨	5.05	-6.52%	-51.79%	-78.42%
	上海期交所库存	万吨	9.46	8.75%	59.29%	213.03%

铅	LME 库存	万吨	22.96	-7.50%	-16.97%	-5.21%
	上海期交所库存	万吨	6.66	-0.41%	5.23%	28.44%
镍	LME 库存	万吨	22.51	4.49%	7.85%	38.54%
	上海期交所库存	万吨	2.75	1.90%	8.05%	-23.87%
锡	LME 库存	万吨	0.26	17.49%	34.70%	-44.96%
	上海期交所库存	万吨	0.79	1.60%	6.47%	17.48%
贵金属价格						
COMEX 价格	黄金	美元/盎司	3680.70	1.12%	10.12%	37.79%
	白银	美元/盎司	42.68	2.82%	16.01%	42.34%
国内价格	黄金	元/克	830.41	2.33%	8.22%	34.70%
	白银	元/千克	10034.00	2.51%	11.99%	32.78%
小金属价格						
	钼精矿	元/吨度	4475	-1.76%	7.19%	23.45%
	钨精矿	元/吨	284000	1.07%	44.90%	99.30%
	电解镁	元/吨	17700	-1.12%	-3.28%	1.14%
	电解锰	元/吨	14000	1.08%	0.36%	9.38%
	锑锭(1#)	元/吨	182500	0.00%	-2.67%	27.62%
	海绵钛	元/千克	50500	0.00%	-1.94%	16.09%
	铬铁 (高碳)	元/吨	8650	1.17%	7.45%	14.57%
	钴	元/吨	265500	1.14%	5.57%	70.74%
	铋	元/吨	112500	1.81%	-8.16%	53.06%
	钽铁矿	美元/磅	89	2.30%	5.95%	12.66%
	二氧化锗	元/千克	9900	0.00%	-1.98%	-15.74%
	铟	元/千克	2525	0.00%	-6.65%	0.00%
	碳酸锂 (工业级)	元/吨	69500	-4.79%	0.87%	-4.14%
	碳酸锂 (电池级)	元/吨	71300	-4.68%	1.13%	-5.56%
	五氧化二钒	元/吨	78000	0.00%	4.00%	6.85%
稀土						
稀土氧化物	氧化镧	元/吨	4600	0.00%	0.00%	15.00%
	氧化铈	元/吨	10850	0.00%	0.93%	39.10%
	氧化镨	元/吨	637500	-0.78%	19.61%	58.19%
	氧化钕	元/吨	638500	-0.85%	17.80%	54.23%
	氧化镝	元/千克	1625	-0.61%	-0.91%	0.93%
	氧化铽	元/千克	7175	-2.05%	0.91%	27.90%
	镨钕氧化物	元/吨	572500	-1.29%	8.33%	43.84%
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%
	金属镝	元/千克	2050	-0.49%	-0.24%	0.99%
	金属铽	元/千克	8950	-1.65%	1.99%	28.32%
	镨钕合金	元/吨	572500	-1.29%	8.33%	43.84%

资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

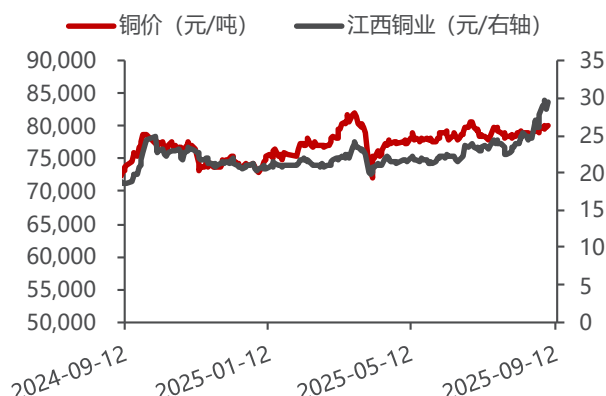
2.1 价格和股票相关性复盘

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 (09/08-09/12)，宏观面上，国际方面，美国 8 月 PPI 同比增长 2.6%，预期增长 3.3%；环比下降 0.1%，预期增长 0.3%。美国 8 月 PPI 四个月来首次下降，强化了美联储下周会议降息的预期，市场目前几乎完全消化了今年余下时间三次降息的预期。墨西哥总统辛鲍姆表示，正在考虑对未与墨西哥签订贸易协定的国家（包括中国）加征关税。特朗普签署行政命令，允许美国在与外国贸易伙伴达成框架协议或最终协议后动态调整关税（如部分商品关税归零），

但在协议签署前维持现有钢铝衍生品关税。国内方面，工信部等六部门联合部署开展汽车行业网络乱象专项整治行动。商务部副部长鄢东 8 日在新闻发布会上表示，中国东盟自贸区 3.0 版谈判已经全面完成，中方将与东盟保持沟通，积极推进签署程序，推动年底前正式签署中国—东盟自贸区 3.0 版议定书。2025 年中报季收官，虽然房企整体业绩表现不甚理想，但对市场信心有所恢复。

基本面来看，国内电解铝运行产能维持高位运行，在西南地区部分置换和技改的项目有条不紊地推进下，行业开工率环比小增。铝水比例方面，9 月正值传统旺季，目前部分企业反馈铝液直销计划增加，铝水比例预计小幅回升。成本端，氧化铝现货价格维持窄幅运行，电解铝即时成本环比变化甚微，较上周四下跌约 11 元/吨至 16738 元/吨，电解铝即时理论利润环比上涨 121 元/吨至 3951 元/吨。成本端，氧化铝现货价格维持偏弱运行，电解铝即时成本环比继续走低，较上周四下跌约 182 元/吨至 1643 元/吨，电解铝即时理论利润环比上涨 432 元/吨至 4422 元/吨。需求端，随着“金九”消费旺季的到来，多数型材企业反馈订单情况有所改善，本周国内铝型材龙头企业开工率环比回升 1 个百分点至 54%，其余各下游板块的开工表现也有不同程度的回升。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 62.5 万吨，较本周一去库 0.6 万吨，环比上周四去库 0.1 万吨。进入 9 月出库表现尽管有所起色，但升贴水仍然承压，且近期在途货源虽有减少预期，但下降幅度仍不明显，去库拐点能否在 9 月中顺利出现仍需进一步观察。

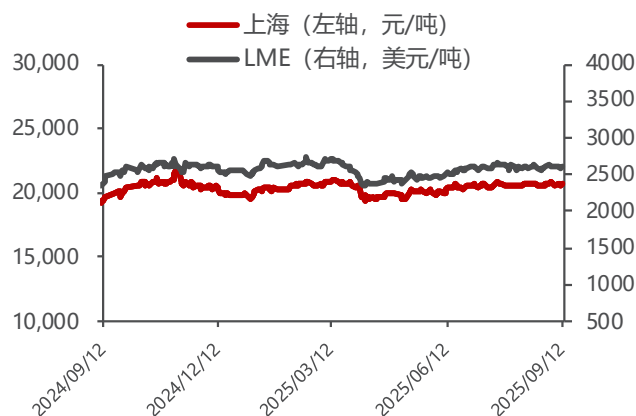
表2：铝产业链价格统计

	2025-09-12	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	20,810	150	0.73%	-50.0	-0.24%	600.0	2.97%
氧化铝	3,150	30.0	0.96%	50.0	1.61%	-80.0	-2.48%
铝土矿（澳洲进口）	581.81	-0.25	-0.04%	-0.1	-0.02%	-19.0	-3.17%
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%	22.6	3.57%	22.6	3.57%
预焙阳极	4,730	0.0	0.00%	-20.0	-0.42%	-190.0	-3.86%
动力煤	627.0	2.0	0.32%	7.0	1.13%	11.0	1.79%

