

国内“反内卷”持续升温，能源金属涨幅亮眼

2025年07月27日

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@mszq.com

相关研究

1. 有色金属周报 20250719: 国内“反内卷”叠加美国财政扩张，金属价格普涨-2025/07/19
2. 有色金属周报 20250713: 美进口关税扰动铜价，金银价格企稳上行-2025/07/13
3. 有色金属周报 20250706: 美国减税法案落地，铜金共振-2025/07/06
4. 有色金属周报 20250628: 降息预期升温，金属价格走强-2025/06/29
5. 金属行业 2025 年中期投资策略系列报告之贵金属篇：烽烟卷起怒涛滔，金阙九霄破浪高-2025/06/24

➤ 本周 (07/18-07/25) 上证综指上涨 2.18%，沪深 300 指数上涨 2.30%，SW 有色指数上涨 2.85%，贵金属 COMEX 黄金变动+0.68%，COMEX 白银变动+2.13%。工业金属 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡价格分别变动-0.27%、+0.02%、+0.18%、+0.45%、+0.13%、+2.35%，工业金属库存 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动+4.67%、+5.18%、-2.79%、-0.79%、-1.76%、-10.08%。

➤ **工业金属：国内“反内卷”相关政策+大基建效应带动工业金属价格上涨，美国财政扩张政策落地，降息呼声不断，继续看好工业金属价格。**铜方面，由于美国关税导致贸易流变化，价格出现短期回落后下游逐步开始挺价。本周 SMM 进口铜精矿指数 (周) 报-42.63 美元/吨，环比增加 0.82 美元/吨。铜价上涨抑制下游消费，SMM 精铜杆企业开工率下降到 69.37%，环比下降 4.85pct。保税区铜库存有所增加，进口比价恶化导致部分冶炼厂出口至保税仓库。**铝方面**，国内电解铝运行产能维持高位，淡季背景下，下游铝型材企业仍以刚需采购为主，开工率维持稳定。库存方面，国内电解铝锭库存为 51.0 万吨，周度继续累库 1.8 万吨。几内亚雨季影响明显，6 月底开始铝土矿周均出港量较前期出现明显下滑，国内铝土矿供应预计会出现紧平衡的态势，氧化铝价格不宜过分看空。**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、天山铝业、云铝股份、神火股份。**

➤ **能源金属：江西及青海供应扰动叠加淡季需求超预期，碳酸锂价格持续大幅反弹，同时看好钴原料紧缺刺激钴价主升浪。**锂方面，7 月新能源产业链排产预期改善，带动市场情绪回暖，国家审计署反馈江西锂资源存在越权办理出让、变更或延续登记手续问题，同时青海地区部分企业出现停产，带动市场对于供应端持续性扰动的担忧。锂价预计将继续上行。**钴方面**，6 月钴原料进口大幅低于预期，刚果金禁矿出口效应开始显现，钴中间品看涨情绪浓厚仍暂停报价，冶炼厂面临生产成本倒挂和下游需求偏淡等困境，市场成交仍偏少，海外夏休即将结束，欧洲需求有望回暖。镍方面，下游部分镍盐厂近期有补库需求，采购情绪略有回暖，供给端镍盐厂库存水平较低，叠加高位原材料成本压力，挺价意愿较强。预计镍盐价格有望小幅回升。**重点推荐：藏格矿业、华友钴业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份，建议关注腾远钴业、寒锐钴业、力勤资源。**

➤ **贵金属：全球贸易局势紧张进一步推高黄金避险需求，且美国关税不确定性仍存，央行购金持续，仍然看好金价长期中枢上行。**随着 8 月 1 日美国对全球贸易伙伴施加新关税的最后期限临近，市场对美国与主要贸易伙伴达成协议的前景愈发悲观，全球贸易局势的紧张进一步推高了黄金的避险需求。叠加央行持续购金趋势不变，看好金价中枢抬升；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+美元信用弱化为为主线，持续看好金价中枢上移。**重点推荐：山东黄金、潼关黄金、万国黄金集团、山金国际、招金矿业、中金黄金、湖南黄金、赤峰黄金，建议关注西部黄金、中国黄金国际、灵宝黄金等，白银标的推荐盛达资源、兴业银锡。**

➤ **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	EPS (元)			PE (倍)			评级
		(元)	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
601899.SH	紫金矿业	19.85	1.21	1.57	1.74	16	13	11	推荐
603993.SH	洛阳钼业	9.21	0.63	0.71	0.83	15	13	11	推荐
000807.SZ	云铝股份	16.41	1.27	2.33	2.62	13	7	6	推荐
603799.SH	华友钴业	44.92	2.50	3.11	3.61	18	14	12	推荐
002738.SZ	中矿资源	39.01	1.05	1.10	2.48	37	35	16	推荐
002756.SZ	永兴材料	37.82	1.97	1.88	3.08	19	20	12	推荐
603979.SH	金诚信	50.55	2.57	3.42	3.84	20	15	13	推荐
601168.SH	西部矿业	17.48	1.23	1.37	1.70	14	13	10	推荐
1258.HK	中国有色矿业	7.92	0.77	0.85	0.85	10	9	9	推荐
600547.SH	山东黄金	30.65	0.57	1.43	1.57	54	21	20	推荐
600489.SH	中金黄金	14.92	0.70	1.08	1.38	21	14	11	推荐
600988.SH	赤峰黄金	23.75	1.07	1.62	1.86	22	15	13	推荐
000975.SZ	山金国际	18.81	0.78	1.25	1.41	24	15	13	推荐
1818.HK	招金矿业	20.25	0.43	0.84	0.92	47	24	22	推荐
002155.SZ	湖南黄金	18.93	0.70	1.26	1.53	27	15	12	推荐
1208.HK	五矿资源	4.12	0.08	0.39	0.46	53	11	9	推荐

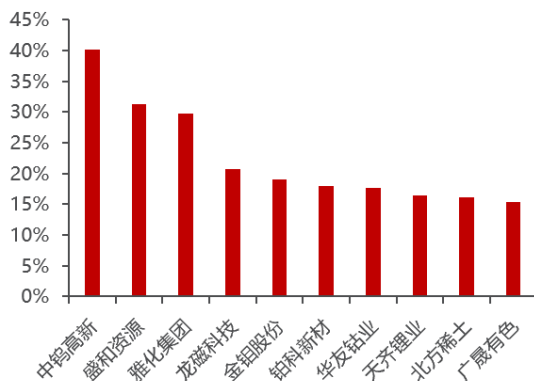
资料来源: ifind, 民生证券研究院预测, (注: 股价为 2025 年 7 月 25 日收盘价, 港币/人民币 0.93, 美元/人民币 7.2, 中国有色矿业、招金矿业、五矿资源为港币)

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	13
3.1 贵金属	13
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

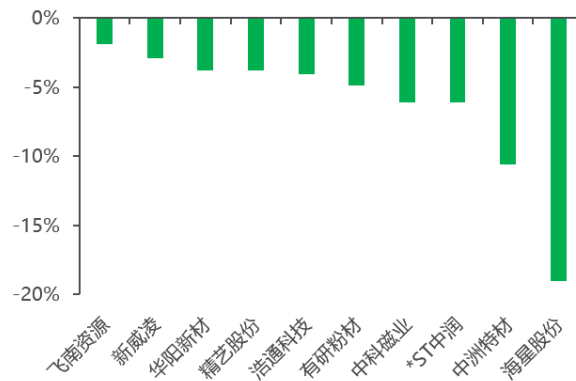
1 行业及个股表现

图 1：期间涨幅前 10 只股票 (07/18-07/25)



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 (07/18-07/25)



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 2025/07/25	一周来	变化 本月上	今年来
基本金属价格						
LME 价格	铝(当月)	美元/吨	2631	-0.27%	1.29%	4.03%
	铜(当月)	美元/吨	9796	0.02%	-0.83%	11.31%
	锌(当月)	美元/吨	2829	0.18%	3.21%	-3.25%
	铅(当月)	美元/吨	2020.5	0.45%	-1.03%	4.50%
	镍(当月)	美元/吨	15265	0.13%	0.93%	1.50%
	锡(当月)	美元/吨	34140	2.35%	1.16%	19.96%
国内价格	铝(当月)	元/吨	20760	1.22%	0.87%	4.09%
	铜(当月)	元/吨	79250	1.07%	-0.78%	8.15%
	锌(当月)	元/吨	22885	2.65%	1.73%	-9.42%
	铅(当月)	元/吨	16955	0.80%	-1.42%	0.77%
	镍(当月)	元/吨	124360	3.20%	2.92%	0.44%
	锡(当月)	元/吨	272120	2.87%	1.50%	11.23%
基本金属库存						
铝	LME 库存	万吨	45.08	4.67%	30.39%	-28.96%
	上海期交所库存	万吨	11.58	6.40%	22.80%	-42.45%
铜	LME 库存	万吨	12.85	5.18%	41.77%	-52.65%
	COMEX 库存	万吨	24.86	2.39%	17.72%	166.28%
	上海期交所库存	万吨	7.34	-13.17%	-9.97%	-1.01%
锌	LME 库存	万吨	11.58	-2.79%	-1.45%	-50.54%
	上海期交所库存	万吨	5.94	8.77%	36.18%	96.52%
铅	LME 库存	万吨	26.63	-0.79%	-2.08%	9.94%

镍	上海期交所库存	万吨	6.33	1.47%	21.81%	22.06%
	LME 库存	万吨	20.39	-1.76%	-0.04%	25.51%
锡	上海期交所库存	万吨	2.55	0.69%	2.97%	-29.55%
	LME 库存	万吨	0.17	-10.08%	-20.00%	-63.45%
	上海期交所库存	万吨	0.74	3.76%	6.64%	10.34%

