

美政府停摆，金属价格震荡

2025年11月09日

➤ 本周 (11/3-11/7) 上证综指上涨 1.08%，沪深 300 指数上涨 0.82%，SW 有色金属指数上涨-0.21%，贵金属 COMEX 黄金-0.14%，COMEX 白银-0.05%。工业金属价格铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动-0.90%、-1.80%、+0.54%、+0.99%、-1.51%、-1.00%；工业金属 LME 库存铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动-1.58%、+0.95%、-1.13%、-7.54%、+0.40%、+5.57%。

➤ **工业金属：降息预期降温，美政府停摆，金属价格进入短期震荡，中美关税和谈，国内“十五五”规划落地，未来不改价格上行趋势。铜方面**，SMM 进口铜精矿指数为-42.04 美元/干吨，环比增加 0.11 美元/吨。坦桑尼亚与赞比亚贸易通道重新开放，但港口效率较低。宏观上美联储 12 月降息预期有所降温，美元指数反弹，铜价回落刺激下游提货回暖，Q4 电网端仍有交货订单，终端需求韧性较强；**铝方面**，10 月国内电解铝运行产能环比持平，进入 11 月冬季环保因素限制部分企业开工，但由于停槽后产量无法立即归零，产量降幅预计较小；需求端进入淡季季切换，叠加铝价高位，下游开工率走弱。库存方面较为稳定，周内累库 0.3 万吨。随着“十五五”规划落地，内需预期将大幅改善，电解铝板块将迎来布局时机。**重点推荐：洛阳铝业、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：刚果金钴出口审批仍未完成，储能需求持续超预期，看好能源金属表现。锂方面**，锂盐厂开工率高位运行，辉石和盐湖成为供应主力，新能源汽车与储能市场保持强势，头部电池企业普遍满产，需求超预期，库存保持去库趋势，碳酸锂价格预计将偏强运行。**钴方面**，刚果金钴中间品出口审批仍未通过，相关流程预计最快 11 月中下旬完成，主流矿企和贸易商继续暂停报价，冶炼厂受成本支撑维持挺价策略。钴原料供需短缺明确，国内去库加快，钴价仍有进一步上行动力。**镍方面**，需求端由于部分下游厂商有一定原料库存累积，价格接受程度略有下行，供应端镍盐厂现货紧张程度有所改善，但原材料成本支撑镍盐报价维持高位。**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：降息预期降温，未来在央行购金+美元信用弱化主线下，继续看好金银价格上涨。**美联储多位官员发表鹰派讲话，美国 10 月 ADP 数据超预期，12 月降息概率下降，美元指数上行压制金价。美国政府停摆时间创纪录，美国最高法院质疑特朗普关税合法性，贵金属价格预计偏震荡。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：西部黄金、紫金黄金国际、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，建议关注湖南白银。**

➤ **风险提示：需求不及预期、供给超预期释放、海外地缘政治风险。**

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
601899.SH	紫金矿业	30.17	1.21	1.95	2.49	25	15	12	推荐
603993.SH	洛阳铝业	16.54	0.63	0.88	1.16	26	19	14	推荐
000807.SZ	云铝股份	25.32	1.27	1.94	2.31	20	13	11	推荐
603799.SH	华友钴业	64.34	2.50	3.15	4.16	26	20	15	推荐
002738.SZ	中矿资源	60.41	1.05	0.63	1.69	58	96	36	推荐
002756.SZ	永兴材料	50.85	1.97	1.74	2.53	26	29	20	推荐
603979.SH	金诚信	65.40	2.57	3.76	4.40	25	17	15	推荐
601168.SH	西部矿业	23.53	1.23	1.56	1.71	19	15	14	推荐
1258.HK	中国有色矿业	14.15	0.77	0.85	0.85	18	17	17	推荐
600547.SH	山东黄金	35.21	0.57	1.42	1.81	62	25	19	推荐
600489.SH	中金黄金	21.08	0.70	1.09	1.47	30	19	14	推荐
600988.SH	赤峰黄金	29.63	1.07	1.82	2.37	28	16	13	推荐
000975.SZ	山金国际	21.03	0.78	1.32	1.60	27	16	13	推荐
1818.HK	招金矿业	29.48	0.43	0.92	1.23	69	32	24	推荐
002155.SZ	湖南黄金	20.93	0.70	0.97	1.15	30	22	18	推荐
1208.HK	五矿资源	6.85	0.08	0.39	0.46	88	18	15	推荐

资料来源: ifind, 民生证券研究院预测, (注: 股价为 2025 年 11 月 7 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)

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

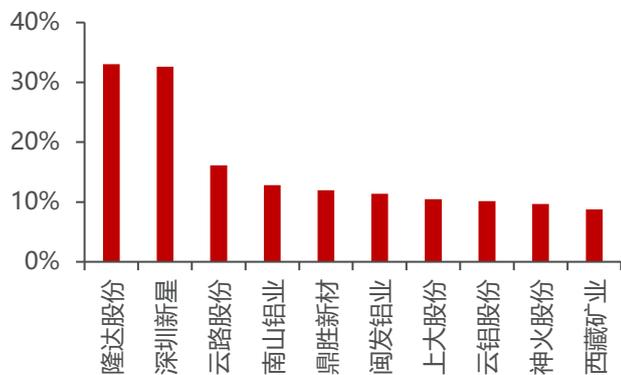
1. 有色金属周报 20251102: 中美贸易摩擦暂缓一年, 内外共振将驱动商品价格上行-2025/11/02
2. 有色金属周报 20251026: 需求旺季叠加供给扰动, 工业金属价格上行-2025/10/26
3. 有色金属周报 20251019: 关税不确定性扰动持续, 避险推动金银续创新高-2025/10/19
4. 有色金属周报 20251012: 关税扰动再起, 避险需求驱动金价走强-2025/10/12
5. 有色金属周报 20250928: 供给扰动频发, 价格持续上行-2025/09/27

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	24
5 风险提示	26
插图目录	27
表格目录	28

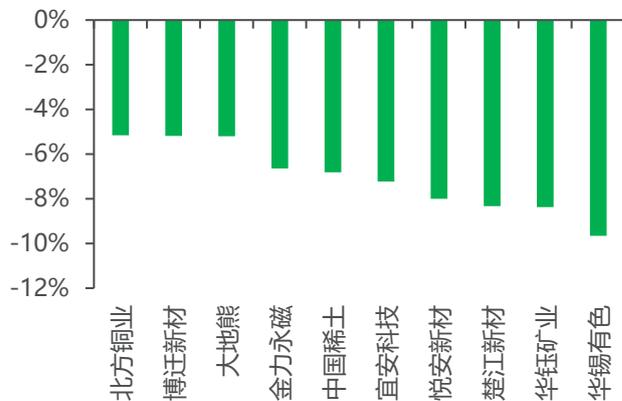
1 行业及个股表现

图 1：期间涨幅前 10 只股票 (11/03-11/07)



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 (11/03-11/07)



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

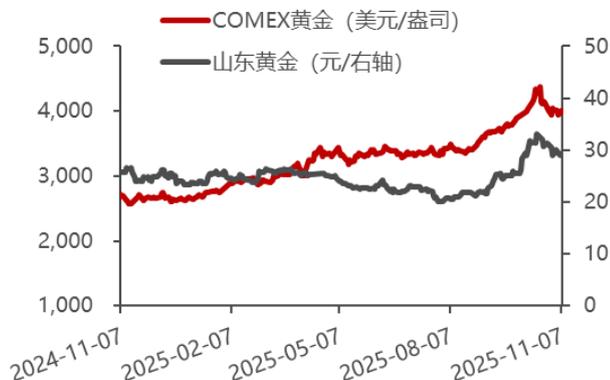
		单位	价格/库存 2025/11/07	本周来	本月上	今年来
基本金属价格						
LME 价格	铝(当月)	美元/吨	2862	-0.90%	-0.90%	13.17%
	铜(当月)	美元/吨	10695	-1.80%	-1.80%	21.52%
	锌(当月)	美元/吨	3066.5	0.54%	0.54%	4.87%
	铅(当月)	美元/吨	2045	0.99%	0.99%	5.77%
	镍(当月)	美元/吨	15020	-1.51%	-1.51%	-0.13%
	锡(当月)	美元/吨	35820	-1.00%	-1.00%	25.86%
国内价格	铝(当月)	元/吨	21625	1.53%	1.53%	8.42%
	铜(当月)	元/吨	85940	-1.23%	-1.23%	17.28%
	锌(当月)	元/吨	22720	1.63%	1.63%	-10.07%
	铅(当月)	元/吨	17420	0.17%	0.17%	3.54%
	镍(当月)	元/吨	119440	-0.95%	-0.95%	-3.54%
	锡(当月)	元/吨	283510	-0.14%	-0.14%	15.89%
基本金属库存						
铝	LME 库存	万吨	54.92	-1.58%	-1.58%	-13.46%
	上海期交所库存	万吨	11.33	-0.21%	-0.21%	-43.67%
铜	LME 库存	万吨	13.59	0.95%	0.95%	-49.92%
	COMEX 库存	万吨	36.94	3.85%	3.85%	295.59%
上海期交所库存	万吨	11.50	-0.95%	-0.95%	55.09%	
	锌	LME 库存	万吨	3.49	-1.13%	-1.13%
上海期交所库存	万吨	10.02	-3.10%	-3.10%	231.42%	
	铅	LME 库存	万吨	20.37	-7.54%	-7.54%