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

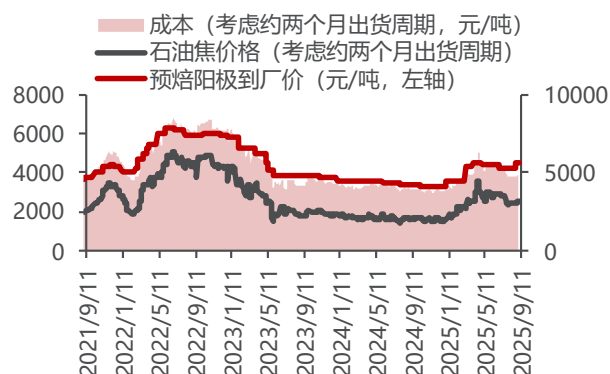
图 8：全球主要交易所铝库存（万吨）



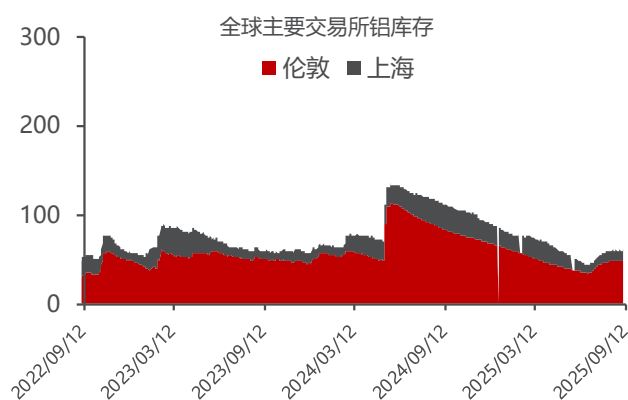
资料来源：同花顺，民生证券研究院

(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



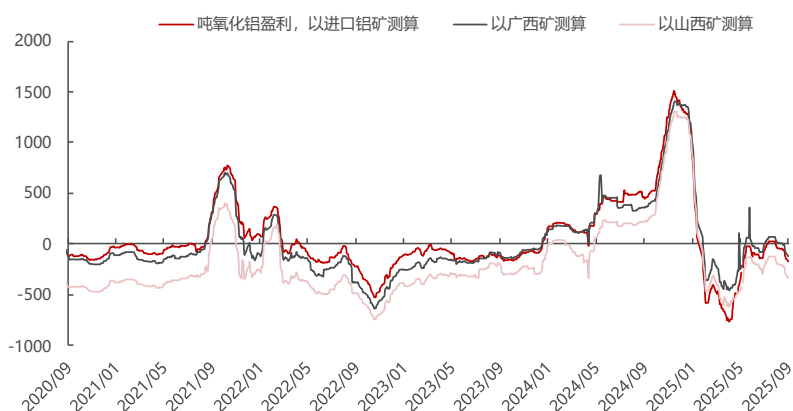
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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）

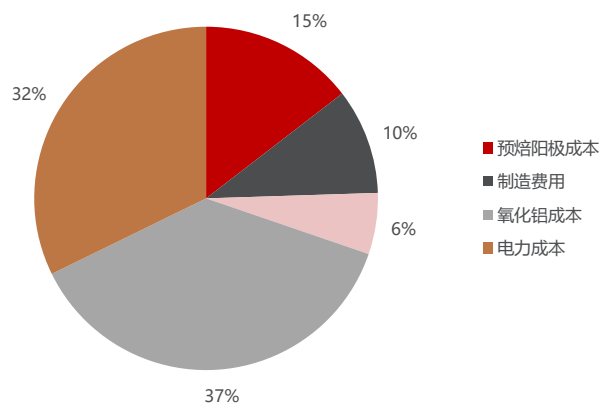


资料来源：同花顺，百川资讯，民生证券研究院测算

注：数据截至 2025.09.05

(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
2025/9/4	5.3	20.0	4.1	8.4	2.7	0.3	2.5	19.3	62.6
2025/9/8	5.3	20.7	4.1	8.3	2.7	0.3	2.5	19.2	63.1
2025/9/11	5.4	20.8	4.2	7.7	2.7	0.2	2.5	19.0	62.5
较上周四变化	0.1	0.8	0.1	-0.7	0.0	-0.1	0.0	-0.3	-0.1

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

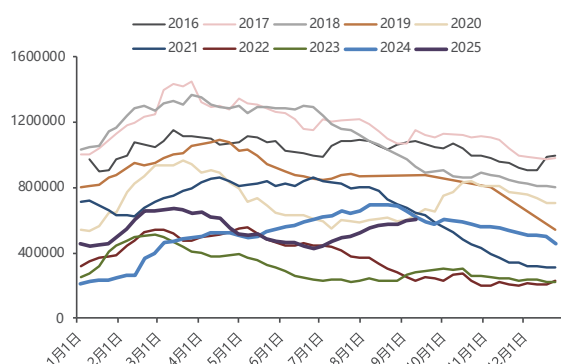
(1) 价格周度观点

本周 (09/08-09/12)，本周铜价整体维持高位震荡，宏观面宽松预期与基本面消费不足形成拉锯。美国 8 月非农就业大幅不及预期，失业率创四年新高，就业修订更显示劳动力市场明显疲软，推动市场强化美联储 9 月降息押注。PPI 远低于预期、CPI 虽小幅回升但核心稳定，叠加初请失业金人数创高位，使降息预期偏向年内三次，美元承压回落，为铜价提供持续支撑。与此同时，特朗普施压美联储加快宽松步伐，进一步强化市场情绪。地缘方面，俄乌冲突、中东紧张与欧美制裁动态维持风险溢价。本周伦铜大幅上行，周内突破 10000 美元关口。沪铜亦上行至 80000 元/吨上方。

基本面方面，本周因铜价冲高终端消费明显变弱，9 月预期旺季未能表现。铜材开工率均未达预期。供应端口上 770 号文的影响仍集中体现在江西地区，其他地区废铜开工率有所回升。本周现货升水持续下行，但在平水附近表现出较强韧性。市场对第四季度升水仍持上行预期。但当前消费难有支撑，且进口铜持续到到货冲击升水，短期内升水易跌难涨。

展望下周，美联储 9 月降息基本已经确定，市场预期已经基本充分交易，地缘政治扰动或成为伦铜上方压力。预计伦铜波动于 9900-10100 美元/吨，沪铜波动于 79500-81000 元/吨。现货方面，下周为沪期铜 2509 合约最后交易日，好铜流动性仍然趋紧，而进口到货量相较 8 月底将减少，供需双弱下现货升水预计小幅下行，价差相较上周将收窄。预计现货对沪铜 2509 合约在升水 20 元/吨-升水 180 元/吨。