贵金属价格

COMEX 价格	黄金	美元/盎司	3355.50	0.68%	1.22%	25.62%
	白银	美元/盎司	38.43	2.13%	5.77%	28.15%
国内价格	黄金	元/克	773.50	0.49%	1.19%	25.47%
	白银	元/千克	9211.00	3.51%	5.53%	21.89%

小金属价格

钼精矿	元/吨度	3975	0.66%	4.47%	9.66%
钨精矿	元/吨	190000	5.56%	10.47%	33.33%
电解镁	元/吨	18300	3.39%	3.39%	4.57%
电解锰	元/吨	14000	0.00%	1.45%	9.38%
锑锭(1#)	元/吨	190000	0.00%	-2.56%	32.87%
海绵钛	元/千克	52500	0.00%	0.00%	20.69%
铬铁(高碳)	元/吨	8050	-0.62%	-0.62%	6.62%
钴	元/吨	238500	1.27%	-2.05%	53.38%
铋	元/吨	124500	-2.35%	-6.04%	69.39%
钽铁矿	美元/磅	84	-1.18%	-4.55%	6.33%
二氧化锗	元/千克	10100	0.00%	0.00%	-14.04%
铟	元/千克	2755	5.76%	9.98%	9.11%
碳酸锂(工业级)	元/吨	72500	10.18%	21.24%	0.00%
碳酸锂(电池级)	元/吨	74100	9.94%	20.68%	-1.85%
五氧化二钒	元/吨	73000	1.39%	4.29%	0.00%

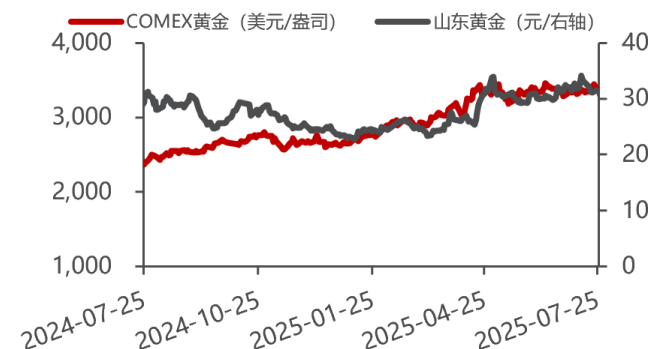
稀土

稀土氧化物	氧化镧	元/吨	4500	0.00%	0.00%	12.50%
	氧化铈	元/吨	10750	-1.38%	-1.38%	37.82%
	氧化镨	元/吨	520000	7.77%	15.56%	29.03%
	氧化钆	元/吨	530000	8.72%	14.72%	28.02%
	氧化镝	元/千克	1650	-1.79%	2.17%	2.48%
	氧化铽	元/千克	7085	-1.32%	0.28%	26.29%
稀土金属	镨钕氧化物	元/吨	513500	7.31%	15.52%	29.02%
	金属镧	元/吨	21500	0.00%	0.00%	-4.44%
	金属铈	元/吨	30250	0.00%	0.00%	21.00%
	金属镨	元/吨	640000	8.02%	15.84%	28.77%
	金属钆	元/吨	640000	8.02%	15.84%	28.77%
	金属镝	元/千克	2060	-1.44%	1.23%	1.48%
	金属铽	元/千克	8775	-1.68%	-0.17%	25.81%
	镨钕合金	元/吨	513500	7.31%	15.52%	29.02%

资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

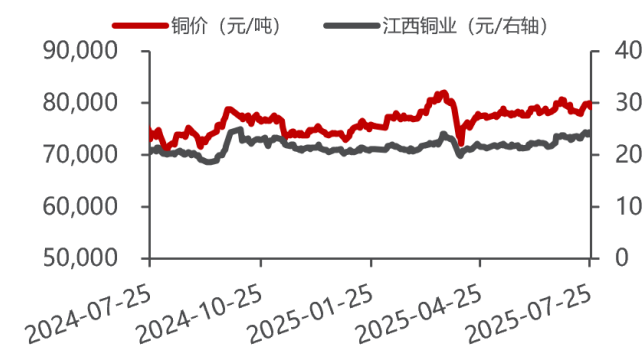
2.1 价格和股票相关性复盘

图 3：黄金价格与山东黄金股价走势梳理



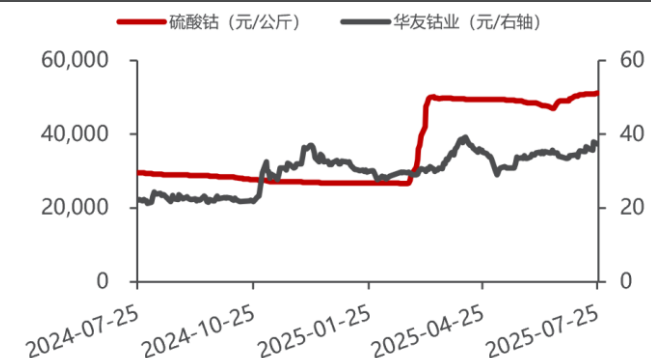
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 4：阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理



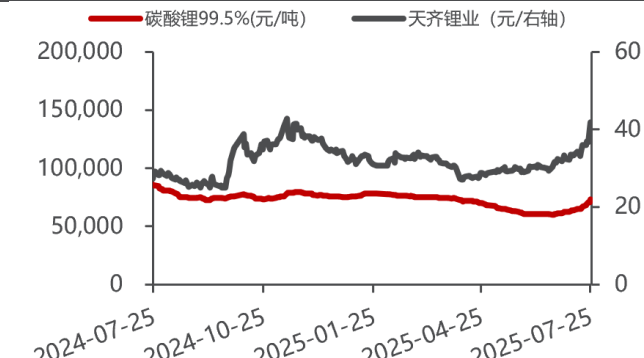
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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 (07/18-07/25) ，宏观面，美国总统特朗普表示，美联储主席鲍威尔即将离任。特朗普称，目前利率过高，这正在影响住房市场。他表示，利率应该降低 3 个百分点，甚至更多。他表示将对世界其他大部分国家征收 15%至 50% 的简单关税。再看国内，国新办新闻发布会上透露，将实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，具体工作方案将在近期陆续发布。截至 7 月 21 日，据不完全统计，全国已有 9 省(自治区、直辖市)陆续公布了上半年 GDP 数据，中部 6 省中有湖北、河南、江西、湖南 4 省增幅跑赢全国水平。下半年预计各地将继续以扩投资、促消费为主要发力点，推动经济高质量发展。**基本面**，国内电解铝运

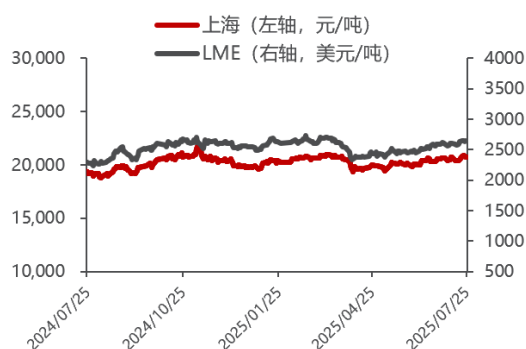
行产能维持高位运行，广西某铝厂早前技改项目近日开始逐步起槽，第一批起槽5万吨/年共84台电解槽，预计下个月全部投运；剩余技改产能年内陆续起槽完毕。成本端，氧化铝现货价格维持上行趋势，电解铝即时成本环比小幅走高，较上周四上涨约125元/吨至16740元/吨，电解铝即时理论利润环比上涨25元/吨至3979元/吨。需求端，淡季背景下，下游仍以刚需采购为主，本周国内龙头铝型材企业开工率持稳运行，录得50.5%，较上周持平。在淡季背景下，其他铝下游板块同样难以实现大幅增长，预计短期内将以持稳运行为主。库存方面，7月24日国内主流消费地电解铝锭库存51.0万吨，环比上周四增加1.8万吨，且同比来看，国内铝锭库存近三年同期低位的优势并不牢固。进入7月下旬，因月内铝水比例下降造成国内铝锭供应压力不减，各地铝锭在途货量继续维持偏高水平国内累库趋势仍然延续，7月底暂时预计将累库至55-60万吨。**综合来看**，宏观方面，降息呼声不减，海外关税相继确认且低于早前，不确定风险降低，有利于海外需求恢复；国内“反内卷”相关政策带动工业金属上涨，长期“促消费、稳增长”的基调不变。基本面，供应增量释放、消费淡季压制下，库存累库预期依旧较强。此外，近期资金对“反内卷”“高质量发展”等政策的情绪有所降温，盘面冲高回落。短期预计短期铝价高位回调为主。后续需关注库存与资金情绪变化情况。

表2：铝产业链价格统计

	2025-07-25	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	20,810	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%

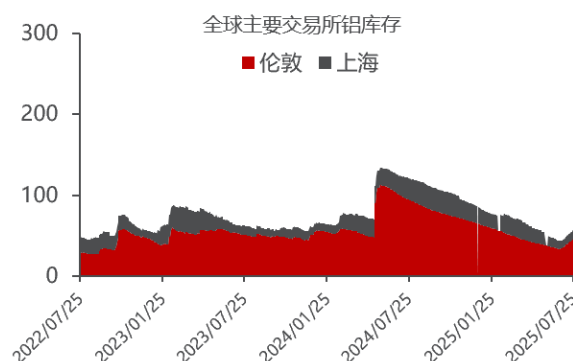
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图7：上海期交所同LME当月期铝价格