	上海期交所库存	万吨	3.86	7.18%	7.18%	-25.55%
镍	LME 库存	万吨	25.31	0.40%	0.40%	55.78%
	上海期交所库存	万吨	3.72	1.19%	1.19%	2.94%
锡	LME 库存	万吨	0.30	5.57%	5.57%	-36.24%
	上海期交所库存	万吨	0.60	1.23%	1.23%	-10.86%
贵金属价格						
COMEX 价格	黄金	美元/盎司	4007.80	-0.14%	-0.14%	50.04%
	白银	美元/盎司	48.23	-0.05%	-0.05%	60.83%
国内价格	黄金	元/克	918.03	-0.38%	-0.38%	48.91%
	白银	元/千克	11480.00	0.61%	0.61%	51.91%
小金属价格						
	钼精矿	元/吨度	3945	-6.07%	-6.07%	8.83%
	钨精矿	元/吨	315000	4.30%	4.30%	121.05%
	电解镁	元/吨	17200	1.18%	1.18%	-1.71%
	电解锰	元/吨	14300	0.00%	0.00%	11.72%
	铋锭(1#)	元/吨	149500	-1.97%	-1.97%	4.55%
	海绵钛	元/千克	47500	0.00%	0.00%	9.20%
	铬铁(高碳)	元/吨	8400	-1.18%	-1.18%	11.26%
	钴	元/吨	375500	-2.72%	-2.72%	141.48%
	铋	元/吨	122000	0.00%	0.00%	65.99%
	钽铁矿	美元/磅	94	1.08%	1.08%	18.99%
	二氧化锗	元/千克	9500	0.00%	0.00%	-19.15%
	铟	元/千克	2505	0.00%	0.00%	-0.79%
	碳酸锂(工业级)	元/吨	79000	-1.86%	-1.86%	8.97%
	碳酸锂(电池级)	元/吨	80000	-2.44%	-2.44%	5.96%
	五氧化二钒	元/吨	72000	-1.37%	-1.37%	-1.37%
稀土						
稀土氧化物	氧化镧	元/吨	4500	0.00%	0.00%	12.50%
	氧化铈	元/吨	11600	0.00%	0.00%	48.72%
	氧化镨	元/吨	565000	1.35%	1.35%	40.20%
	氧化钕	元/吨	567500	1.34%	1.34%	37.08%
	氧化镝	元/千克	1560	-0.95%	-0.95%	-3.11%
	氧化铽	元/千克	6625	0.76%	0.76%	18.09%
	镨钕氧化物	元/吨	553000	4.14%	4.14%	38.94%
稀土金属	金属镧	元/吨	21500	0.00%	0.00%	-4.44%
	金属铈	元/吨	29000	0.00%	0.00%	16.00%
	金属镨	元/吨	765000	2.00%	2.00%	53.92%
	金属钕	元/吨	695000	2.21%	2.21%	39.84%
	金属镝	元/千克	1910	0.00%	0.00%	-5.91%
	金属铽	元/千克	8225	-0.30%	-0.30%	17.92%
	镨钕合金	元/吨	553000	4.14%	4.14%	38.94%

资料来源: 同花顺, 亚洲金属网, 民生证券研究院

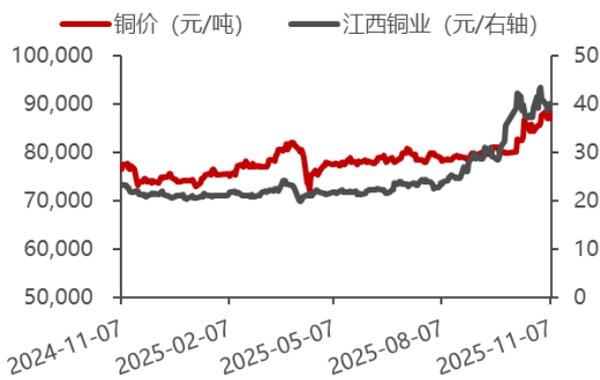
2.1 价格和股票相关性复盘

图 3: 黄金价格与山东黄金股价走势梳理



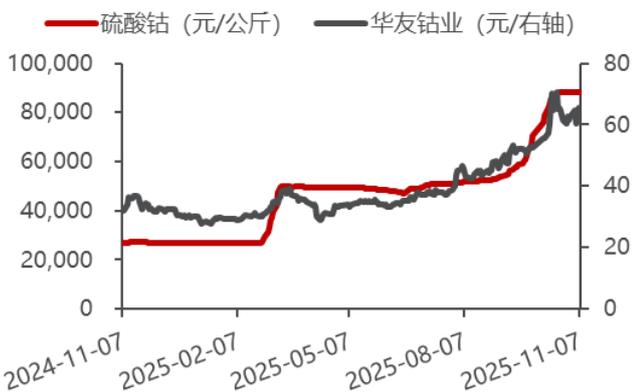
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 4: 阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理



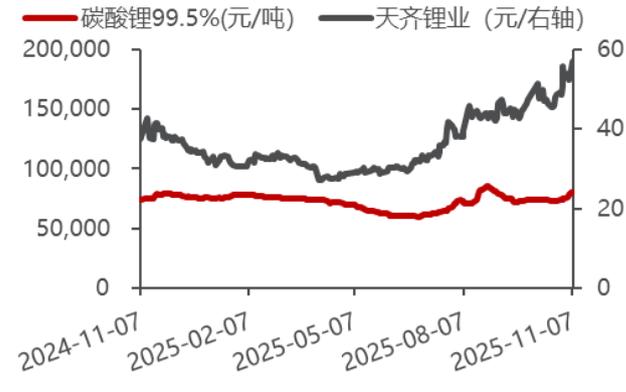
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

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 (11/3-11/7) 宏观层面, 国际方面, 本周三美国最高法院大法官对特朗普单方面实施全面关税的权力表现出明显疑虑, 特朗普是否有权绕过国会发动贸易冲突受到质疑。国内方面, 商务部新闻发言人表示, 中美经贸团队通过吉隆坡磋商, 达成的成果共识主要有以下几方面: 美方取消对华商品加征 10% 所谓芬太尼关税, 美方加征的 24% 对等关税继续暂停一年; 美方暂停实施出口管制 50% 穿透性规则一年; 美方暂停对华海事等 301 调查一年等。

供应端，2025年10月份（31天）国内电解铝产量同比增长1.13%，环比增加3.52%。10月传统旺季延续，虽然“银十”旺季成色略显不足，但随着电解铝厂周边配套下游加工厂的开工与提产，国内电解铝厂铝水比例回升幅度仍高于预期，本月行业铝水比例环比回升1.4个百分点至77.7%。

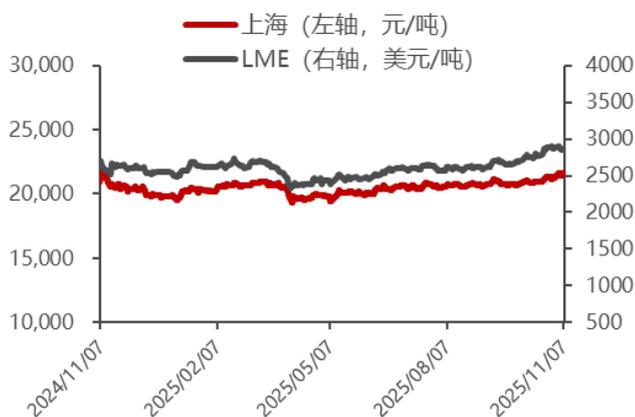
综合来看，目前铝价处于高位震荡阶段叠加中原地区因雾霾天气严重，陆续有环保限产政策颁布，对需求有一定抑制。库存方面，随着传统旺季结束，11月铝水比例高位有所承压，铝锭供应压力增加，高位铝价压制下需求稳定性也难以保障，本周四国内主流消费地电解铝锭库存录得62.2万吨，环比上周四累库0.3万吨。11月上半月国内铝锭库存趋势将转持稳小增，在60-65万吨附近运行。尽管基本面驱动力有限，但国内外宏观面表现依旧乐观，铝价高位震荡运行格局不改。