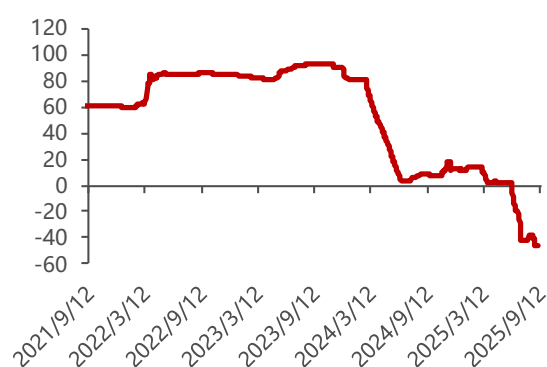
图 14：三大期货交易所铜库存合计+保税区（吨）



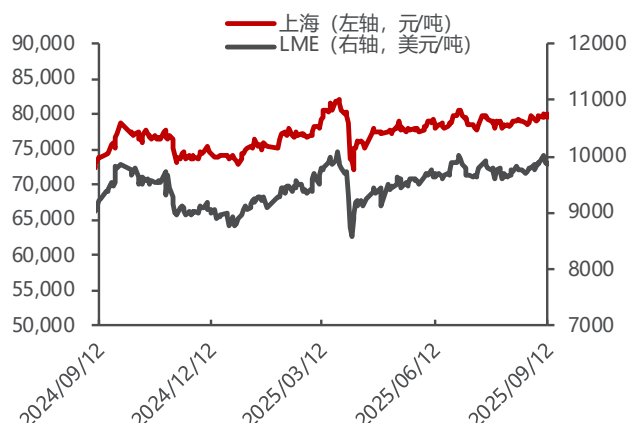
资料来源：同花顺，SMM，民生证券研究院

注：2023 年以来铜保税区库存数据采用同花顺数据

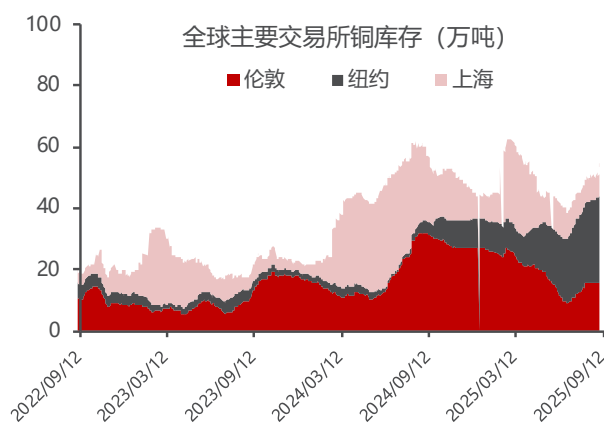
图 15：铜精矿加工费（美元/吨）



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）


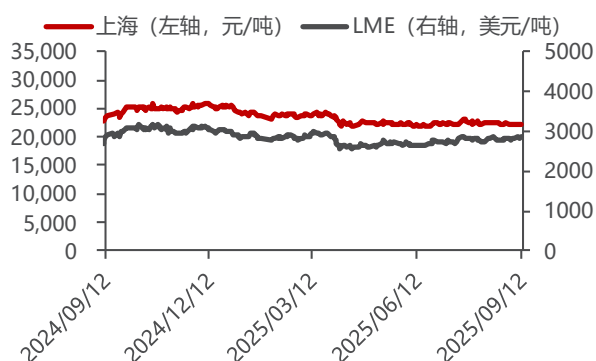
资料来源：同花顺，民生证券研究院

2.2.3 锌

(1) 价格周度观点

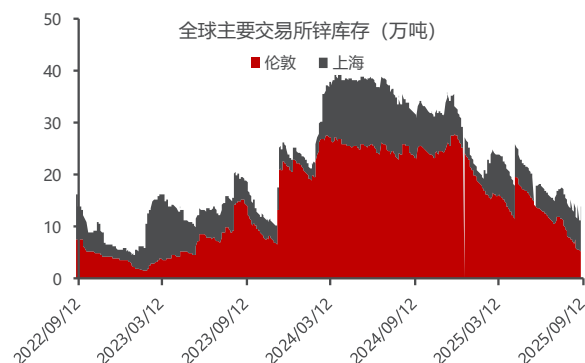
本周 (09/08-09/12) ,伦锌：周初，市场持续消化远低于预期的美国非农就业数据，伦锌延续上周五的震荡走势；随后，受国际局部地区争端持续影响，伦锌承压小幅下行；接着，美国大幅下修非农就业数据，令市场对降息的预期显著升温，伦锌止跌反弹；随后，虽然美国 8 月 CPI 数据表现良好，但先前公布的 PPI 数据未及预期，叠加随后公布的初请失业金人数激增，两者共同强化了市场对美联储降息的判断，美元指数连续走低，同时 LME 锌库存持续下降为锌价提供基本面支撑，基本面与宏观共振，共同助推伦锌持续上行。截至本周五 15:00，伦锌录得 2916 美元/吨，涨 58.5 美元/吨，涨幅 2.05%。**沪锌：**周初，沪锌小幅上行；但根据 SMM 数据显示，截至 9 月 8 日，国内锌库存增加至 15.21 万吨，同时下游消费“旺季不旺”，对沪锌形成压制，但海外低库存对价格底部仍有支撑，沪锌维持震荡；随后受当前国际局部争端仍存影响，内外盘均出现小幅回落；接着从宏观数据来看，海外 PPI 数据低于预期，同时初请失业金人数不断增多，两者共同加大了投资者对于降息的预期，美元指数受数据影响不断回落，而从基本面来看，虽国内库存不断增加，但下游消费仍旧一般，同时较低的海外库存对价格仍能起到一定支撑，沪锌重心上行，截至本周五 15:00，沪锌录得 22305 元/吨，涨 150 元/吨，涨幅 0.68%。

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

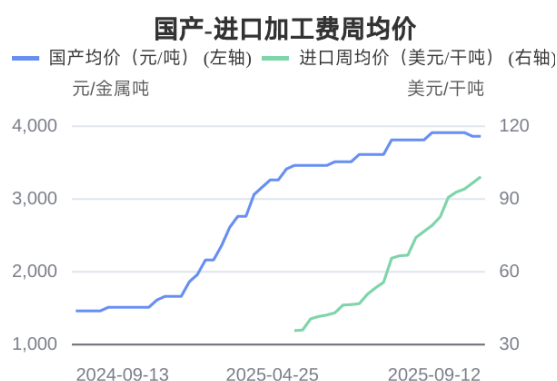
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)



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



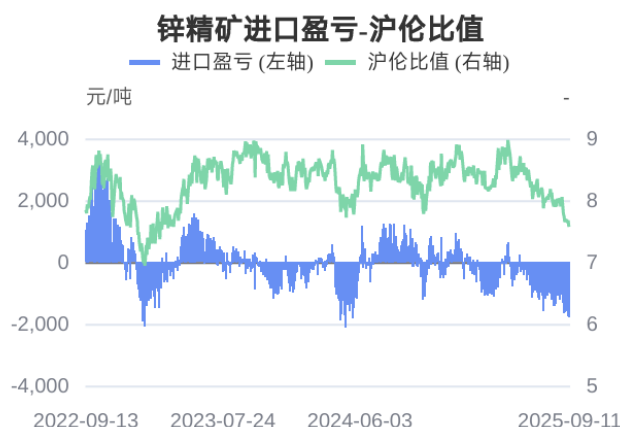
资料来源: SMM, 民生证券研究院

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
2025/9/1	4.85	3.46	5.48	0.12	0.35	0.1	0.27	13.79	14.63
2025/9/4	4.76	3.58	5.71	0.11	0.36	0.1	0.27	14.05	14.89
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
较上周四变化	0.03	0.21	0.04	0.08	0.16	0.00	0.00	0.28	0.53
较本周一变化	0.09	0.10	-0.03	0.09	-0.05	0.00	0.00	0.16	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



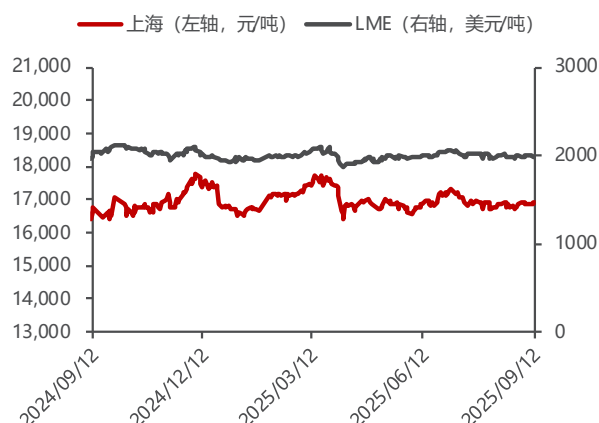
资料来源: SMM, 民生证券研究院, 注: 沪伦比值为右轴, 进口盈亏单位为元/吨