资料来源：同花顺，民生证券研究院

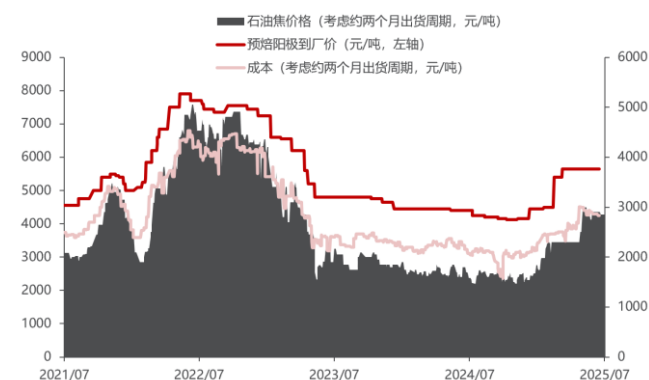
图8：全球主要交易所铝库存(万吨)



资料来源：同花顺，民生证券研究院

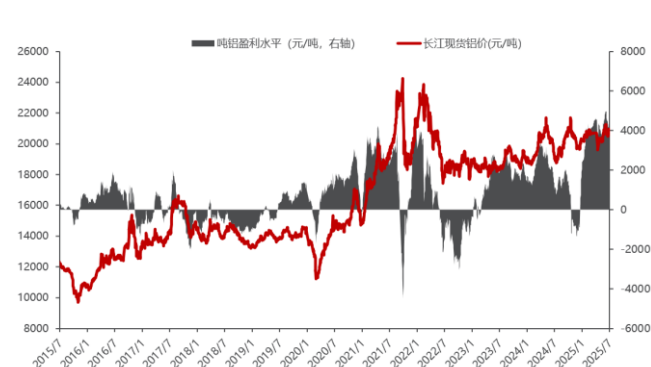
(2) 利润

图 9：预焙阳极盈利梳理（元/吨）



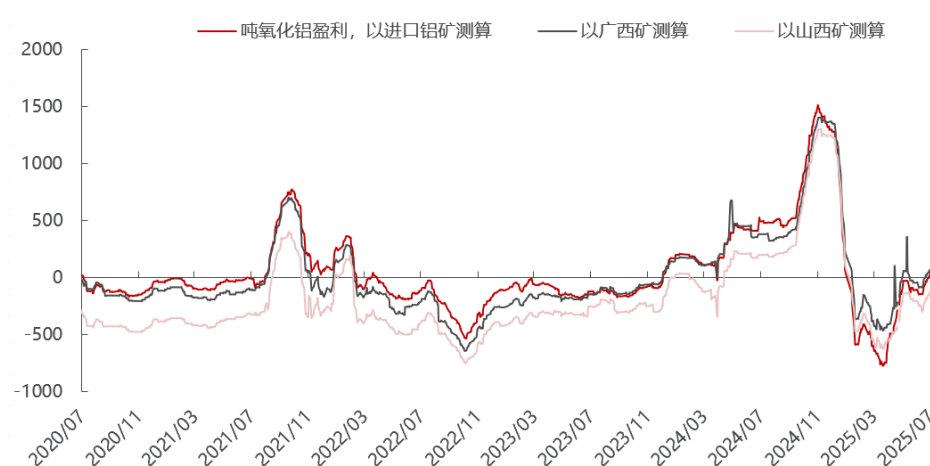
资料来源：SMM，民生证券研究院

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）

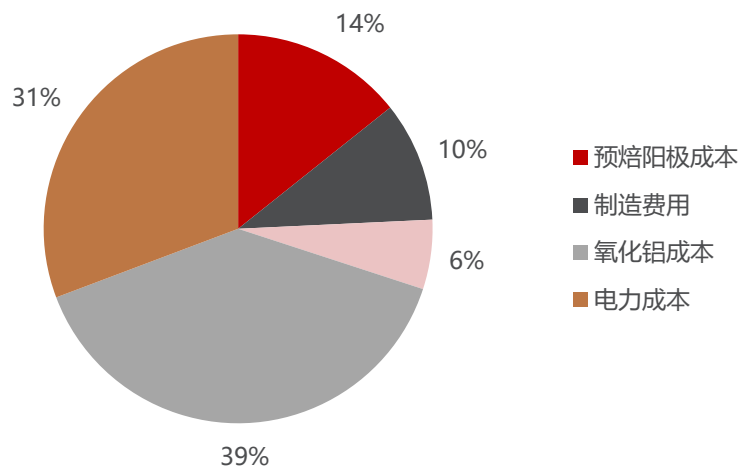


资料来源：同花顺，百川资讯，民生证券研究院测算

注：数据截至 2025.07.24

(3) 成本库存

图 12：2025 年 7 月全国平均电解铝完全成本构成



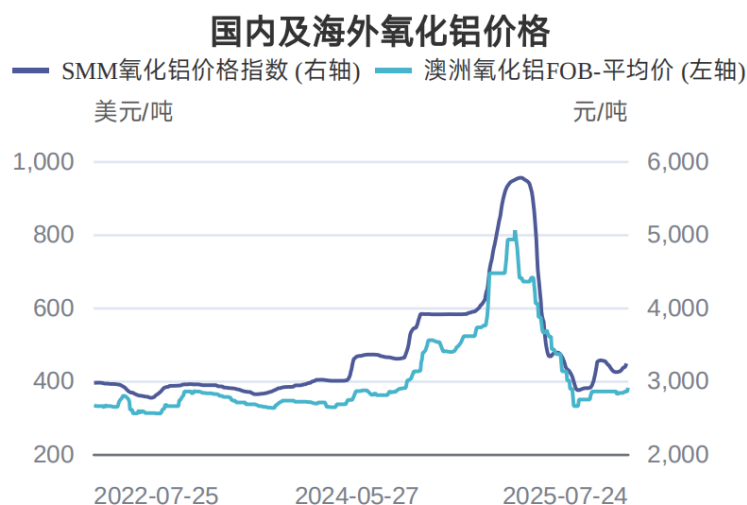
资料来源：SMM，民生证券研究院

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
2025/7/17	5.7	12.9	3.9	6.8	2.3	0.7	2.0	14.9	49.2
2025/7/21	5.5	12.5	4.0	7.0	2.4	0.7	2.2	15.5	49.8
2025/7/25	5.5	13.0	4.1	6.9	2.3	0.5	2.2	16.5	51.0
较上周四变化	-0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	-0.2	0.2	1.6	1.8

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



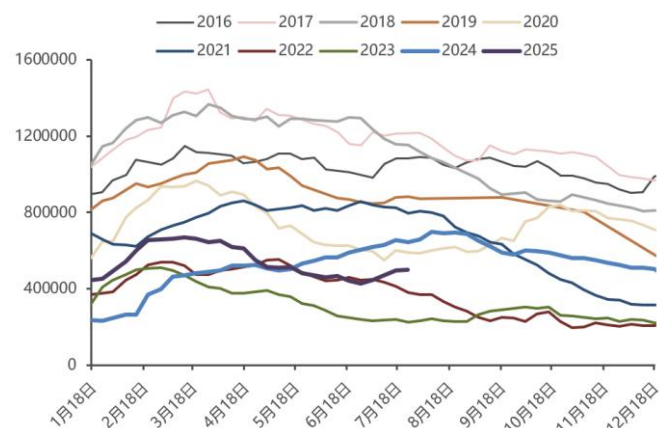
资料来源：SMM，民生证券研究院；注：图中澳大利亚氧化铝 FOB 价格为右轴

2.2.2 铜

(1) 价格周度观点

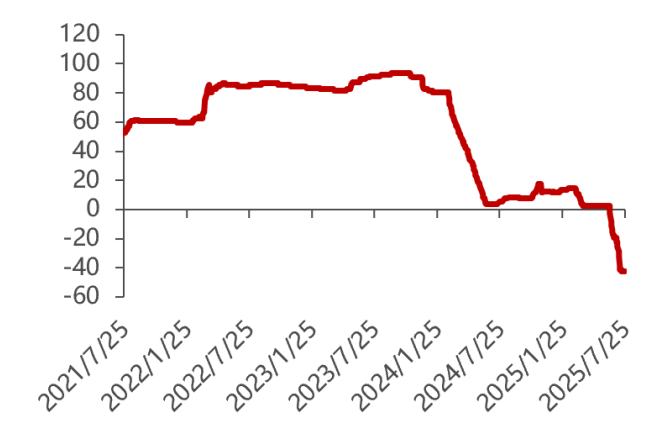
本周 (07/18-07/25) , 宏观方面, 特朗普频繁调整贸易政策立场, 对多国提出 15%-50%不等的阶梯关税计划, 尽管对部分盟友如日本释放出取消条款的意愿, 但整体政策路径仍以高压博弈为主。与此同时, 欧盟表态将在 8 月 7 日之前对价值 930 亿欧元的美国产品加征报复性关税, 令市场对全球贸易冲突升级的担忧升温。中美新一轮贸易协议谈判的潜在可能也成为市场关注焦点。美联储方面, 尽管白宫经济顾问接连否认解雇鲍威尔, 但特朗普多次高调施压、要求降息 300 个基点, 加重市场对美联储独立性的担忧。政策博弈、舆论干扰不断拉扯市场情绪。国内方面, “反内卷” 指示强调后带动有色板块普涨。本周伦铜冲高回落, 周中上行至 9900 美元/吨附近后回落至 9800 美元/吨, 市场对宏观的不确定性仍然较为保守。沪铜亦在 80000 元/吨一线受阻, 走势节奏整体趋缓。**基本面方面**, 本周铜精矿现货 TC 再次回升, 买方活跃度下降。市场交易者多等待下周美国智利以及中美关税谈判的最终结果, 市场整体维持冷清。国内方面, 本周社会库存意外大幅去化, 但从铜价及下游端口开工率情况来看消费并未有较强支撑, 据 SMM 了解或因进口量减少所致。总体来看, 本周上下游表现均较为冷清, 市场观望情绪重。**展望下周**, 市场关注焦点持续集中于关税谈判进一步明确与美联储在 8 月初的政策立场。关税细则落地后基于关税的利差交易窗口预计将有大开, 或对下半年全球贸易流进行再次重塑。短期内铜价难有方向性指引。预计下周伦铜波动于 9600-9900 美元/吨, 沪铜波动于 77000-79500 元/吨。现货方面, 库存持续低位运行, 贸易流受阻下品牌间价差仍然较大, 但消费疲软将使整体重心下行。预计现货对沪铜 2508 合约在贴水 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)