表2：铝产业链价格统计

	2025-11-06		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	21,350	50	0.23%	150.0	0.71%	400.0	1.91%	
氧化铝	2,810	0.0	0.00%	-20.0	-0.71%	-130.0	-4.42%	
铝土矿（澳洲进口）	560.54	-0.28	-0.05%	0.0	0.00%	-17.9	-3.10%	
铝土矿（广西）	565.0	0.0	0.00%	0.0	0.00%	0.0	0.00%	
铝土矿（山西）	655.4	0.0	0.00%	0.0	0.00%	0.0	0.00%	
预焙阳极	5,110	0.0	0.00%	60.0	1.19%	220.0	4.50%	
动力煤	804.0	9.0	1.13%	31.0	4.01%	98.0	13.88%	

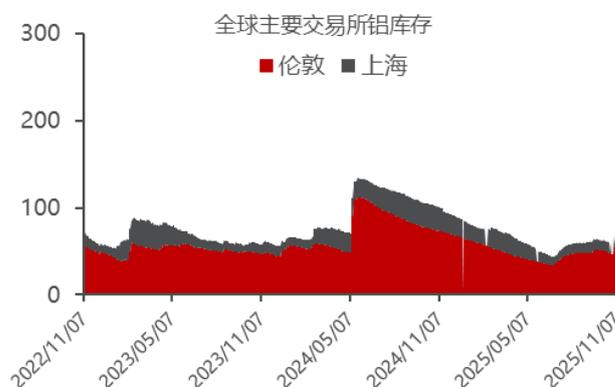
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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

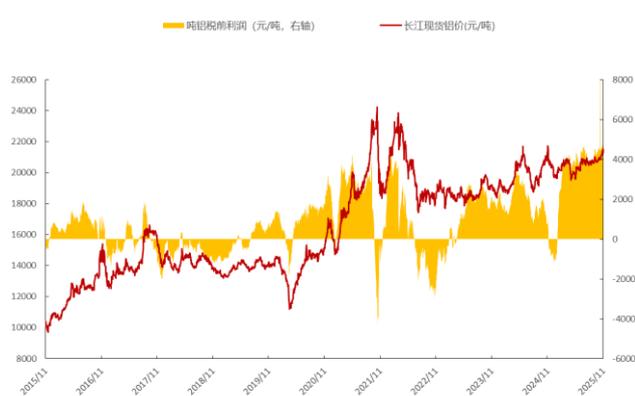
(2) 利润

图 9：预焙阳极盈利梳理（元/吨）



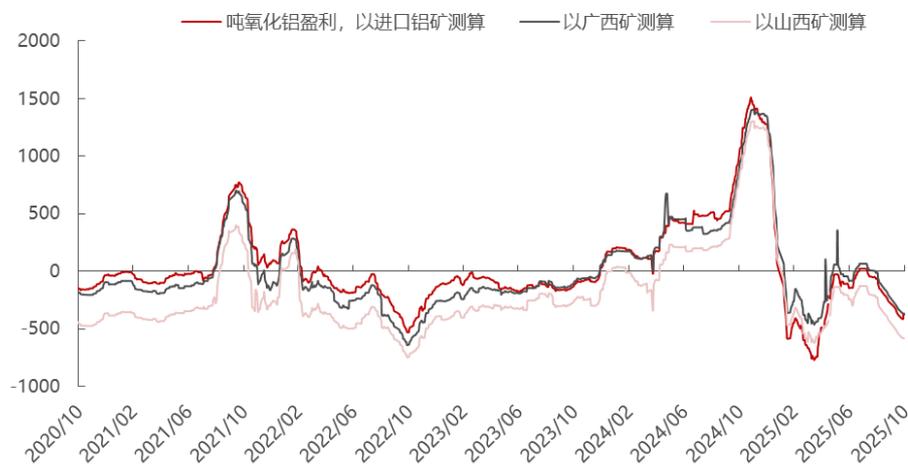
资料来源：SMM，民生证券研究院

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)

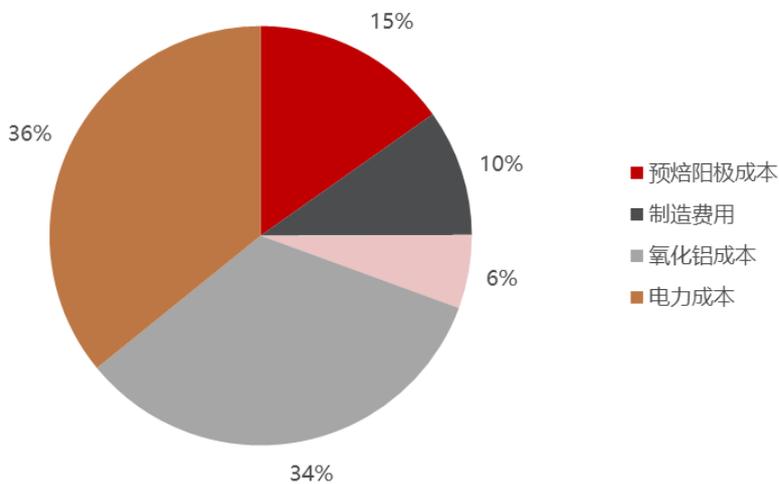


资料来源: 同花顺, 百川资讯, 民生证券研究院测算

注: 数据截至 2025.11.6

(3) 成本库存

图 12: 2025 年 11 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
2025/10/30	4.8	16.9	4.2	7.9	2.6	0.8	2.4	22.3	61.9
2025/11/3	4.7	17.2	4.2	8.5	2.8	0.5	2.4	22.4	62.7
2025/11/6	4.3	17.2	4.4	8.1	2.9	0.5	2.4	22.4	62.2
较上周四变化	-0.5	0.3	0.2	0.2	0.3	-0.3	0.0	0.1	0.3

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

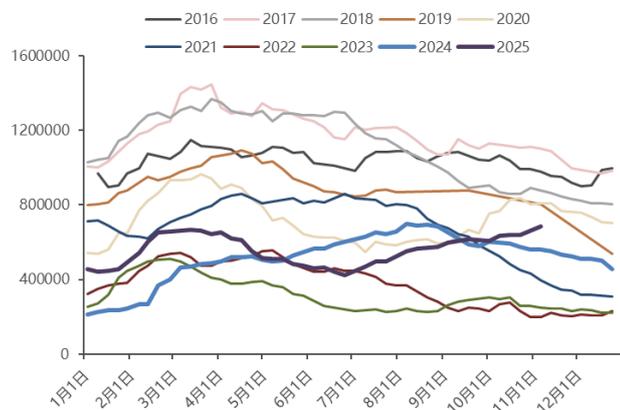
2.2.2 铜

(1) 价格周度观点

本周 (11/3-11/7)，前期美联储内部对政策路径分歧加大，部分理事认为关税未显著推升通胀并倾向年内降息，但多数官员坚持维持限制性政策抑制通胀，市场对 12 月降息预期回落至约 50%，美元指数反弹，加之制造业数据表现疲软，铜价自前期高位大幅回落。后美国最高法院对特朗普政府对等关税政策提出合法性质疑，叠加政府停摆忧虑缓解，美元高位震荡，铜价短线企稳。本周伦铜运行于 10550-10900 美元/吨，沪铜整体运行于 85000-87500 元/吨。

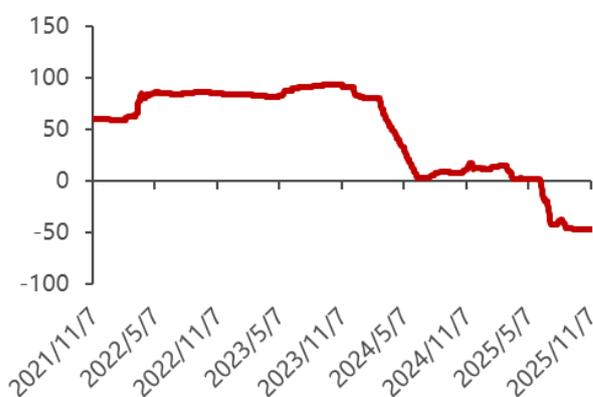
基本面方面，本周铜精矿成交较为冷清，现货 TC 较此前维持平稳。非洲两大铜出口国重启关键贸易通道。Tanzania 与 Zambia 之间的货运边境已重新开放，但目前港口效率缓慢。国内方面因铜价下行 下游点价意愿回暖，提货情绪较此前升温，周内现货升水见底回升。但库存整体仍在垒库。第四季度消费从目前来看仍缺乏动能。

图 14: 三大期货交易所铜库存合计+保税区 (吨)