2.3 铅、锡、镍

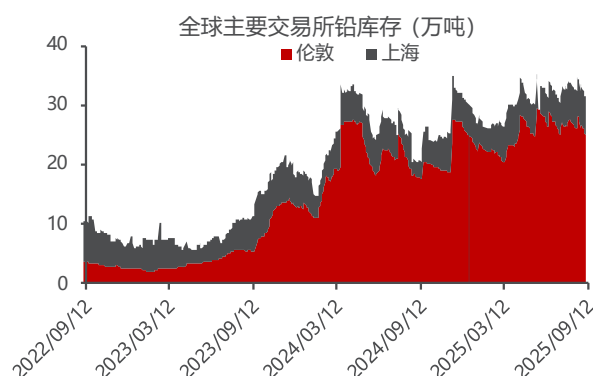
铅：本周（09/08-09/12），本周伦铅开于 1989.5 美元/吨，上半周围绕 1990 美元/吨一线窄幅震荡，由于美国通胀意外下跌，8 月 PPI 环比-0.1%，四个月来首次转负，周中伦铅震荡下行探低至 1972 美元/吨，下半周伦铅反弹，尾盘摸高 2004 美元/吨，截至北京时间 2025 年 9 月 12 日 15:00，终收于 2001 美元/吨，涨幅 0.65%。**本周沪铅**主力 2510 合约开于 16915 元/吨，周初围绕 16900 元/吨盘整，周中探低至 16790 元/吨；因国内铅冶炼厂检修数量增加，供应区域性紧张带动铅锭社会库存下降，下半周铅价反弹，周五午后拉涨突破万七阻力位，终收于 17040 元/吨，涨幅 0.83%。

锡：本周（09/08-09/12），沪锡价格在本周整体呈现震荡上行态势，受到宏观情绪改善和供应端持续约束的双重支撑。美国 8 月非农就业数据大幅低于预期，强化了市场对美联储 9 月降息的预期，美元走弱对大宗商品价格形成一定支撑。然而，特朗普关税政策对半导体产业链的潜在冲击以及国内“金九银十”旺季需求成色不足，仍抑制锡价上行空间。**从整体来看**，沪锡主力合约波动区间介于 26.9 万元/吨至 27.35 万元/吨。现货市场方面，成交情况较为谨慎，下游企业多以刚需采购为主，观望情绪浓厚，贸易商成交量普遍偏低。

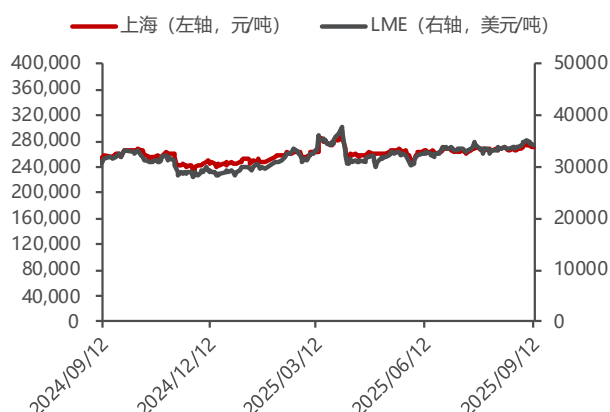
镍：本周（09/08-09/12），本周镍价先跌后涨，周五在宏观面利好推动下显著上涨。截至 9 月 12 日，沪镍主力合约 2510 报收 121,960 元/吨，周度涨幅 0.73%；LME 镍价同步小幅走高，最新报价 15,340 美元/吨，周度上涨 55 美元，涨幅 0.36%。现货市场方面，SMM1#电解镍均价为 122,050 元/吨，环比上周上涨 1,150 元/吨。进入 9 月，下游采购需求有所回暖，但不及此前“金九”预期。美国 8 月非农就业数据遇冷、PPI 意外回落以及 CPI 数据强化了市场对美联储降息的预期，流动性宽松预期对镍价构成支撑。然而，LME 镍库存持续攀升至 223,152 吨，创自 2021 年 8 月份以来新高，高库存成为压制镍价反弹的主要因素。**基本面方面**，印尼政府打击非法采矿行动虽未对镍矿供应造成实质性影响，但未来 RKAB 审批周期缩短的新规可能会影响镍矿石价格。预计下周镍价仍将以震荡运行为主，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


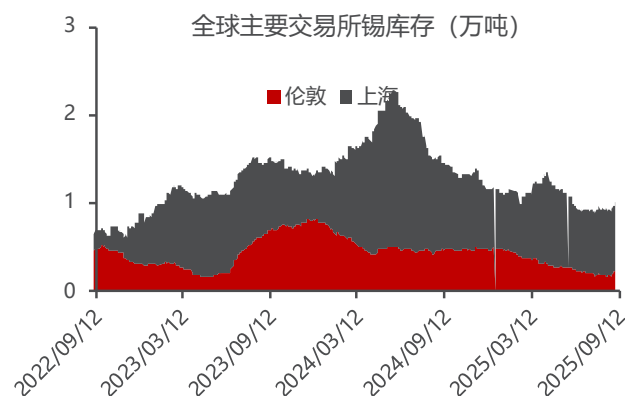
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 23：全球主要交易所铅库存（万吨）


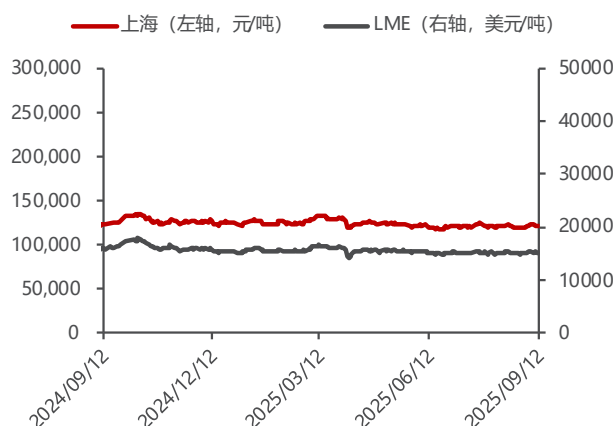
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 24：上海期交所同 LME 当月期锡价格


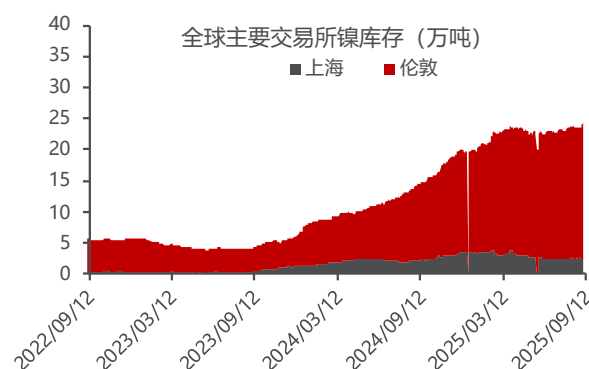
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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）