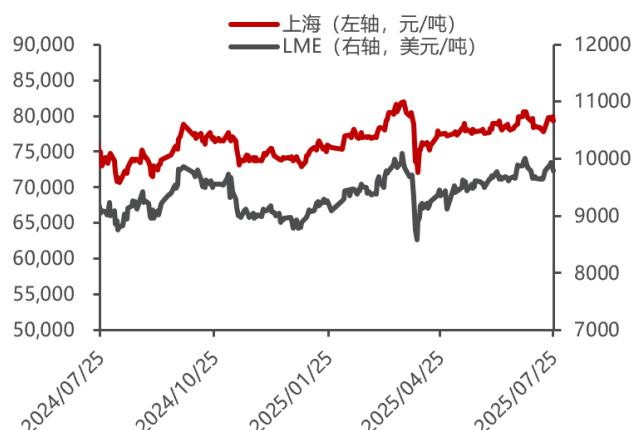


资料来源: 同花顺, SMM, 民生证券研究院
 注: 2023 年以来铜保税区库存数据采用同花顺数据

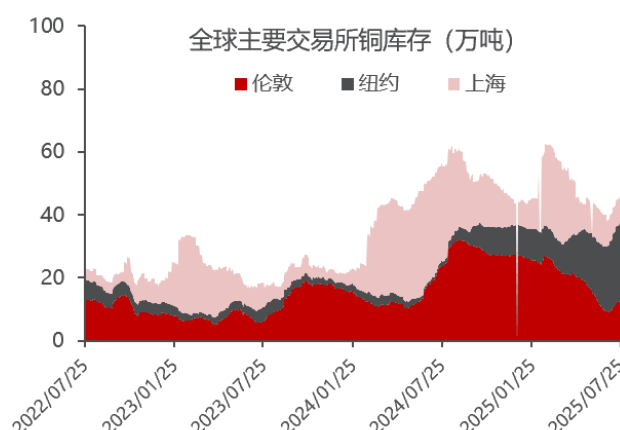
图 15: 铜精矿加工费 (美元/吨)



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）


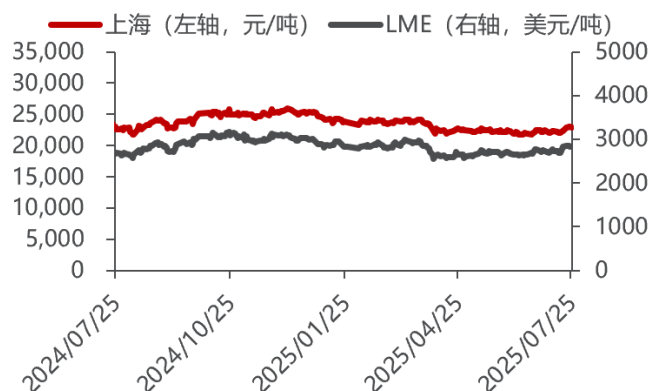
资料来源：同花顺，民生证券研究院

2.2.3 锌

(1) 价格周度观点

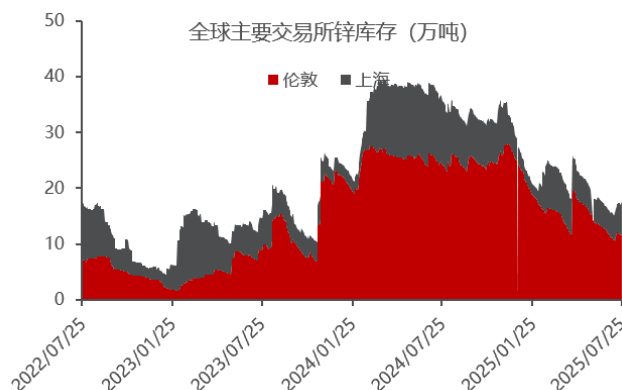
本周 (07/18-07/25) ,伦锌: 周初, LME 注销仓单大增至 5.99 万吨, 占比增至一半以上, 供应端后续走势发展引发市场担忧, 伦锌重心上行至四个月新高; 随后受近期美国贸易谈判陷入停滞状态, 市场紧张情绪蔓延, 伦锌小幅回落; 但近期特朗普与美联储冲突不断升级, 美元指数不断下行, 同时海外库存继续减少, 对伦锌形成一定支撑, 但根据 MMG 二季度报显示, 其二季度锌矿产量同比增加 12%, 供给端仍旧相对宽松, 伦锌维持震荡运行; 接着美国在贸易谈判方面与多国达成协议, 中美贸易谈判也进入日程, 市场避险情绪回落, 但海外库存继续减少, 伦锌继续震荡运行态势; 随后受美国与贸易伙伴的基金进展带动, 美元指数止跌上行, 同时海外库存增加, 伦锌小幅下行; 接着伦锌维持震荡。截至本周五 15:00 伦锌录得 2838 美元/吨, 涨 14 美元/吨, 涨幅 0.50%。**沪锌:** 周初, 受外盘强势带动沪锌维持高位震荡运行; 随后根据 SMM 数据显示, 截至本周一 SMM 七地锌锭库存总量为 9.27 万吨, 国内库存录减, 但下游消费已步入季节性淡季, 在基本面作用下沪锌维持震荡运行; 接着国内汽车行业开始“反内卷”, 叠加《农村公路条例》公布, 国内市场整体情绪较为积极, 沪锌维持高位运行; 随后中方将于下周与美方进行经贸会谈, 中美谈判定档带动宏观情绪走强, 沪锌在宏观情绪带动下高位运行; 随后国务院国资委表示带头抵制“内卷式”竞争, 同时央行开展 4000 亿元 1 年期 MLF 操作, 积极利好政策持续支撑沪锌高位运行; 随后美元指数的止跌上行促使外盘走弱, 在内外盘联动影响下沪锌小幅回落维持震荡。截至本周五 15:00, 沪锌录得 22885 元/吨, 涨 590 元/吨, 涨幅 2.65%。

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

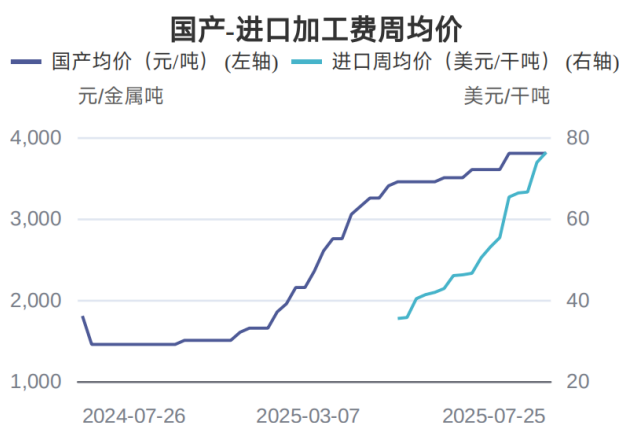
图 19: 全球主要交易所锌库存（万吨）



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



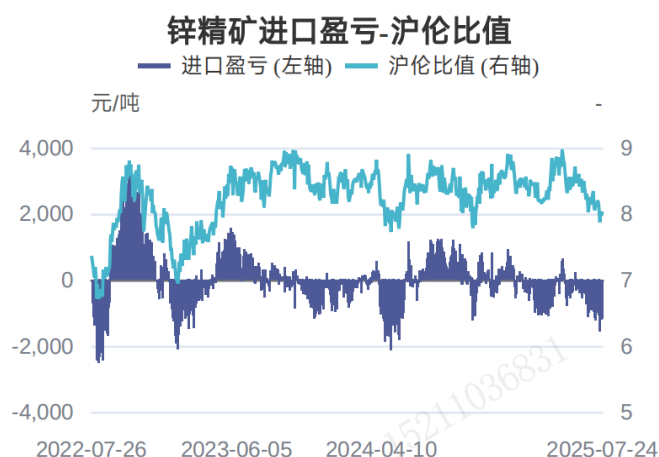
资料来源：SMM，民生证券研究院

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	前三地总计	七地总计
2025/7/10	3.37	1.27	3.66	0.18	0.18	0.10	0.27	8.30	9.03
2025/7/14	3.44	1.28	3.89	0.19	0.14	0.10	0.27	8.61	9.31
2025/7/17	3.32	1.38	3.96	0.17	0.15	0.10	0.27	8.66	9.35
2025/7/24	3.61	1.44	3.97	0.16	0.27	0.11	0.27	9.02	9.63
较上周四变化	0.17	0.16	0.08	-0.03	0.13	0.01	0.00	0.41	0.52
较本周一变化	-0.05	0.11	0.30	-0.01	-0.03	0.00	0.00	0.36	0.32