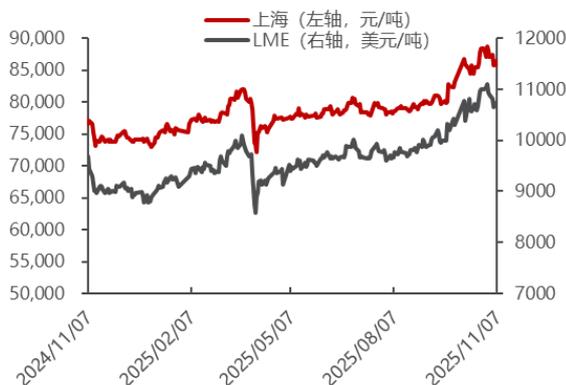


资料来源：同花顺，SMM，民生证券研究院
注：2023 年以来铜保税区库存数据采用同花顺数据

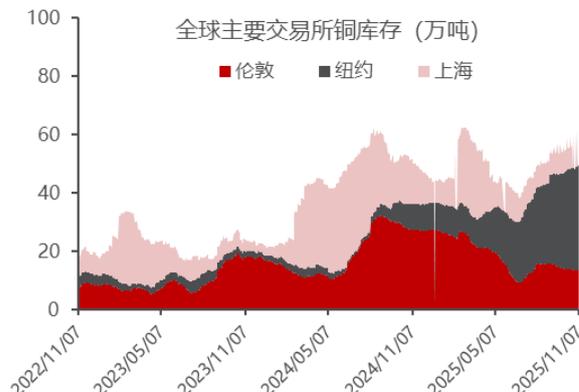
图 15: 铜精矿加工费 (美元/吨)



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

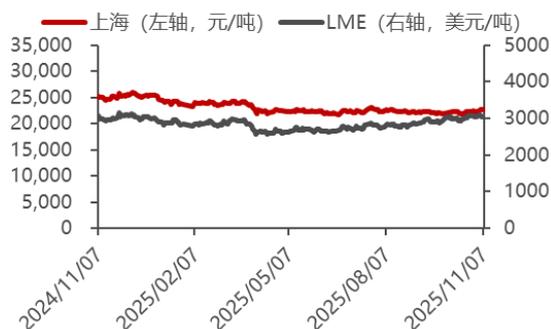
2.2.3 锌

(1) 价格周度观点

本周 (11/3-11/7) ,伦锌: 周初, 美国 10 月 ISM 制造业 PMI 录得 48.7, 连续第八个月萎缩, 市场避险情绪较浓, 同时根据 LME 库存显示, 海外锌库存继续减少 1475 吨至 33825 吨, 突破年内新低, 支撑伦锌不断上冲; 随后美联储内部对于降息的分歧使得美元指数延续涨势, 在强势的美元下伦锌承受压走低; 随后美国 10 月 ADP 就业人数增加 4.2 万人, 高于预期, 数据缓解了对美国经济和劳动力市场的担忧, 美联储降息不确定性加大, 伦锌重心继续下行; 随后根据芝加哥联储数据显示 10 月失业率约为 4.36%, 创四年新高, 就业市场相对疲软, 美元指数下挫, 伦锌小幅上行; 接着伦锌回落; 但在海外低库存的支撑下伦锌再度上行。截至本周五 15:00, 伦锌录得 3057.5 美元/吨, 涨 7.5 美元/吨, 涨幅 0.25%。

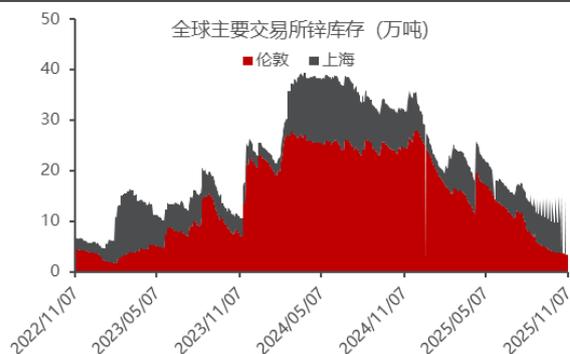
沪锌: 周初, 沪锌短暂延续上周下行走势; 随后外盘不断走高, 同时宏观来看我国 10 月 RatingDog 制造业 PMI 录得 50.6, 虽仍处于荣枯线上方, 但整体不及预期市场避险情绪渐起, 基本面来看 11 月国内冶炼厂产量或将出现一定程度下滑, 在外盘的强带动以及国内宏观及基本面的共振下, 沪锌迅速上行; 然而国内锌下游消费仍旧相对平淡, 同时截至本周一, 国内社会库存小幅累库至 16.17 万吨, 短期看国内市场供过于求持续, 沪锌支撑减弱, 迅速下滑; 接着因国内矿加工费不断走低, 精炼锌存在一定减产预期, 叠加出口窗口仍有开启, 沪锌底部支撑较强, 但国内消费较淡, 沪锌维持震荡走势。截至本周五 15:00, 沪锌录得 22720 元/吨, 涨 365 元/吨, 涨幅 1.63%。

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

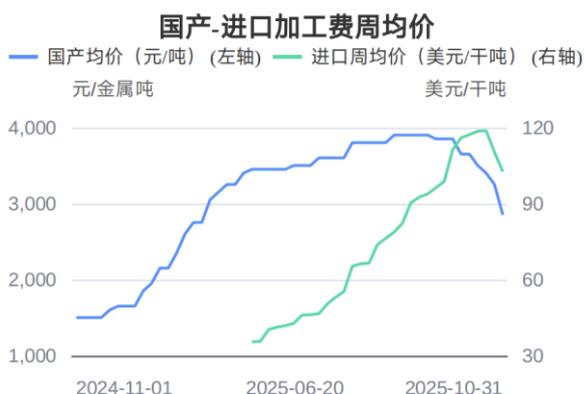
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)



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



数据来源: SMM

资料来源: SMM, 民生证券研究院

表4: 锌七地库存 (万吨)

国内主要消费地锌社会库存 (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
2025/10/27	3.81	5.23	6.43	0.25	0.26	0.1	0.27	15.47	16.35
2025/10/30	3.68	5.13	6.47	0.25	0.24	0.1	0.27	15.28	16.15
2025/11/3	3.58	5.16	6.59	0.21	0.26	0.1	0.27	15.33	16.17
2025/11/6	3.36	5.02	6.63	0.22	0.27	0.1	0.27	15.01	15.87
较上周四变化	-0.32	-0.11	0.16	-0.03	0.03	0.00	0.00	-0.27	-0.28
较本周一变化	-0.22	-0.14	0.04	0.01	0.01	0.00	0.00	-0.32	-0.30

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

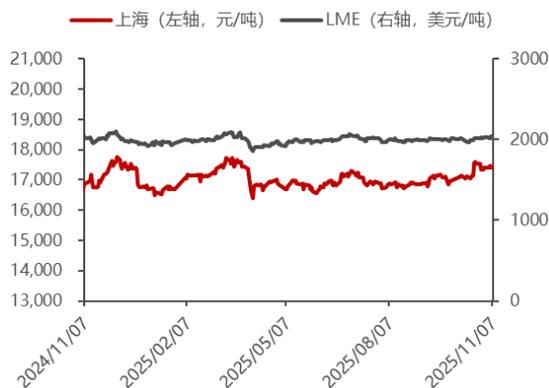
铅：本周（11/3-11/7），伦铅：海外市场铅锭持续去库，LME 铅库存已连续三周每周降幅超过万吨，且值得注意的是 LME 铅 0-3 贴水收窄至-14.96 美元/吨，为近半年以来的高位，或支持铅价延续偏强震荡。此外，中国铅锭进口窗口由盈利 转向亏损，海外铅锭已不具备转移至中国市场的条件，或使后续 LME 铅锭库存去库减缓。**本周沪铅：**原生铅与再生铅冶炼企业检修后逐步恢复，同时下游企业减停产后亦相对恢复，铅锭供需双增，叠加当前铅锭库存基数较小，铅价呈偏强震荡。此外，下周为沪铅交割前一周，隐性库存将转变为显性库存，警惕铅价冲高回落风险。

锡：本周（11/3-11/7），沪锡主力合约价格在本周维持高位震荡格局，整体波动区间在 281760 至 285580 元/吨之间。受到宏观面的强烈压制，尤其是美联储降息后鲍威尔释放鹰派信号导致美元指数走强，对以美元计价的锡价形成压力。现货市场上，成交情况较为清淡，下游企业普遍产生畏高情绪，采购行为趋于谨慎。尽管部分企业在锡价小幅下跌时进行了少量补库，但整体补库积极性不高，多数终端用户仅维持必要的刚需补库，并未出现大规模备货行为。

镍：本周（11/3-11/7），本周镍价整体呈现震荡下行走势，市场在持续高企的库存压力与宏观事件的双重影响下，情绪明显转向悲观。本周初，沪镍主力合约承压走低，一度下探至 118,980 元/吨的周内低点。此后价格在 11.9 万元/吨整数关口附近获得支撑，展开窄幅震荡。LME 镍价走势与国内基本同步，本周一度跌破 15,000 美元/吨，最新报价 15,065 美元/吨，周度跌幅 1.28%。尽管美联储在 10 月的议息会议上如期降息 25 个基点，但会后主席鲍威尔的表态偏鹰派，强调 12 月是否进一步降息“远非已成定局”，导致市场对年底前再度降