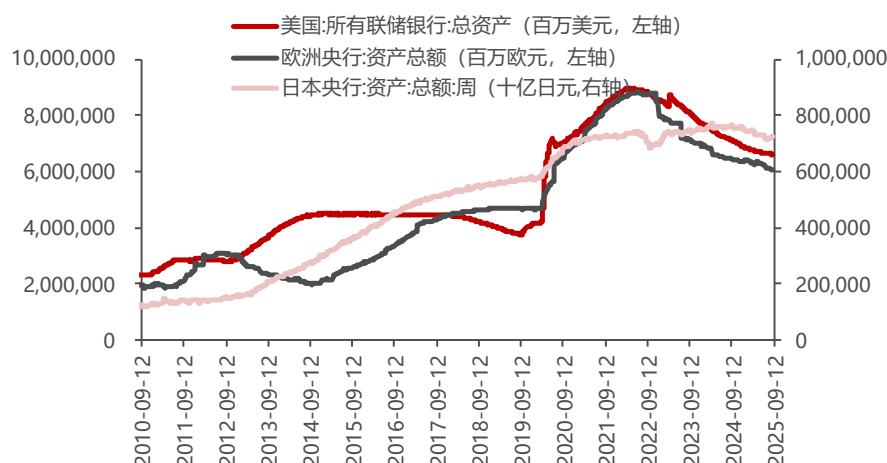
资料来源：同花顺，民生证券研究院

3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

金银：本周（9.5-9.11）金银价格上涨。截至9月11日，国内99.95%黄金市场均价821.23元/克，较上周均价上涨2.80%，上海现货1#白银市场均价9773元/千克，较上周均价上涨0.88%。周初公布的美国非农就业报告证实了劳动市场的持续走软，引发人们对劳动力市场可能正处于更严重恶化的担忧。从美国劳动力市场的疲软信号，到美联储降息预期的强化，再到各国央行的持续增持黄金储备，以及美元汇率和债券市场的联动反应，都为金银价格提供了坚实的支撑。当前市场等待美国CPI通胀数据，COMEX金银主力分别运行在3650-3700和41.0-41.5美元/盎司之间，沪银在9700-9800元/千克区间内窄幅震荡，沪金主力在830元/克附近徘徊。

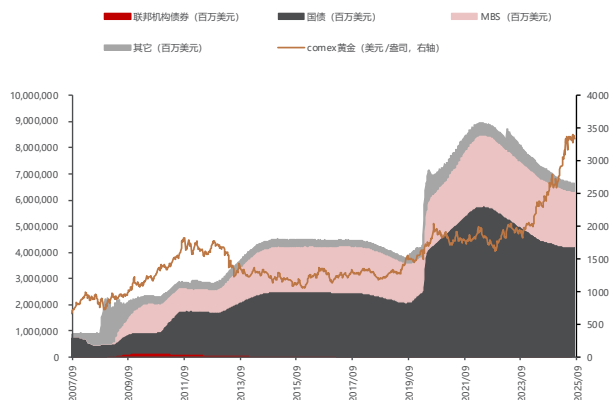
图 28：各国央行的资产总额情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

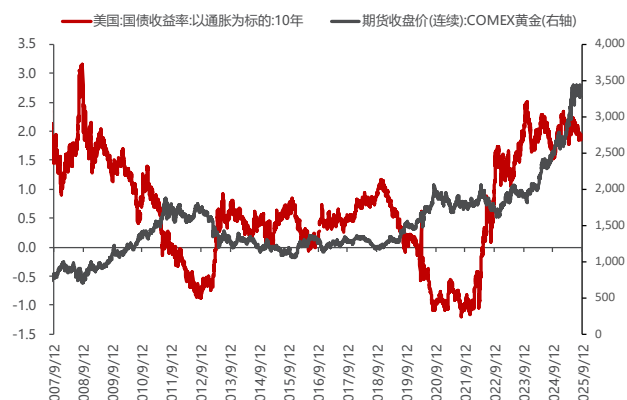
(1) 央行 BS、实际利率与黄金

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

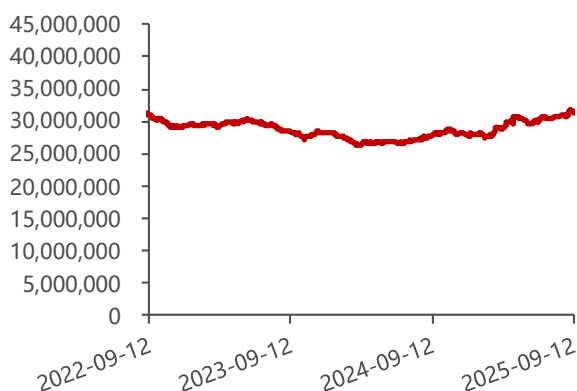
图 30：Comex 黄金与实际利率（%，美元/盎司）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

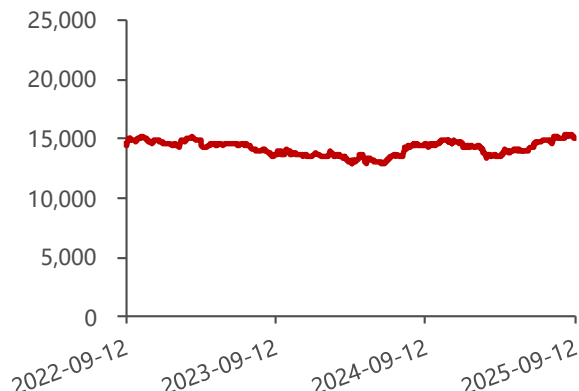
(2) ETF 持仓

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

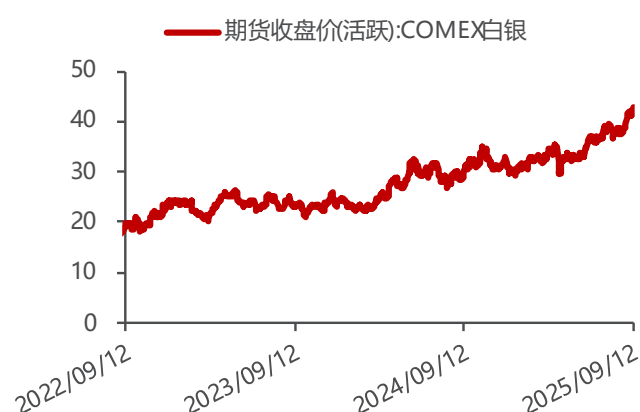
(4) COMEX 期货收盘价

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（09/08-09/12）**国内电解钴现货价格呈震荡上行态势，但整体市场交投氛围与上周相比变化有限。供给方面，主流冶炼企业维持长单供应，贸易商跟随盘面报价。需求方面，下游企业对当前高钴价接受度偏低，采购仍以刚性需求为主，市场实际成交较为清淡。本周电解钴价格上行主要受钴中间品及钴盐价格持续上涨带动，然而其自身较高的库存水平以及相对疲软的需求仍对价格上涨存在一定抑制。后续需密切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（09/08-09/12）**硫酸钴现货价格继续上行。供给方面，冶炼厂和贸易商逐日上调报价区间，当前钴中间品冶炼厂报价 5.7~5.9 万元/吨，MHP、回收企业和贸易商的报价逐步上移到 5.6 万元/吨。需求方面，下游目前仍处于传统旺季，部分企业仍在进行补库采购，但自上周后半周起，钴盐价格持续上涨已对下游采购情绪产生抑制，当前下游可接受的最高价格仍集中在 5.5 万元/吨左右。预计在原料成本持续推升与下游旺季补库需求的共同作用下，硫酸钴价格短期内仍将保持偏强运行。然而后续价格上涨幅度仍需密切关注下游企业对钴盐价格持续上涨的接受程度，若价格传导不畅，或将制约上行空间。本周氯化钴市场表现强劲，头部企业昨日现货成交价达 6.9 万元/吨，成交量超百吨，显著高于此前市场普遍 6.6-6.7 万元/吨的报价水平，对当前市场情绪及价格预期产生明显拉动。从成本端看，中间品价格已攀升至 14.3 美元/磅，高成本结构为氯化钴价格提供有力支撑。尽管成本推动型上涨较为明确，下游仍需时间消化涨幅，价格快速上涨能否激发积极采购与备货行为，仍有待进一步观察。
- **四氧化三钴：本周（09/08-09/12）**四氧化三钴本周主流成交价位于 21.5-22.0 万元/吨，相比原料氯化钴的持续上调，四钴价格整体持稳。然而，10 日氯化钴成交价突破前高达到 6.9 万元/吨，显著增强四氧化三钴的成本推涨动力。据目前了解，头部四钴企业计划于下周一上调报价，预计新报价区间将达 23.0-23.5 万元/吨。不过，下游正极材料企业当前四钴库存较为充足，实际成交能否跟进上游涨价预期，仍需密切关注下游接受程度。
- **三元材料：本周（09/08-09/12）**三元材料价格整体小幅下调。从原材料成本来看，硫酸镍和硫酸钴价格呈快速上行趋势，而碳酸锂和氢氧