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

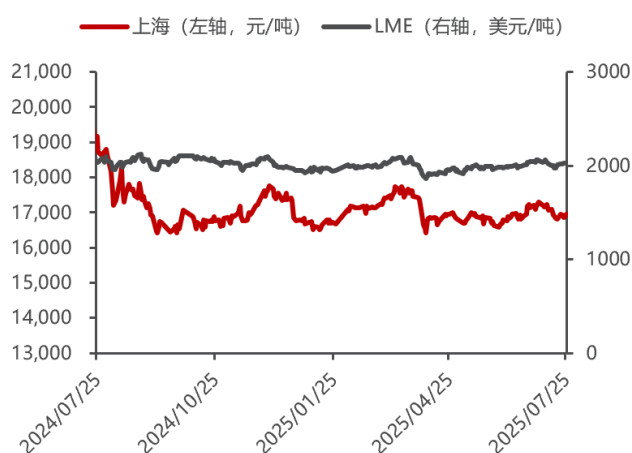
2.3 铅、锡、镍

铅：本周（07/18-07/25），伦铅开于 2010 美元/吨，上半周美元指数高位震荡，伦铅承压探低至 1994 美元/吨；周中特朗普当面要求鲍威尔降息，加重美元指数走弱情绪，伦铅反弹探高至 2042 美元/吨；截止周五 15:00，伦铅终收于 2033 美元/吨，涨幅 1.07%。**沪铅** 2509 合约开于 16920 元/吨，周初轻触高位 17040 元/吨后震荡下行，周中现货表现疲软铅价区间震荡，期间低位 16820 元/吨，因冶炼厂成品厂库下滑，下游采购需求逐渐转向仓单，周五多头增仓尾盘拉升反弹终收于 16955 元/吨，涨幅 0.65%。

锡：本周（07/18-07/25），沪锡市场价格整体呈现震荡上行趋势，受到宏观暖风提振和海外供应紧张的影响沪锡主力合约一度突破 27 万元/吨的关口。然而，随着价格走高，下游企业对高价表现出抵触情绪，现货成交陷入冷清。**伦锡** 库存降至逾两年新低，支撑了锡价的上涨。尽管如此，国内锡锭现货市场的成交情况依然清淡，多数贸易商日均成交量维持在个位数，下游企业多以消耗库存为主，市场观望情绪浓厚。**总体来看**，沪锡价格波动区间较大，但现货市场的成交并未明显改善。

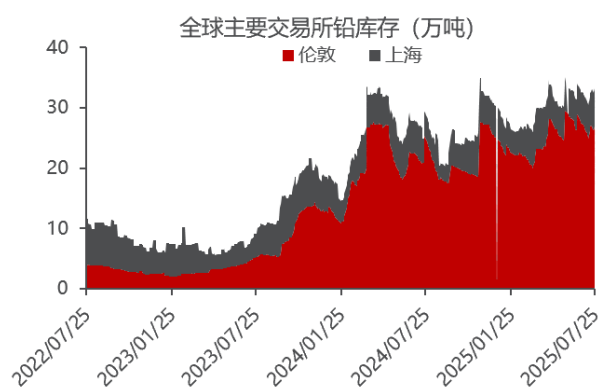
镍：本周（07/18-07/25）本周镍价整体呈现震荡偏强格局，沪镍主力合约周初开于 120,330 元/吨，周五收于 124,360 元/吨周内上涨 3.35%；LME 镍最新报 15,520 美元/吨，周涨 1.80%。现货市场方面，SMM 1#电解镍均价报 123,960 元/吨，周涨 2,720 元/吨。**宏观层面**，国内“反内卷”政策持续发酵，市场减产消息频出，刺激工业品板块轮动上涨，镍价短暂跟涨。央行开展 4000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期，为连续第五个月加量续作。预计下周沪镍价格可能在 12.1-12.5 万元/吨区间波动。

图 22：上海期交所同 LME 当月期铅价格

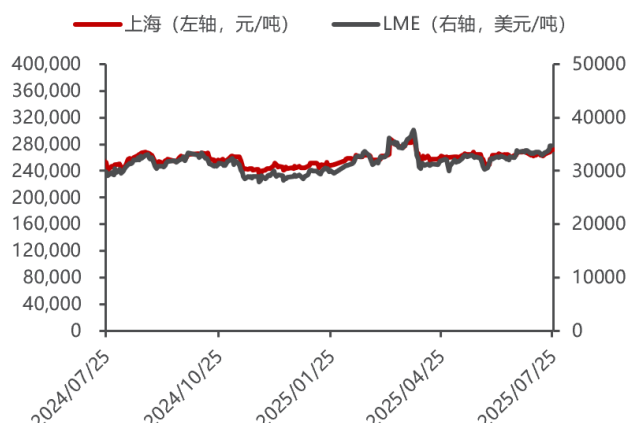


资料来源：同花顺，民生证券研究院

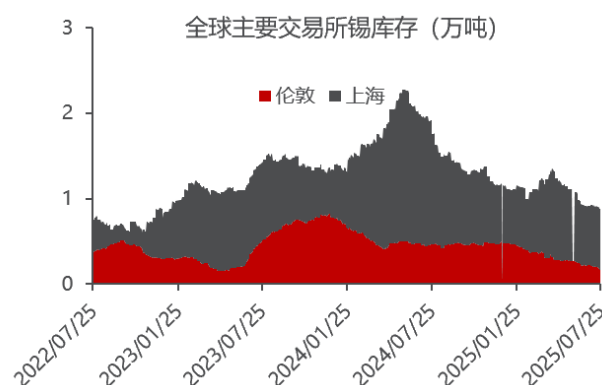
图 23：全球主要交易所铅库存（万吨）



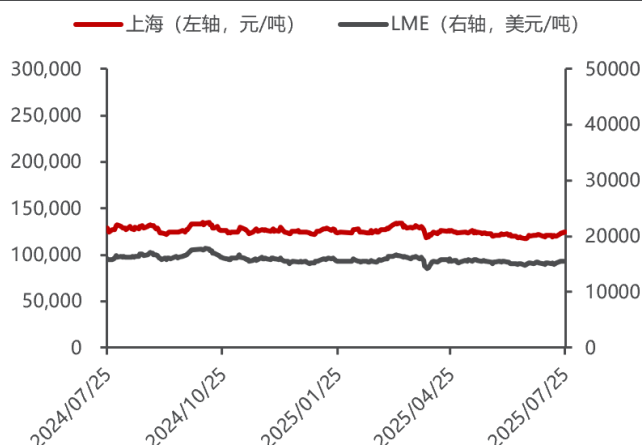
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 24：上海期交所同 LME 当月期锡价格


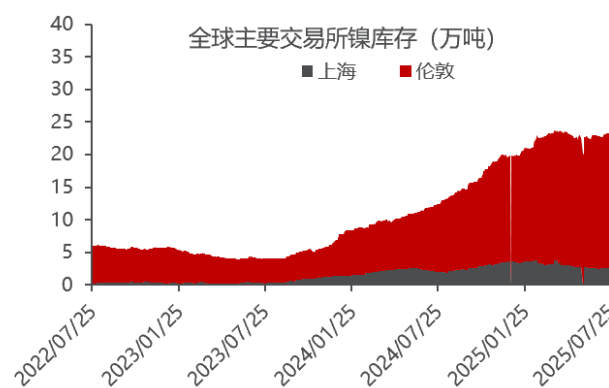
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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

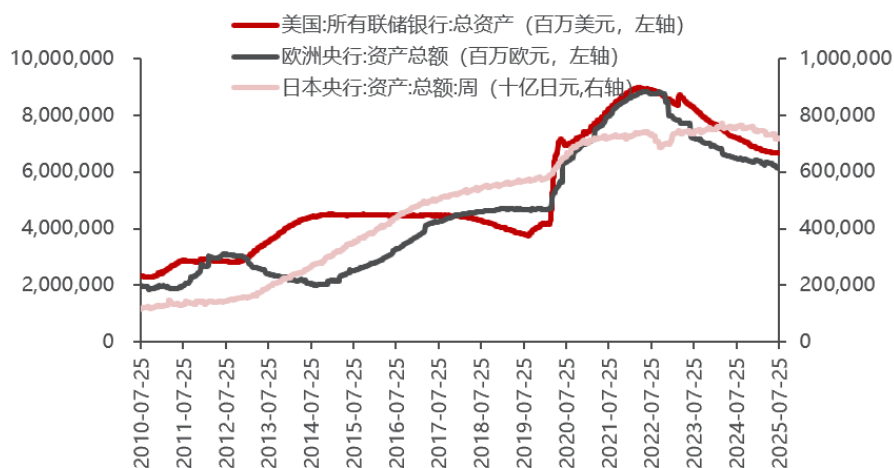
3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

金银：本周（7/18-7/24）金银价格上涨。截至 7 月 24 日，国内 99.95% 黄金市场均价 780.69 元/克，较上周均价上涨 0.83%，上海现货 1#白银市场均价 9291 元/千克，较上周均价上涨 2.02%。周内特朗普政府的关税政策是市场关注的焦点，随着 8 月 1 日美国对全球贸易伙伴施加新关税的最后期限临近，市场对美国与主要贸易伙伴达成协议的前景愈发悲观，全球贸易局势的紧张进一步推高了黄金的避险需求。周前期市场既有全球贸易不确定性的推波助澜，也有美元和美国国债收益率下跌的助力，但昨日美日贸易协议签订完毕，市场风险偏好回升，打压了黄金的避险需求。目前市场等待新线索指引，COMEX 金银主力分

别运行在 3350-3400 和 39.0-39.5 美元/盎司之间，沪银在 9300-9400 元/千克区间内窄幅震荡，沪金主力在 778 元/克附近徘徊。

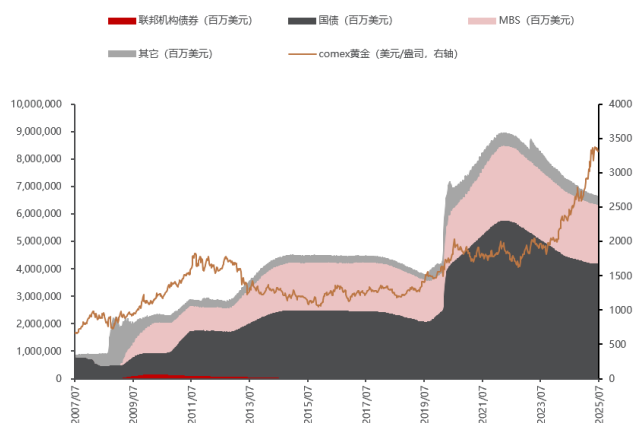
图 28：各国央行的资产总额情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