息的预期明显降温，推动美元指数强势突破 100 关口。LME 镍库存本周继续增加 378 吨，达到 253,128 吨的历史高位。后市镍价或将小幅回升，但核心震荡区间仍为 11.9-12.3 万元/吨。

图 22: 上海期交所同 LME 当月期铅价格



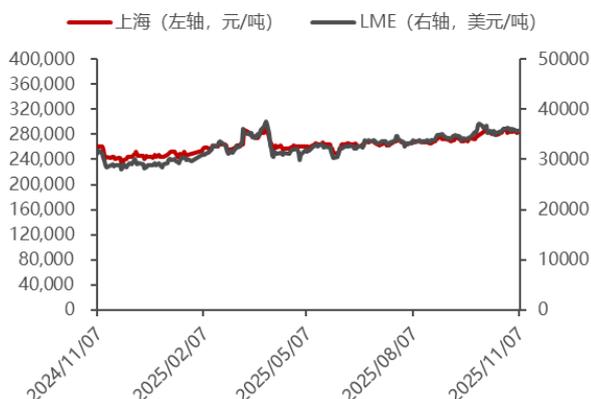
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)



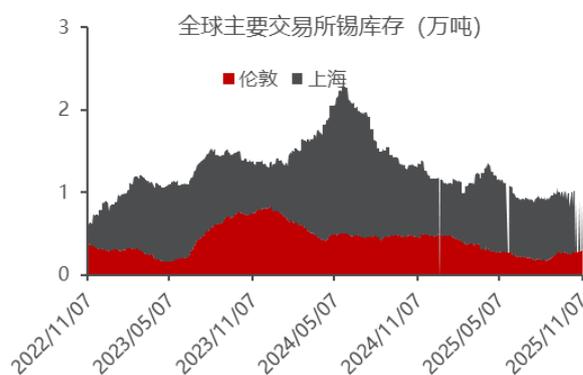
资料来源：同花顺，民生证券研究院

图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格



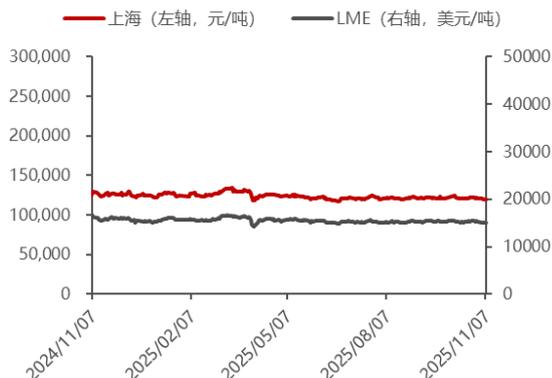
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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)



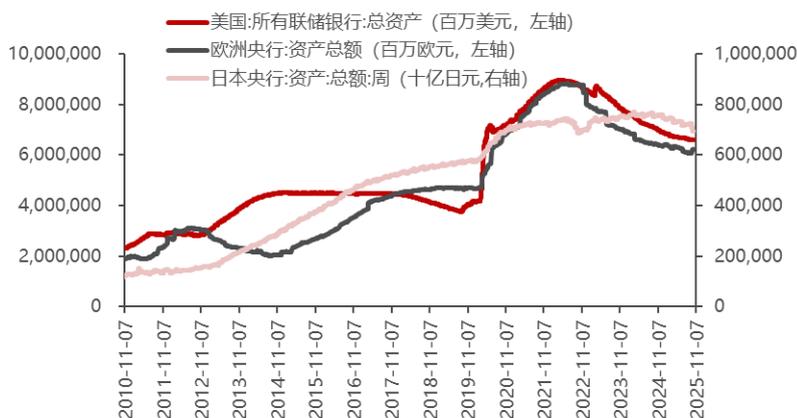
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

金银: 本周 (11/3-11/7)) 金银价格涨跌互现。截至 11 月 6 日, 国内 99.95%黄金市场均价 913.53 元/克, 较上周均价下跌 1.57%, 上海现货 1#白银市场均价 11329 元/千克, 较上周均价上涨 0.39%。 周初美联储如期降息、中美贸易休战却疑云密布的双重因素交织发酵, 金银价格受振上涨。但由于多位美联储官员发表鹰派讲话, 美联储 12 月降息概率再度下降, 美元指数刷新近三个月高点, 令金银价格承压。美国政府持续停摆, 市场将注意力转向美国明显数据, 当前市场情绪偏谨慎, COMEX 金银主力分别运行在 3970-4020 和 48.0-48.5 美元/盎司之间, 沪银在 11350-11450 元/千克区间内窄幅 震荡, 沪金主力在 916 元/克附近徘徊。

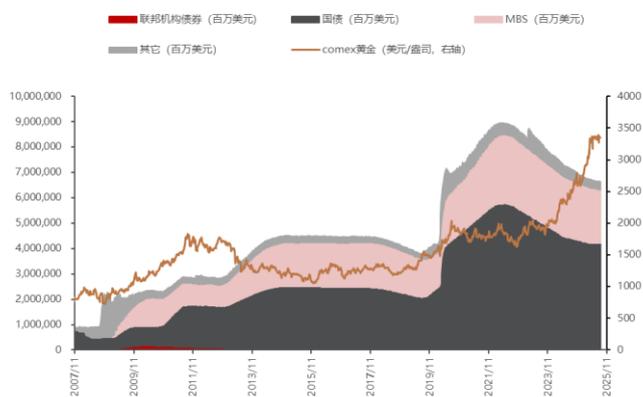
图 28: 各国央行的资产总额情况



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

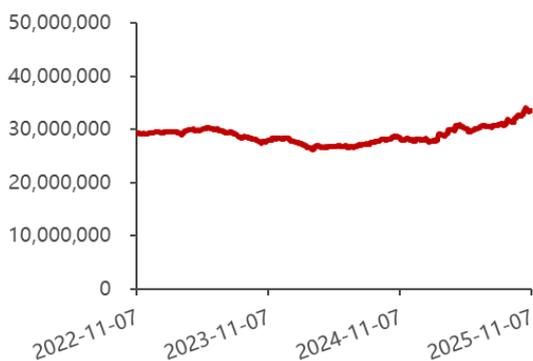
图 30: Comex 黄金与实际利率 (% , 美元/盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

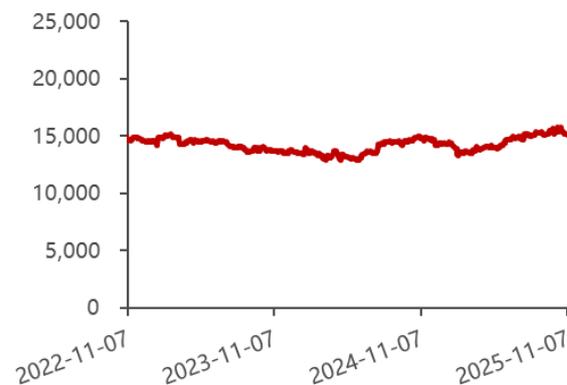
(2) ETF 持仓

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

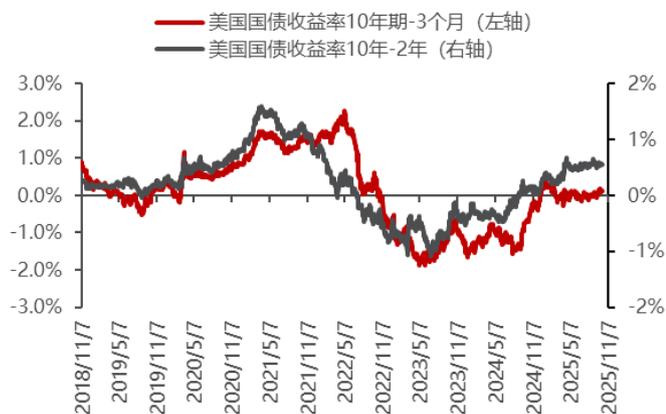
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 吨)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