化锂受市场情绪影响出现阶段性回落。由于锂盐价格下行幅度超过镍盐和钴盐的涨幅，三元材料价格出现小幅下跌。当前正极材料厂在成本端面临较大压力，硫酸镍和硫酸钴报价显著高于三元厂商的心理接受水平。需求方面，9月国内动力市场部分厂商订单略有减少，但整体仍处于全年需求高位，预计下周起将逐步启动国庆节前备货，生产节奏或有所加快。预计10月之后，整体需求将逐步回落。

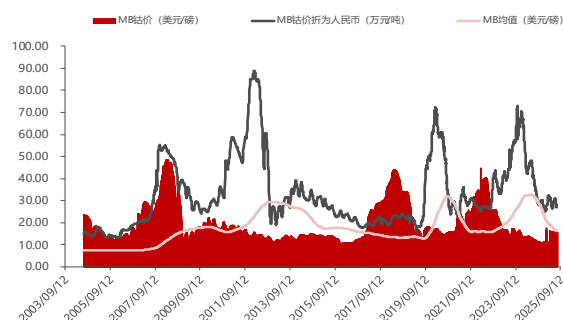
表5：钴系产品价格一览

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	304.50	0.66%	4.10%	87.38%	302.50	162.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	16.15	1.25%	3.36%	47.49%	16.15	9.95
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	265.50	0.00%	2.31%	70.74%	262.50	149.50
钴精矿	6-8%中国到岸	美元/磅	7.25	4.32%	11.54%	51.04%	6.85	4.75
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	209.50	0.00%	0.96%	91.32%	209.50	109.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	53000.00	1.92%	6.00%	103.85%	51500.00	26000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	193.50	1.04%	3.75%	94.47%	191.50	99.50

资料来源：同花顺，LME，上期所，COMEX，民生证券研究院整理

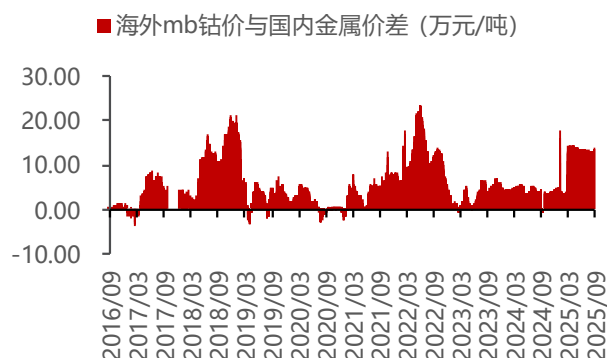
(2) 价差跟踪

图 37：MB 钴美元及折合人民币价格

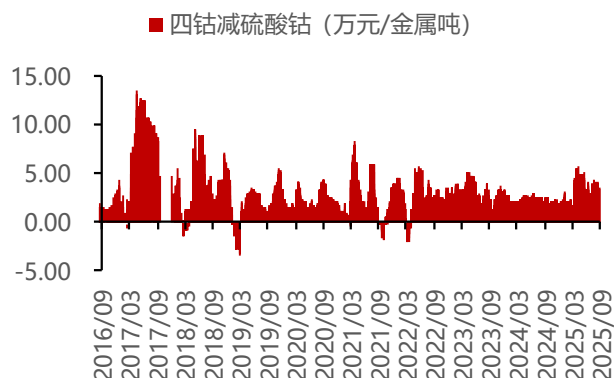


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院，注：美元汇率为当日中间汇率

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

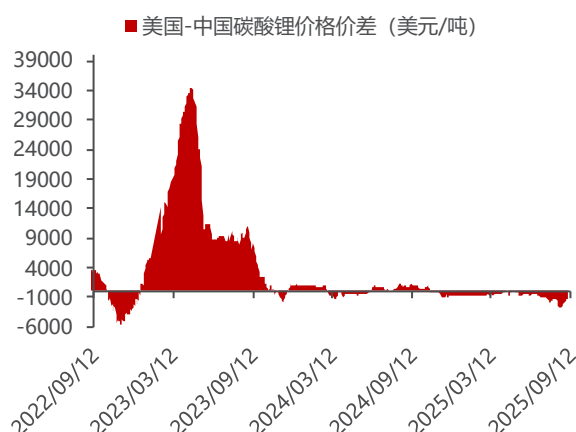
(1) 高频价格跟踪及观点

- 碳酸锂：本周（09/08-09/12），本周初碳酸锂市场行情波动显著。**周初市场开局疲软，市场交投氛围清淡，下游多持观望态度。周二行情出现短暂企稳，价格与前日持平，买卖双方陷入僵持格局。周三市场风云突变，电池级碳酸锂均价单日大幅下挫 1150 元至 7.345 万元/吨，工业级碳酸锂同步跟跌，期货市场更是几近跌停，引发市场广泛关注。当前正值传统“金九银十”需求旺季，下游材料厂存在刚性采购需求，需求增速乐观。与此同时，供应端结构正在发生重要变化，锂辉石原料所产碳酸锂占比已稳定超过 60%，成为市场供给的主力军和成本定价的核心参考，而锂云母路线占比则萎缩至 15%。随着下游采购需求在旺季周期的显著回暖，需求增速快于供给增长的预期，市场将会出现阶段性供应偏紧的局面。值得注意的是，江西地区相关矿山的矿种变更问题仍在进行中，暂未有明确结果，需谨慎判别真伪。
- 氢氧化锂：本周（09/08-09/12），本周初，氢氧化锂价格环比上周持续走弱。**生产上，大部分企业按照订单生产；市场情绪上，上游挺价意愿持续，报价环比上周基本持平。大部分三元材料厂依赖长协与客供原料生产，鲜有大量散单需求。因后续国庆假期到来，本月三元材料厂或有提前备货动作，短期内对氢氧化锂价格有一定支撑。
- 磷酸铁锂：本周（09/08-09/12），磷酸铁锂价格受碳酸锂影响，在本周继续降价约 460 元/吨，碳酸锂在本周累计下跌约 1900 元/吨。**生产方面，材料厂在本周整体生产比较积极，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（09/08-09/12），** 钴酸锂市场目前整体平稳，4.45V/4.48V 产品主流成交价约 23.0 万元/吨，4.50V 及以上型号成交价高于 23.5 万元/吨，较上周持平。近期碳酸锂价格下行对钴酸锂影响有限。需求方面，部分正极厂反馈 9 月订单不及预期，排产环比有所下滑；供应方面，正极厂库存充足，短期可缓冲上游原料价格波动带来的传导压力。预计随着四氧化三钴价格的上涨，钴酸锂成本支撑将增强，下周主流产品成交价或上行至 23.5–24.0 万元/吨。