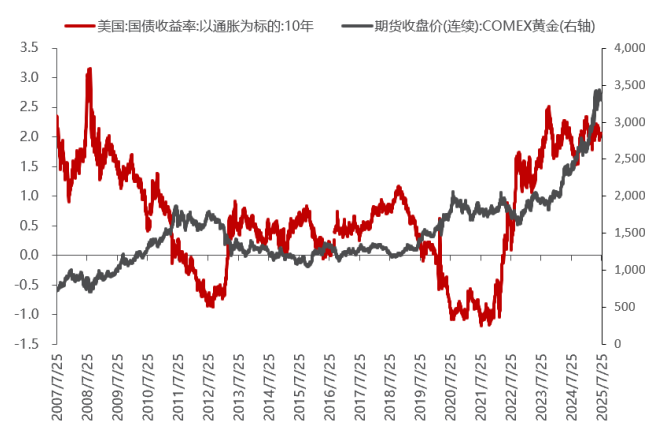
(1) 央行 BS、实际利率与黄金

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

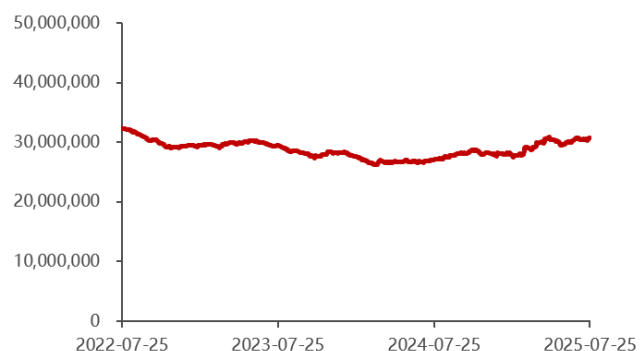
图 30：Comex 黄金与实际利率（%，美元/盎司）



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

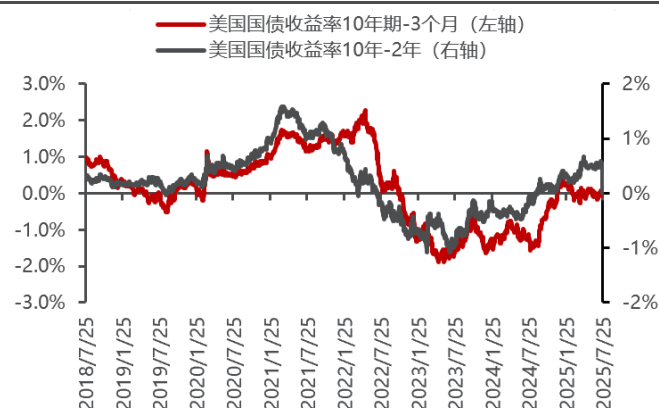
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 吨)



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

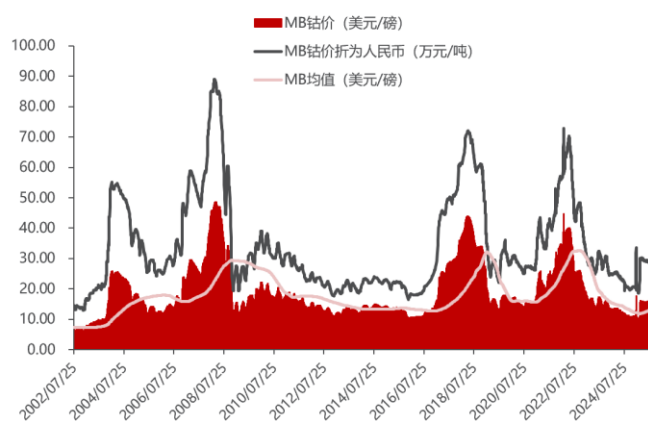
- **电解钴：本周（07/18-07/25）** 本周电解钴价格止跌反弹。**供给端方面**，冶炼企业依旧维持长单供应，出厂价受生产成本影响维持不变。周末海关数据出炉，市场情绪有所提振，国内盘面价格持稳反弹，贸易商报价和成交价跟涨。**需求端方面**，当前电解钴社会库存依旧偏高，叠加下游合金、磁材厂受高温影响需求偏弱，大部分下游厂商仍维持刚需采购节奏。但一些贸易商反映市场的询价和成交情况比上周有一定好转，有少量下游企业在看涨情绪影响下提前补货。**整体上看**，当前这个时间点还处于需求淡季，短期内电解钴价格将维持震荡格局，后续价格走势需重点关注成本抬升以及社会库存消化情况。
- **钴盐及四钴：本周（07/18-07/25）** 三氧化二钴企业报价在 20-21 万元/吨之间，市场成交较之前有所下滑。供应端方面，部分企业开始暂停报价，以出长单为主；需求方面，终端需求相对疲软，钴酸锂正极厂采购需求下降，买货情绪不高，客供比例提高。价格方面，当前实际成交价在 20.5-21 万元/吨。预计后续三氧化二钴价格仍将延续上行趋势。
- **三元材料：本周（07/18-07/25）**，本周各系别三元材料价格涨幅较为明显。**原材料方面**，硫酸镍、硫酸钴延续涨势，硫酸锰小幅下调，而碳酸锂和氢氧化锂价格大幅上涨。由于镍盐、钴盐及锂盐价格仍存上行预期，三元材料价格后续或继续攀升。**供应端来看**，随着“金九银十”传统旺季临近，正极厂商进入备货阶段，中镍及中高镍材料排产较预期有所增加，高镍材料排产则保持稳定。**需求端**呈现分化：国内动力市场主要受旺季备货及新车型上市推动，但订单仍集中在头部企业；海外市场则受关税政策调整及新能源车补贴退坡影响，需求持续承压。值得注意的是，多家三元企业已开始布局磷酸铁锂项目，或对三元材料长期发展空间形成一定挤压。

表5：钴系产品价格一览

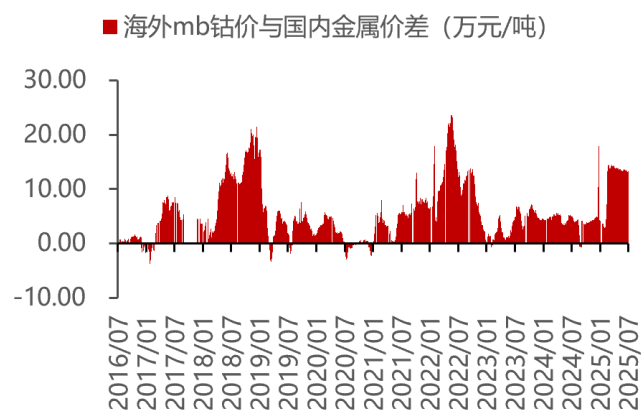
品种	产品类别	价格单位	当周价格	单周变动	1个月变动	年初至今	12个月最高	12个月最低
钴粉	99.5%min 中国	元/公斤	269.50	0.75%	-0.74%	65.85%	272.50	162.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	15.70	1.29%	-0.48%	43.38%	16.13	9.95
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	238.50	1.27%	-1.24%	53.38%	244.50	149.50
钴精矿	6-8% 中国到岸	美元/磅	6.45	1.57%	1.57%	34.38%	6.45	4.75
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	199.50	0.00%	5.28%	82.19%	202.50	109.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	47500.00	0.00%	2.15%	82.69%	49500.00	26000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	173.50	0.00%	2.97%	74.37%	173.50	99.50