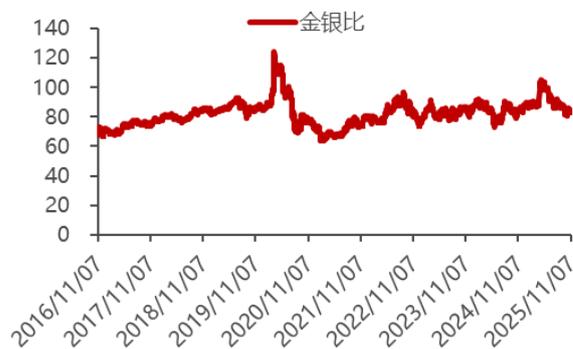
(3) 长短端利差和金银比

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（11/3-11/7），本周电解钴现货价格呈震荡下行态势。**供应端出现分化，冶炼厂在原料成本支撑下维持挺价；国内盘面于周中大幅走弱，导致贸易商被迫跟随调降现货报价。需求方面，下游企业在价格波动加剧阶段，采购更趋谨慎，仍以刚需节奏补库，整体成交未现明显放量。从基本面看，刚果（金）钴中间品出口审批仍未通过，短期内钴市场供需偏紧的格局未发生根本转变，且目前尚未出现实质性利空因素，本周价格剧烈波动或受资金行为影响。值得注意的是，当前电解钴与钴盐价差仍处于较高水平，电解钴价格将逐步向钴盐反融成本线靠拢，以实现价差合理回归。电解钴后续能否持续上涨，仍需依赖钴盐价格上行的带动作用。
- **钴盐（硫酸钴及氯化钴）：本周（11/3-11/7）硫酸钴现货价格整体持稳，市场呈现供需博弈格局。**供应端出现分化态势，受原料成本支撑，冶炼厂报价多维持在 8.8-9.0 万元/吨的较高区间；部分贸易商在钴价高位环境下选择获利了结，以 8.1-8.5 万元/吨不等的价格出售前期库存，具体价格因原料来源与囤积时间差异而有所不同。需求端方面，节后下游企业已完成阶段性备货，目前采购意愿有所减弱，对冶炼厂高位报价接受度有限。在采购策略上，下游客户更倾向于选择市场上流通的价格较低的旧库存，以控制原料成本。整体来看，上下游企业对价格仍存在分歧，短期内市场维持博弈，硫酸钴价格或以稳为主，等待下游逐步消化并接受价格。**本周氯化钴市场仍然较为活跃，冶炼厂主流报价区间为 10.2-11.0 万元/吨，实际成交价格多集中在 10.2-10.5 万元/吨。**价格走势总体平稳，主要因上游供应商及贸易商陆续放货，市场供应偏紧局面略有缓解；同时，在价格趋稳的背景下，下游采购节奏有所放缓，观望情绪渐浓。然而在当前略高于 10 万元/吨的价位区间，下游接受度仍处于较高水平，反映出该价格具备一定的基本面支撑。
- **四氧化三钴：四氧化三钴市场本周依旧维持高位稳态运行，企业报价区间保持在 34-36 万元/吨，实际成交价格稳定在 34-35 万元/吨。**价格坚挺的核心逻辑未发生变化：一方面，上游钴原料受刚果（金）配额政策影响，供应收缩预期持续强化，成本端支撑力度稳固；另一方面，终端消费电子领域需求保持平稳，对四氧化三钴的采购需求持续释放，形成有效拉动。本周市场买卖双方操作均趋于谨慎，企业多以执行长协订单为主，现货市场流通有限。

- **三元材料：本周（11/3-11/7）** 本周三元材料价格整体持稳。原材料方面，硫酸镍报价小幅下调，硫酸钴与硫酸锰价格保持稳定，碳酸锂和氢氧化锂价格则有所回落。由于主要原材料价格波动幅度有限，叠加市场对后续价格仍存看涨预期，三元材料报价暂未出现明显调整。需求端表现持续向好，国内动力市场需求稳健，头部正极材料企业维持较高开工率，并优先保障长单交付。小动力与消费类市场方面，受四季度数码传统旺季带动，消费电子类需求表现良好。此外，钴价持续上涨促使部分钴酸锂需求转向三元材料，也为市场带来一定增量。尽管订单整体表现较为积极，但在原材料供应偏紧、成本持续上行的背景下，正极材料企业仍面临较大的成本压力和市场竞争。

表5：钴系产品价格一览

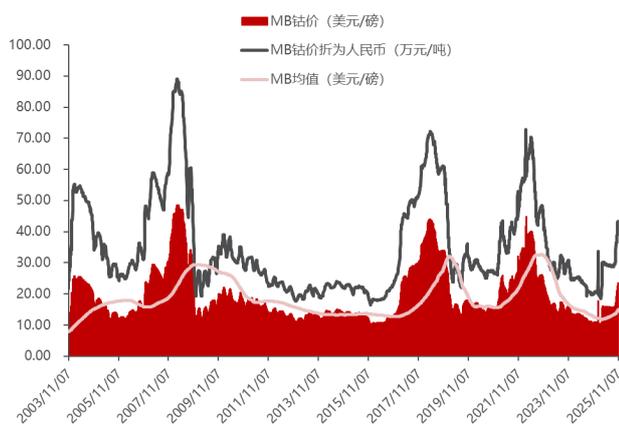
品种	产品类别	价格单位	当周价格	单周变动	1个月变动	年初至今	12个月最高	12个月最低
钴粉	99.5%min 中国	元/公斤	486.50	2.42%	13.80%	199.38%	475.00	162.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	23.53	0.11%	11.49%	114.84%	23.53	9.95
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	375.50	-2.72%	2.74%	141.48%	400.00	149.50
钴精矿	6-8%中国到岸	美元/磅	16.50	3.77%	25.95%	243.75%	15.90	4.75
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	342.50	-0.72%	21.67%	212.79%	345.00	109.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	84800.00	-1.17%	6.00%	226.15%	85800.00	26000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	278.50	-0.54%	8.58%	179.90%	280.00	99.50

资料来源：同花顺，LME，上期所，COMEX，民生证券研究院整理

注：单周变动指 2025 年 10 月 31 日至本周

(2) 价差跟踪

图 37：MB 钴美元及折合人民币价格



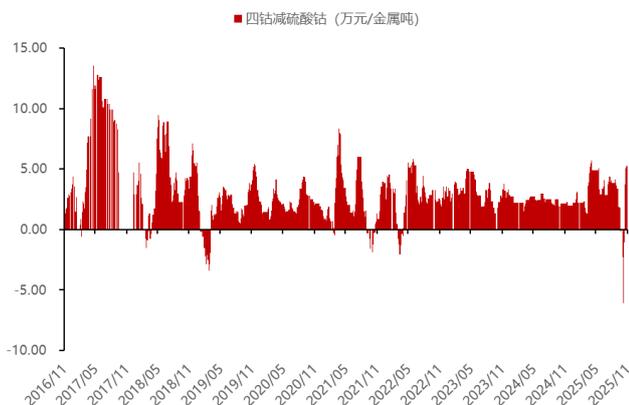
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院，注：美元汇率为当日中间汇率

图 38：海内外钴价及价差



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 39：硫酸钴和四氧化三钴价差



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 40：金属钴现货和无锡盘价格差



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

3.2.2 锂

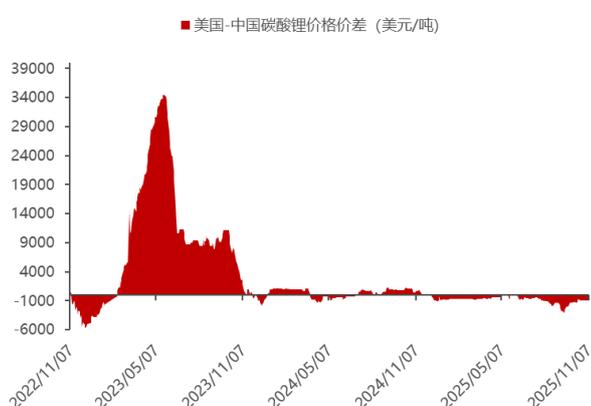
(1) 高频价格跟踪及观点

- **碳酸锂：本周（11/3-11/7）** 本周碳酸锂价格呈现先涨后跌的震荡走势，整体重心下移。电池级碳酸锂均价从周初的 8.10 万元/吨下跌至 8.04 万元/吨，工业级碳酸锂均价从 7.88 万元/吨下跌至 7.82 万元/吨，累计下跌 600 元/吨。供应方面，锂盐厂整体开工率保持高位运行，产能释放充分，锂辉石端与盐湖端开工率均维持在 60%以上，成为供应主力。11 月国内碳酸锂产量将维持 10 月的生产量级，环比大致持平。需求方面，动力市场新能源汽车商用乘用同时快速增长；储能市场供需两旺，供应持续偏紧。展望后市，电芯及正极材料排产 11 月持续向好，碳酸锂 11 月或将持续呈现较大幅度去库。
- **氢氧化锂：本周（11/3-11/7）** 本周，氢氧化锂价格环比上周小幅走弱。市场情绪上，在当前碳酸锂价格下行之际，影响了一部分在产氢氧化锂企业的观望情绪，使其有一定的放货意愿；下游，大部分三元材料厂当前需求没有明显变化，只保持一定刚需小幅散货采买节奏；另外，因当前价格下行之势，使得市场其他持货商有明显放货倾向，当前市场流通量有所好转。
- **磷酸铁锂：本周（11/3-11/7）** 磷酸铁锂价格近期受碳酸锂小幅下跌影响，在本周下跌约 40 元/吨。生产方面，材料厂在本周整体生产积极，大部分头部材料厂已达到满产甚至超产水平，导致部分订单流向中小企业，不仅如此，部分小型材料厂以代工厂存在，但从逐月递增的排产水平上不难看出需求维持高增涨。整体而言，电芯厂供应链也出现些许变化，所以近期来看，中小材料厂订单需求也有增加，主因下游电芯厂订单增量：纯电重卡项目不断推进、传统车销旺季“金九银十”、储能电芯一芯难求。由于近期磷酸铁锂企业对于排产预期感知向好，积极推进与客户就加工费谈涨，目前，有少部