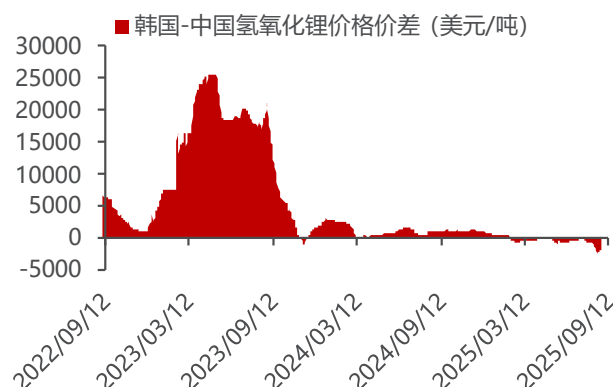
(2) 价差跟踪

图 41：国内外碳酸锂价差



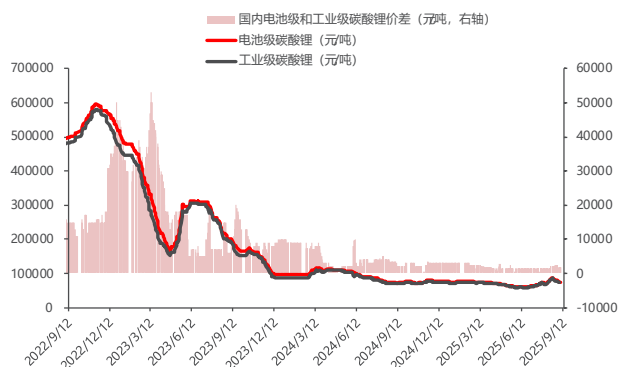
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 42：国内外氢氧化锂价差



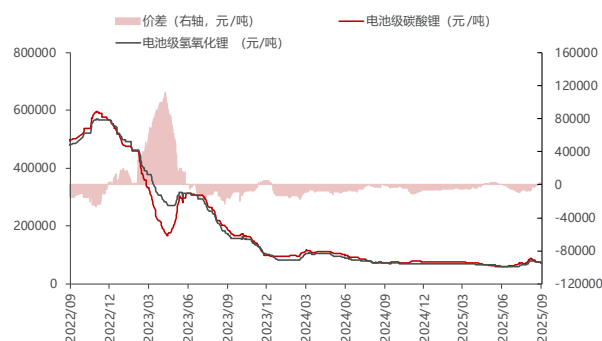
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

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

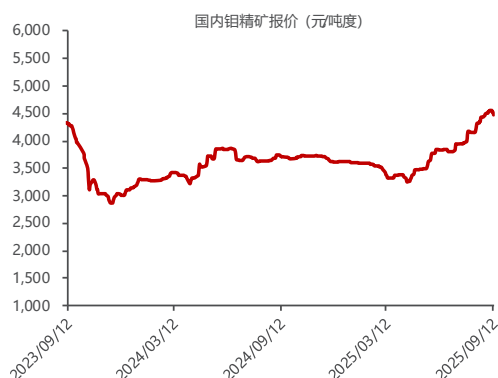
图 44：国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差



资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

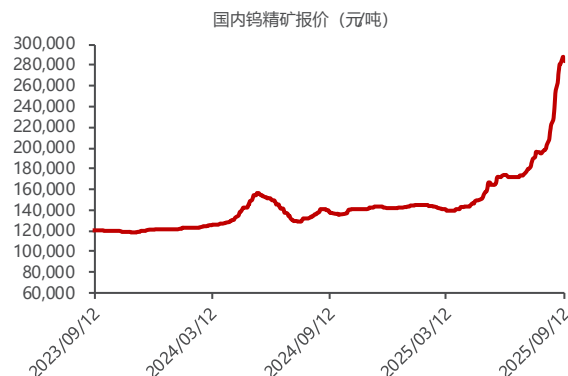
3.3 其他小金属

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



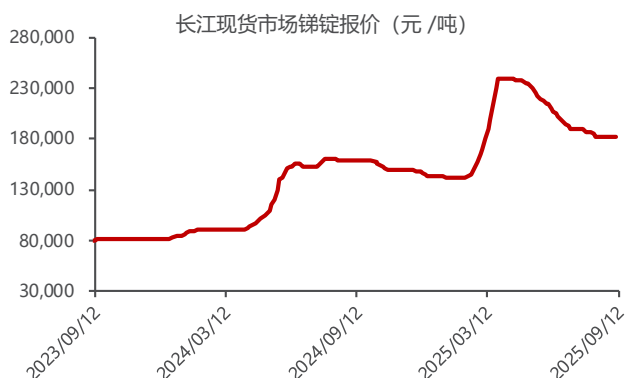
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 48：长江现货市场电解锰价格



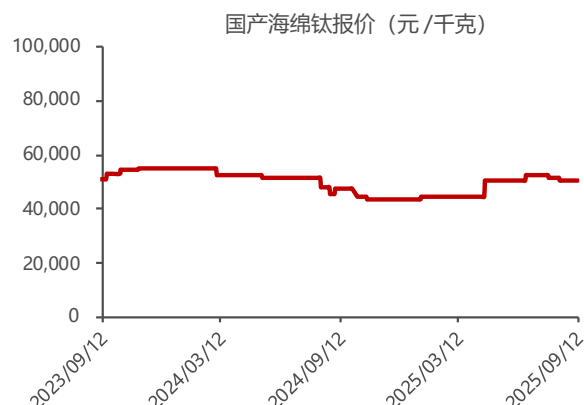
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 49：长江现货市场锑锭价格



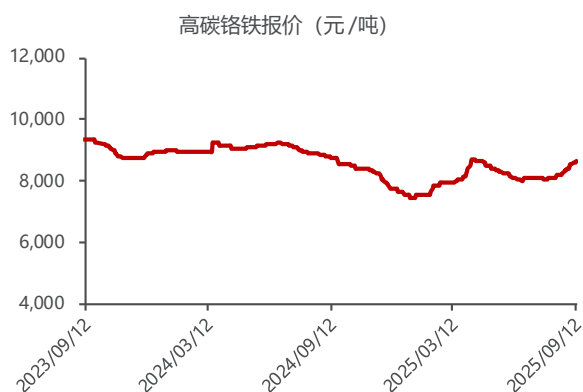
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 50：国产海绵钛价格



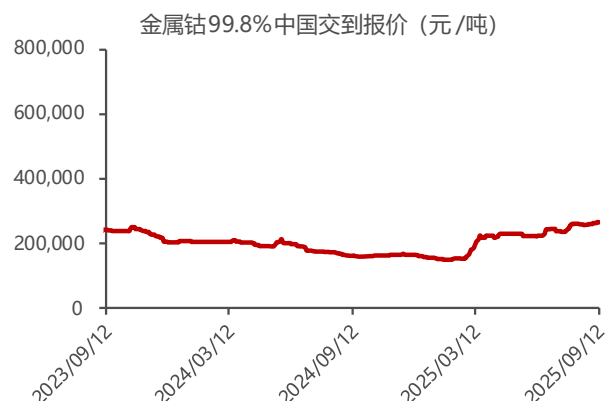
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 51：国产高碳铬铁价格