资料来源：同花顺，LME，上期所，COMEX，民生证券研究院整理

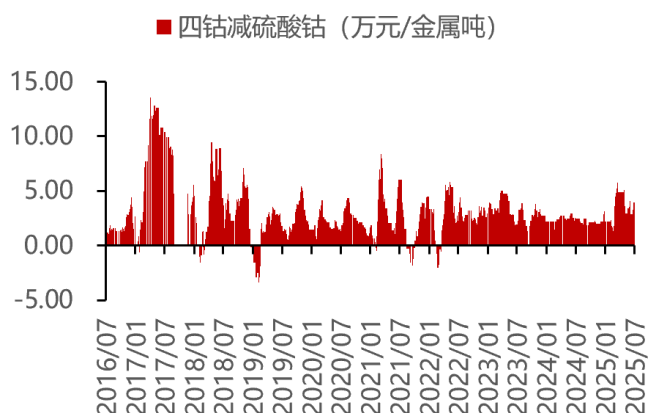
(2) 价差跟踪

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

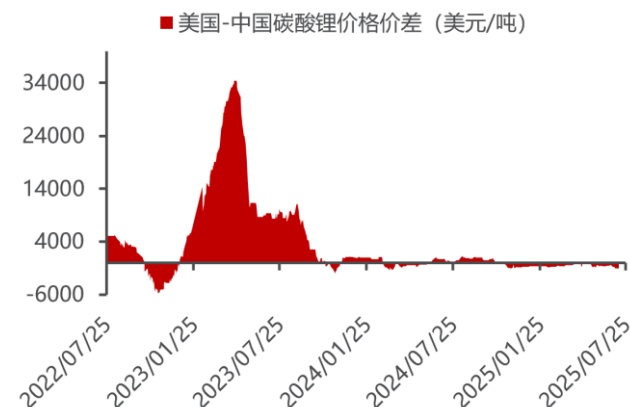
3.2.2 锂

(1) 高频价格跟踪及观点

- **碳酸锂：本周（07/18-07/25）碳酸锂市场呈现大幅上涨。**电池级碳酸锂均价从周初 6.8 万元/吨涨至 7.055 万元/吨；工业级碳酸锂均价由 6.635 万元/吨升至 6.89 万元/吨。本轮市场波动主要受资金面主导，江西矿山供应扰动消息刺激期货盘中暴涨 8%，但实际供需面暂未出现明显缺口。现货市场成交多集中在贸易商环节，正极材料厂对高价位现货接受度较低，仅维持刚性采购。当前价格快速上涨已脱离基本面支撑，上下游价格分歧加剧。部分材料厂在价格回调阶段完成补库后重归观望。呼吁各方理性看待短期波动，关注实际供需变化。
- **氢氧化锂：本周（07/18-07/25）氢氧化锂价格环比上周涨幅明显，**均价环比上周四涨价 3100 元/吨。因碳酸锂期货价格的大幅波动，上下游谈单情绪相比前期发生较大变化。供应端挺价意愿明确，惜售情绪强烈，散单报价跟随碳酸锂期货价格跳涨；需求端，部分三元材料厂有一定刚需采购意愿，能接受的价位被迫同步抬高，使得市场价格有所上抬。在当前碳氢价差位上，碳化处于成本线边缘，在碳酸锂期货价格的某些点位上贸易商或有一定碳化意愿。看加部分下游有一定囤货意愿，使得当前氢氧化锂市场询单、报价情况活跃度有所加强。短期内，氢氧化锂价位受到碳酸锂期货价格影响较为显著，预计短期内将持续上行。
- **磷酸铁锂：本周（07/18-07/25）本周磷酸铁锂价格延续上周增长态势，**整体涨价约 935 元/吨，涨价主要由于碳酸锂价格在本周持续上涨，累计涨价约 3900 元/吨。本周市场端没什么明显变化，材料厂整体生产较稳定，头部一、二梯队铁锂厂的生产节奏都比较平稳，部分还会有些增量，三梯队的铁锂厂生产节奏受到订单影响生产有点放缓，有部分四梯队的小厂反应近期下游需求较弱。下游电芯厂需求拆分来看，动力订单在本月预计将开始减少，储能由于上半月抢出口至美国，叠加东欧等海外市场相关支持性政策落地刺激户储装机量上升，行业整体需求表现较好，带动整体需求增量，但增量有限。头部一、二梯队电芯厂的供应链结构近行业整体来看近期除一两家采购需求有降以外，多数期出现一些调整，主要还是跟产品采购价格有关，仍以稳定或为增为主，整个行业的出货小幅增加，但增量相对有限。预计 7 月磷酸铁锂产量环增约 5%以内。
- **钴酸锂：本周（07/18-07/25），近期钴酸锂价格较为平稳，**本周四氧化三钴价格持稳，电池级碳酸锂价格涨幅较大，但反应在钴酸锂正极还需要时间。供应端方面，四氧化三钴企业出货报价较高，钴酸锂正极厂面对高价四钴采购意愿较低；需求端方面，终端需求疲软，对钴酸锂的需求下降。整体来看，钴酸锂价格将会随着四钴和碳酸锂价格的上涨而有较大幅度的上涨。

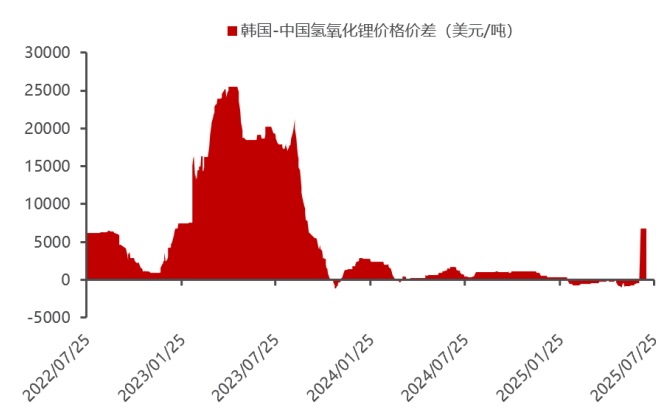
(2) 价差跟踪

图 41：国内外碳酸锂价差



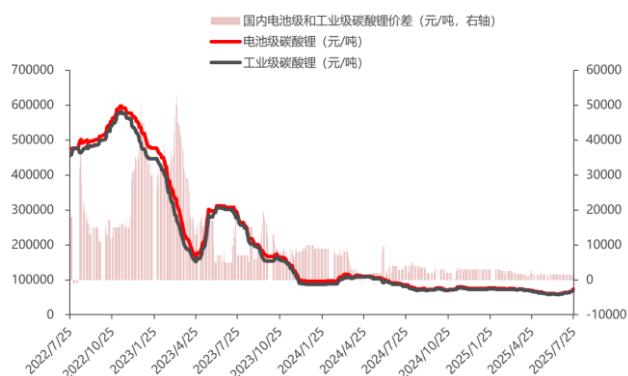
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 42：国内外氢氧化锂价差



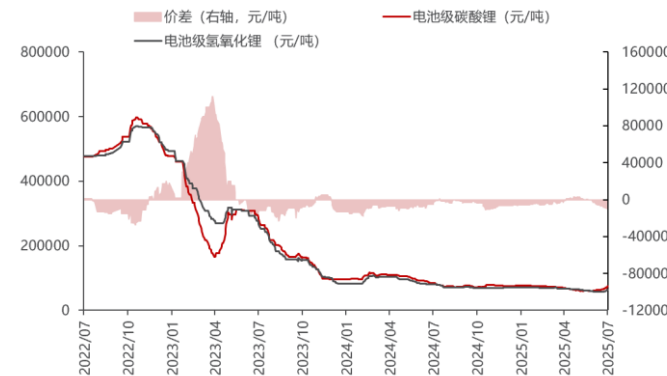
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

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

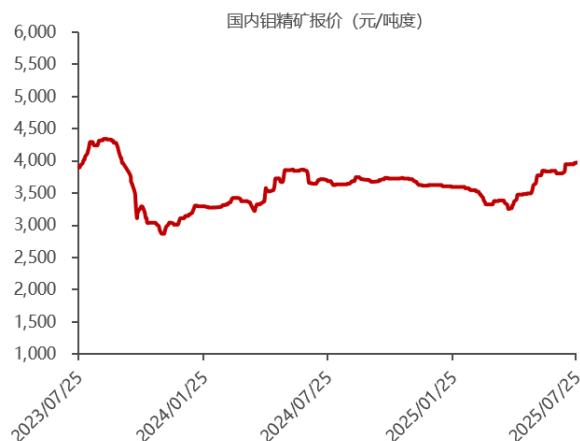
图 44：国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差



资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

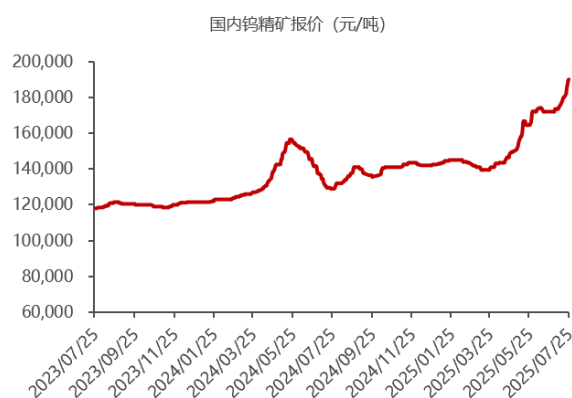
3.3 其他小金属

图 45：国内钼精矿价格



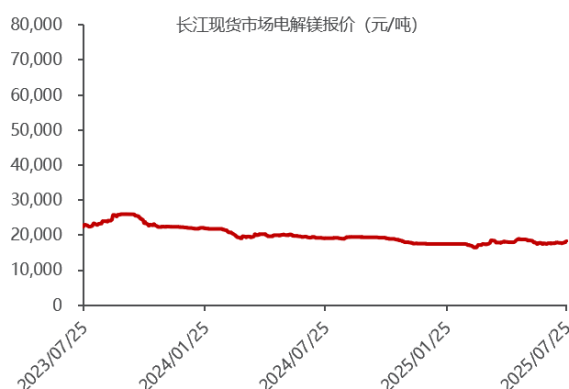
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 46：国内钨精矿价格



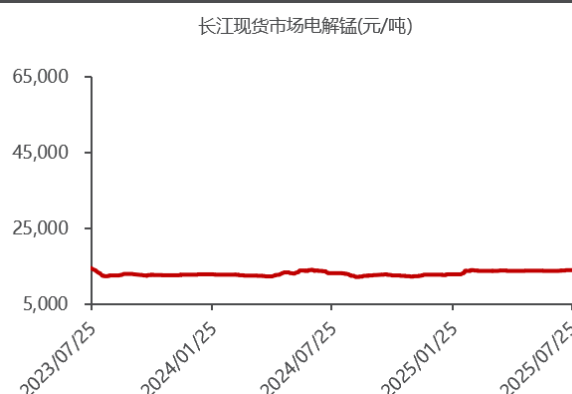
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 47：长江现货市场电解镁价格



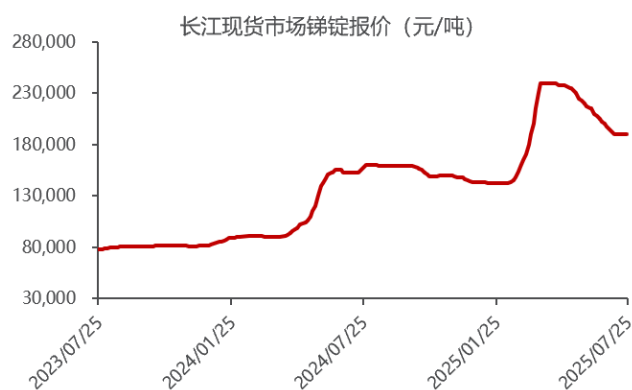
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 48：长江现货市场电解锰价格