分企业中压 实磷酸铁锂材料涨价落地，但涨价金额低，低压实材料价格较难谈涨，然而高压实材料由于供应量较少，涨价幅度较大。

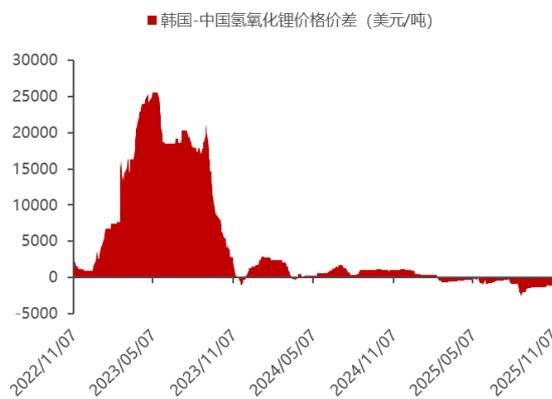
- **钴酸锂：** 本周（11/3-11/7）本周钴酸锂市场延续强势运行，常规型号产品成交价持续稳定在 37.0 万元/吨以上。价格强势的核心驱动力主要来自两方面：一是原料端氯化钴和四氧化三钴的价格传导效应持续，成本端支撑坚实；二是下游电芯企业采购需求保持旺盛，尤其是消费电子企业为明年备库准备，订单排产周期延长，对正极材料的刚需采购持续释放。短期来看，在原材料价格持稳的情形下，钴酸锂价格有一定的回调空间。

图 41：国内外碳酸锂价差



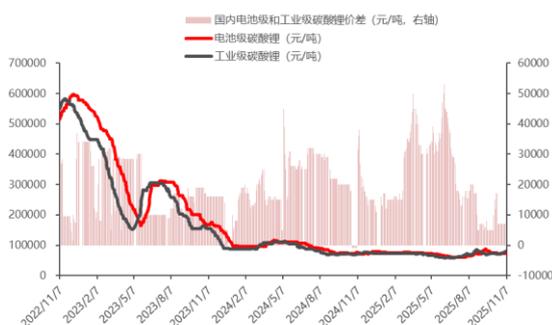
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 42：国内外氢氧化锂价差



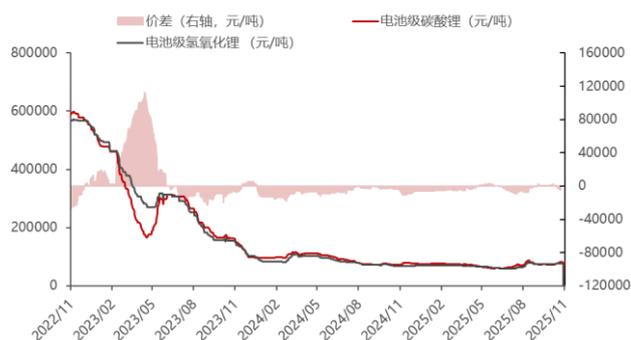
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

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

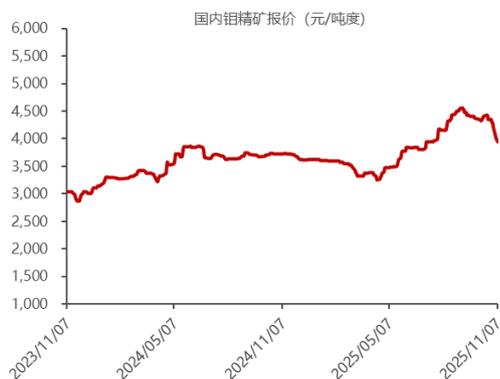
图 44：国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差



资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

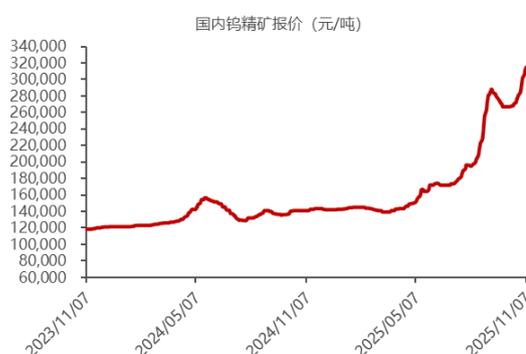
3.3 其他小金属

图 45: 国内钼精矿价格



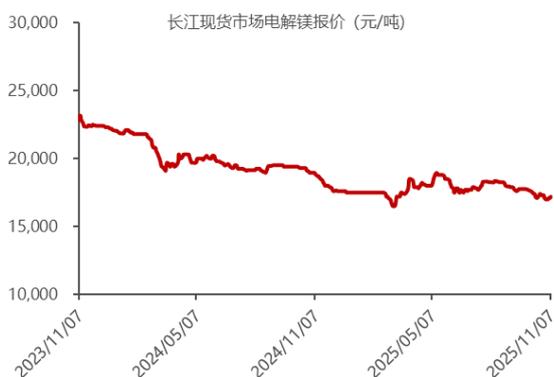
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图 46: 国内钨精矿价格



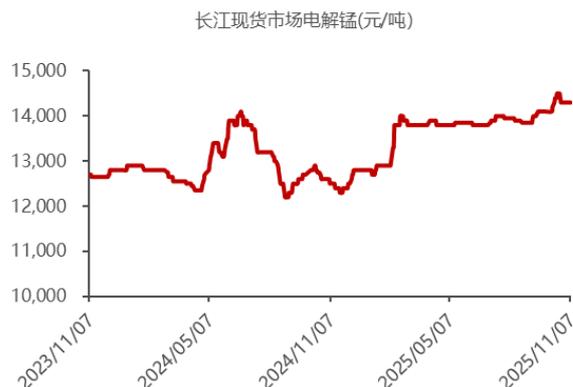
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

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



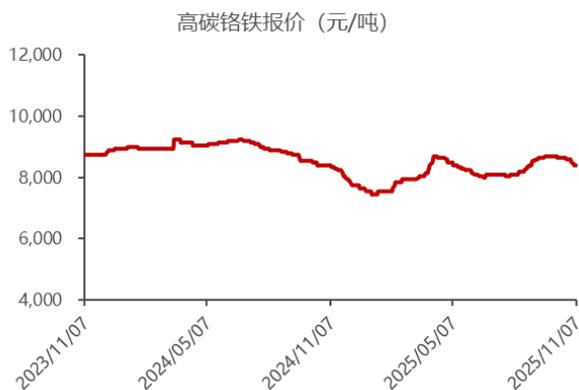
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 50: 国产海绵钛价格



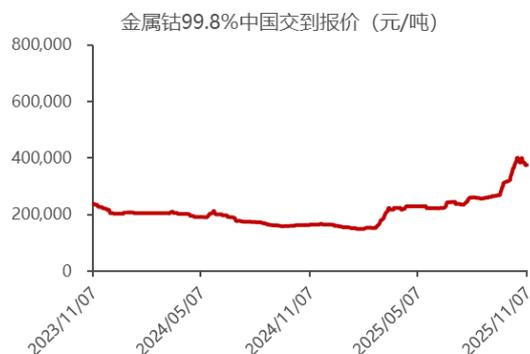
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 51: 国产高碳铬铁价格



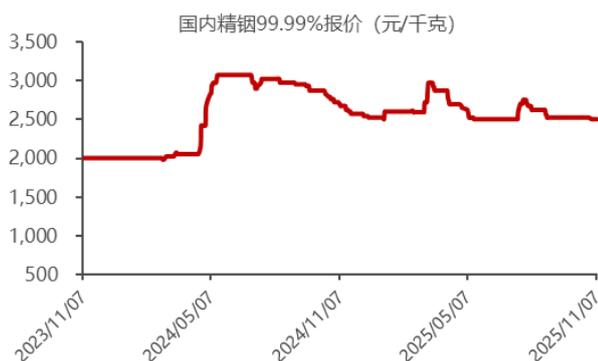
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 52: 长江现货市场金属钴价格



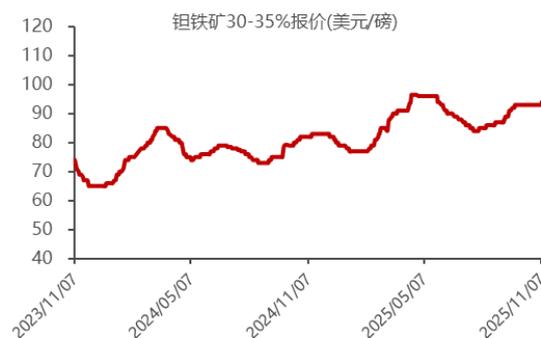
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 53: 国内精钢 99.99%价格