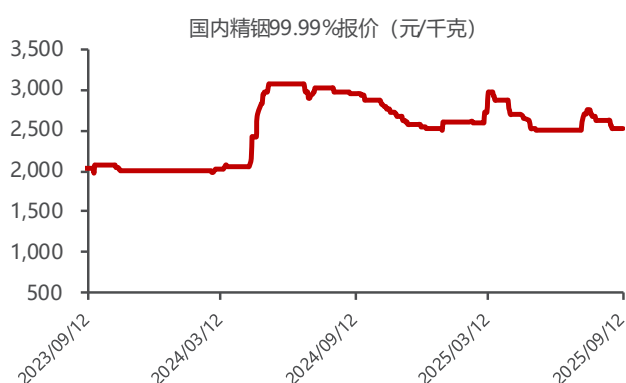
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 52：长江现货市场金属钴价格



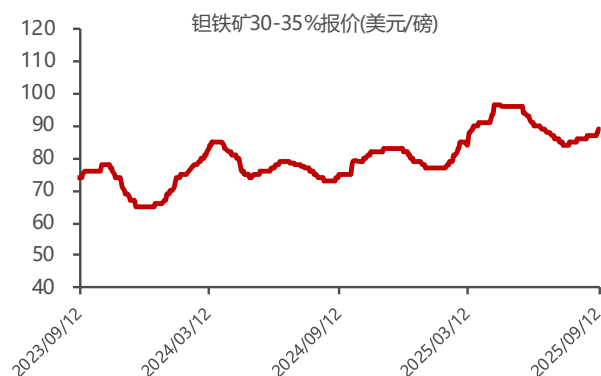
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 53：国内精钢 99.99%价格



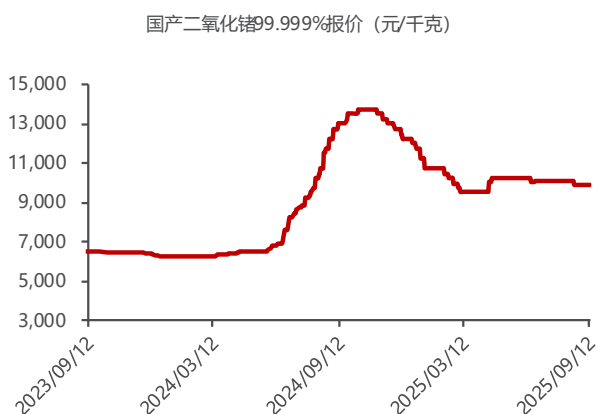
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 54：钼铁矿 30%-35%价格



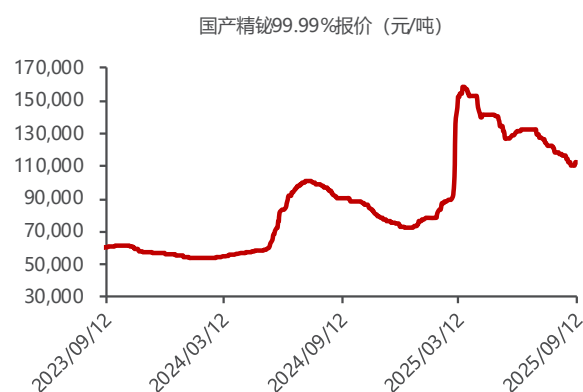
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 55：国产二氧化锆价格



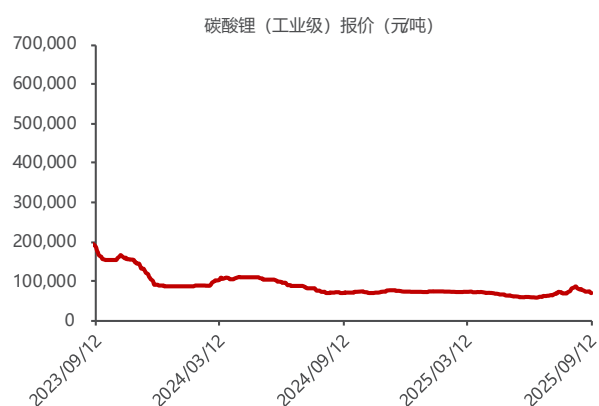
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 56：国产精铋价格



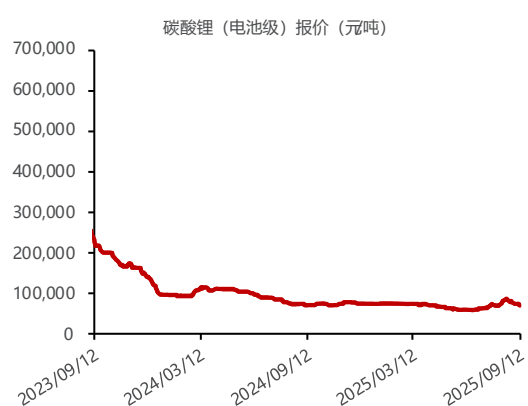
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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

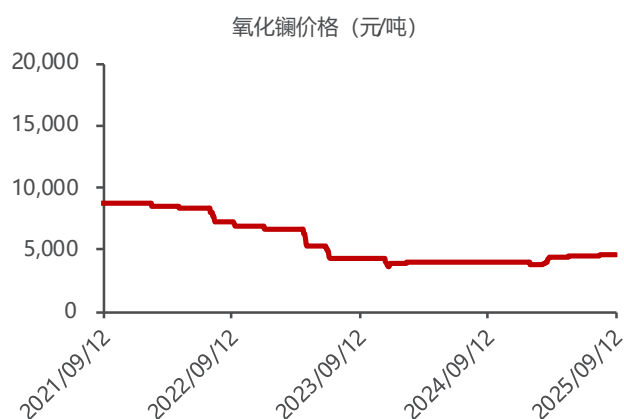


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

4 稀土价格

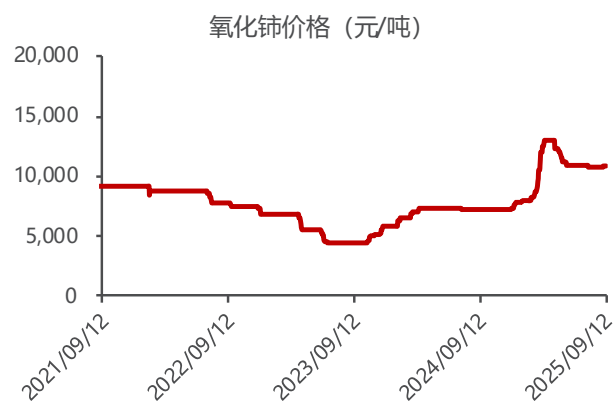
稀土磁材：本周（09/08-09/12）中国稀土市场整体交易氛围低迷，价格继续走弱。氧化镨钕价格下调至 55-55.4 万元/吨，氧化镝价格稳定在 162-163 万元/吨，氧化铽价格下调至 715-720 万元/吨。镨钕金属价格下调至 68-69.5 万元/吨，镝铁合金价格稳定在 157-159 万元/吨，金属铽报价稳定在 890-900 万元/吨。尽管市场询单情况有所改善，但实际交投不佳。下游磁材企业采购需求较弱，多以消耗现有库存为主，补货意愿低。预计短期内价格或企稳回升。

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：氧化铈价格



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 (09/08-09/12)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (09/08-09/12)	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	10
图 17: 全球主要交易所铜库存 (万吨)	10
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	13
图 27: 全球主要交易所镍库存 (万吨)	13
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	20
图 44: 国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差	20
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	21
图 48: 长江现货市场电解锰价格	21
图 49: 长江现货市场锑锭价格	21
图 50: 国产海绵钛价格	21
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	22
图 54: 钽铁矿 30%-35% 价格	22

图 55: 国产二氧化锆价格	22
图 56: 国产精铋价格	22
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