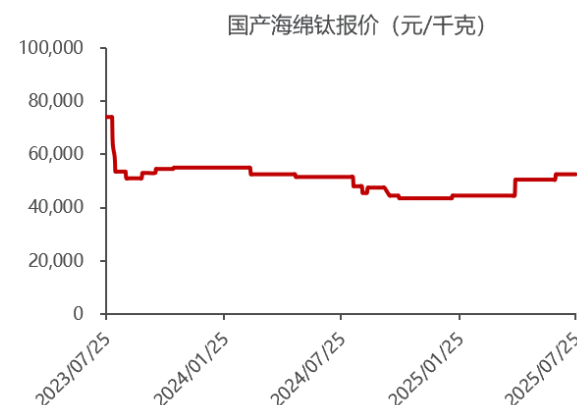
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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



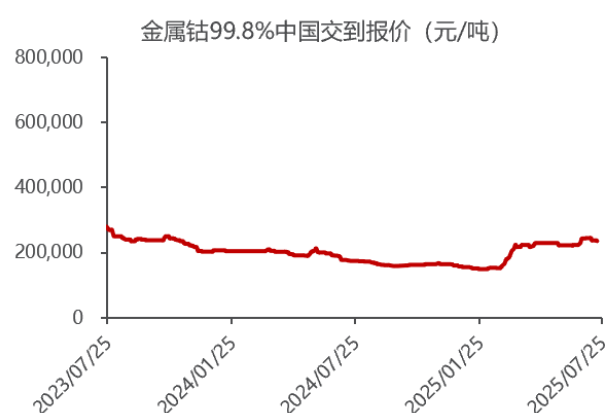
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 51：国产高碳铬铁价格



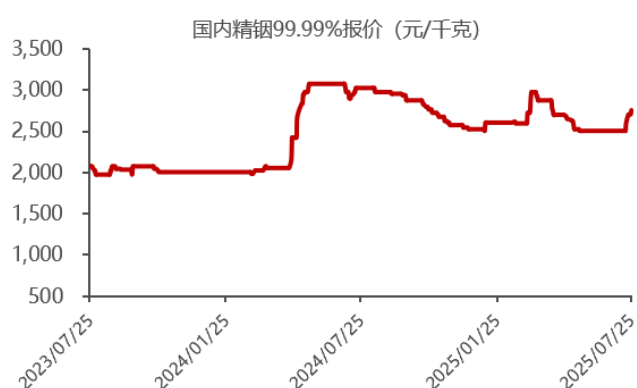
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 52：长江现货市场金属钴价格



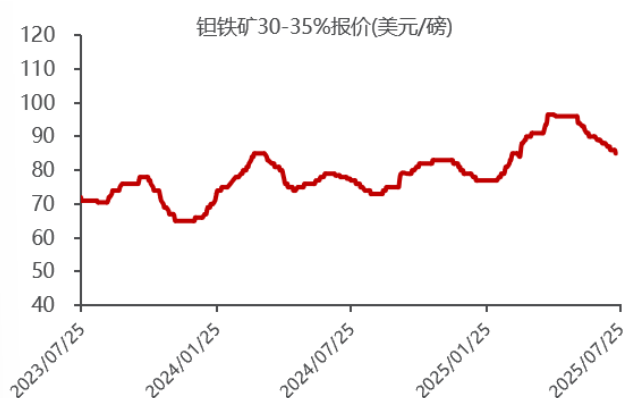
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 53：国内精钢 99.99%价格



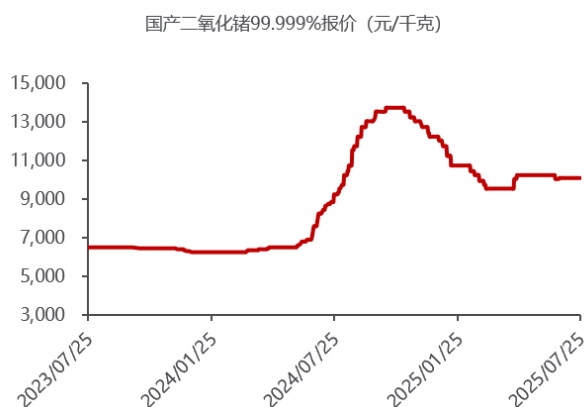
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 54：钼铁矿 30%-35%价格



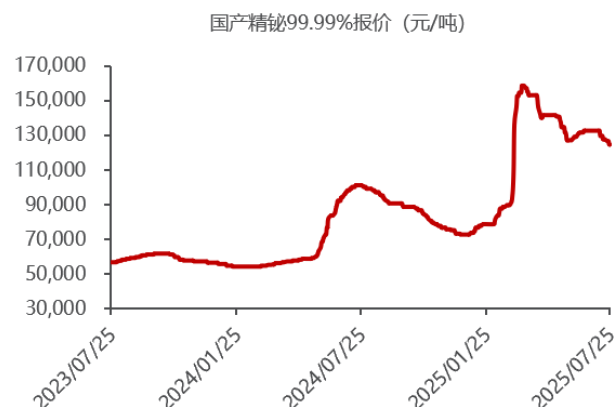
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 55：国产二氧化锆价格



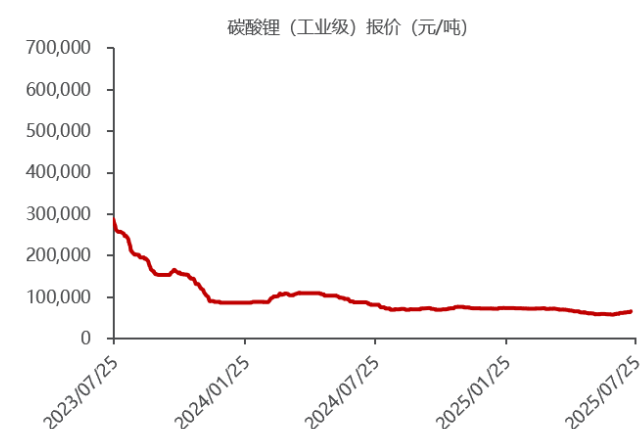
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 56：国产精铋价格



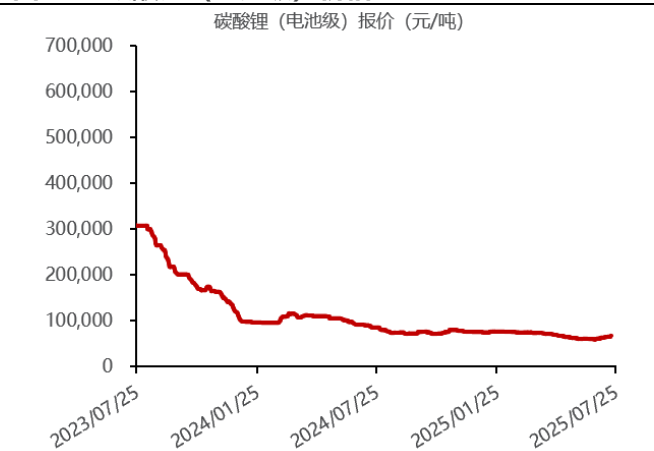
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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

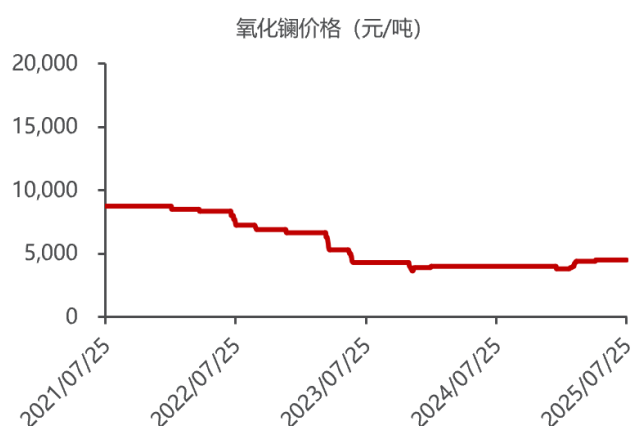


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

4 稀土价格

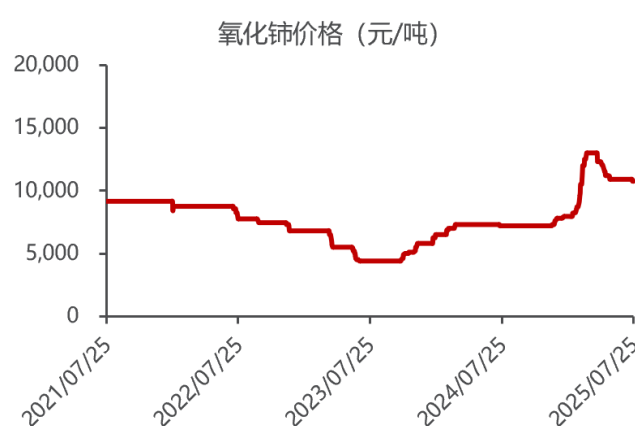
稀土磁材：本周（07/18-07/25），本周稀土价格整体呈上涨趋势，氧化镨钕等轻稀土产品涨幅较大，市场看涨情绪浓厚。稀土矿端供应量有所收紧，持货商惜售，市场交投活跃度不高，上下游博弈激烈。SMM 预计受供应紧张及需求回暖影响，稀土价格或将维持高位震荡。

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 (07/18-07/25)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (07/18-07/25)	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 7 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	12
图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)	12
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	14
图 30: Comex 黄金与实际利率 (% , 美元/盎司)	14
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	18
图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差	18
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: 氧化镝价格	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