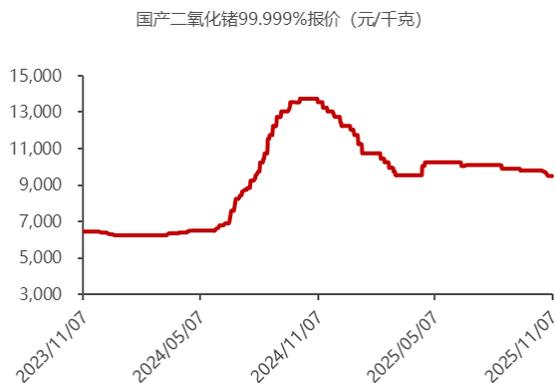
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 54: 钼铁矿 30%-35%价格



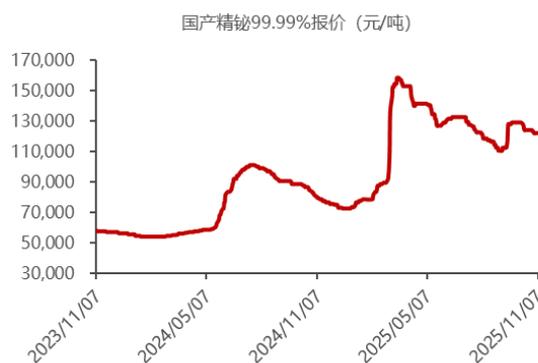
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 55: 国产二氧化锆价格



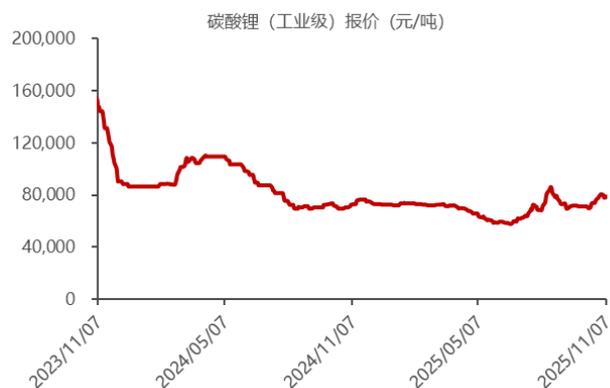
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 56: 国产精铋价格



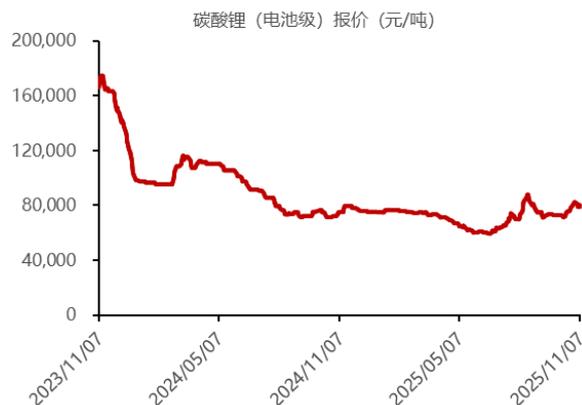
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

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

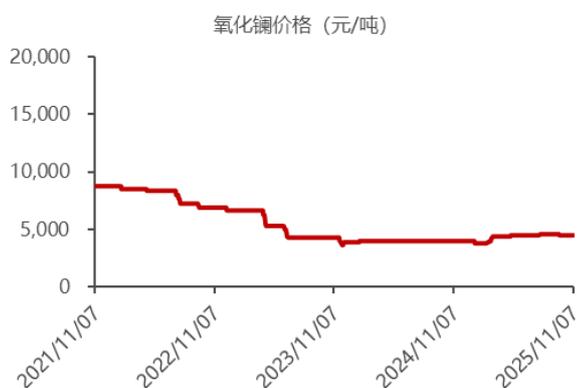


资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

4 稀土价格

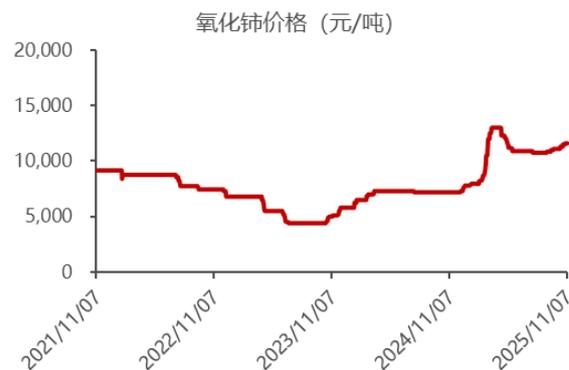
稀土磁材: 本周 (11/3-11/7) 本周稀土价格整体呈现分化趋势, 镨钕价格有所下降, 而镝铽价格则小幅上涨。市场情绪逐渐回归理性, 下游实际需求并未显著增加, 导致高价成交困难。矿端产品价格小幅下行, 离子矿产品出售较为困难, 分离厂采购意愿不高。

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



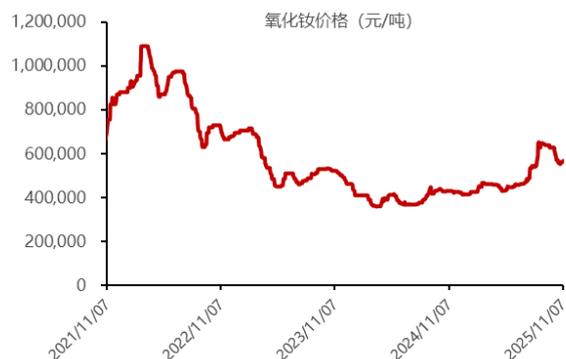
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 61: 氧化镨价格



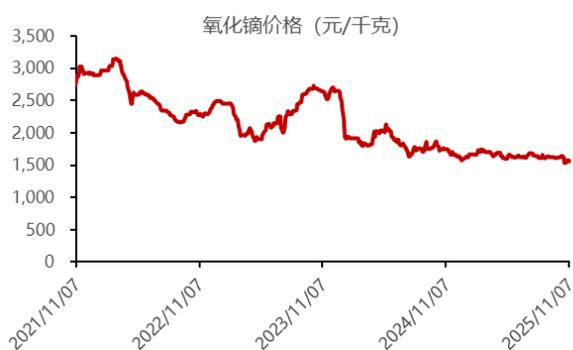
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 62: 氧化铈价格



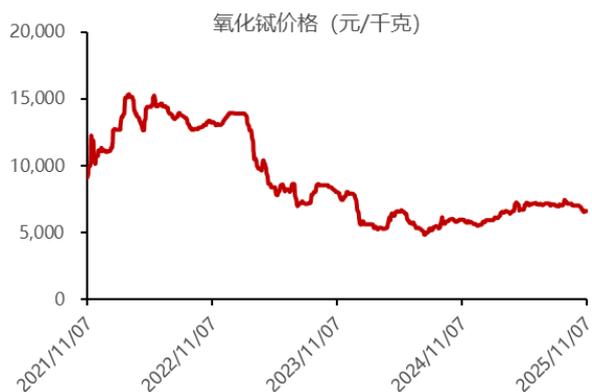
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 63: 氧化镝价格



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 (11/03-11/07)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (11/03-11/07)	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)	8
图 12: 2025 年 11 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	13
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	15
图 27: 全球主要交易所镍库存 (万吨)	15
图 28: 各国央行的资产总额情况	15
图 29: 美联储资产负债表资产	16
图 30: Comex 黄金与实际利率 (% , 美元/盎司)	16
图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)	16
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 吨)	16
图 33: 美国国债收益率 (%)	17
图 34: 金银比	17
图 35: COMEX 黄金期货结算价 (美元/盎司)	17
图 36: COMEX 白银期货结算价 (美元/盎司)	17
图 37: MB 钴美元及折合人民币价格	19
图 38: 海内外钴价及价差	19
图 39: 硫酸钴和四氧化三钴价差	20
图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差	20
图 41: 国内外碳酸锂价差	21
图 42: 国内外氢氧化锂价差	21
图 43: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差	21
图 44: 国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差	21
图 45: 国内钼精矿价格	22
图 46: 国内钨精矿价格	22
图 47: 长江现货市场电解镁价格	22
图 48: 长江现货市场电解锰价格	22
图 49: 长江现货市场锑锭价格	22
图 50: 国产海绵钛价格	22
图 51: 国产高碳铬铁价格	23
图 52: 长江现货市场金属钴价格	23
图 53: 国内精钢 99.99% 价格	23
图 54: 钽铁矿 30%-35% 价格	23

图 55: 国产氧化锆价格	23
图 56: 国产精铋价格.....	23
图 57: 碳酸锂（工业级）价格.....	24
图 58: 碳酸锂（电池级）价格.....	24
图 59: 氧化镧价格.....	24
图 60: 氧化铈价格.....	24
图 61: 氧化镨价格.....	25
图 62: 氧化钕价格.....	25
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）	9
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。	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
	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客户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