

## 美政府重启，流动性改善有助价格表现

2025年11月16日

推荐

维持评级

本周 (11/10-11/14) 上证综指下跌 0.18%，沪深 300 指数下跌 1.08%，SW 有色指数上涨+0.20%，贵金属 COMEX 黄金+1.91%，COMEX 白银+4.51%。工业金属价格铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动 +0.99%、-1.30%、+0.49%、+0.49%、-1.98%、+0.99%；工业金属 LME 库存铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动+0.57%、-0.13%、+11.68%、+9.22%、-0.40%、+0.99%。

**工业金属：美政府停摆结束，经济数据走弱推动降息预期，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-42.21 美元/干吨，环比-0.17 美元/吨，坦桑尼亚港口运行效率仍然偏低。宏观上美国消费者信心指数跌至三年低位，劳动力市场持续降温，降息预期升温，美元指数下行，对铜价形成支撑；**铝方面**，10 月国内电解铝运行产能环比持平，国内供应持稳，海外冰岛某铝厂因电气设备故障减产，莫桑比克某铝厂因能源协议未达成一致而存减产风险；需求端进入淡旺季切换，叠加铝价高位，下游开工率走弱。库存方面周内去库 0.6 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，本周市场情绪持续高涨，上游惜售情绪渐浓，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：美国政府停摆结束，贵金属价格短期承压，就业及消费数据走弱推动降息预期，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。**美国政府复工在即，众议院已扫除关键程序性障碍，10 月裁员人数大幅增加，11 月消费信心指数创 2022 年 6 月以来最低水平。地缘方面俄乌局势发酵、以巴冲突升级、胡塞武装威胁重燃。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、中国黄金国际、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	30.02	1.21	1.95	2.49	25	15	12	推荐
603993.SH	洛阳铝业	16.78	0.63	0.88	1.16	27	19	14	推荐
000807.SZ	云铝股份	25.95	1.27	1.94	2.31	20	13	11	推荐
603799.SH	华友钴业	65.61	2.50	3.15	4.16	26	21	16	推荐
002738.SZ	中矿资源	62.80	1.05	0.63	1.69	60	100	37	推荐
002756.SZ	永兴材料	51.70	1.97	1.74	2.53	26	30	20	推荐
603979.SH	金诚信	65.02	2.57	3.76	4.40	25	17	15	推荐
601168.SH	西部矿业	23.97	1.23	1.56	1.71	19	15	14	推荐
1258.HK	中国有色矿业	14.49	0.77	0.85	0.85	19	17	17	推荐
600547.SH	山东黄金	35.83	0.57	1.42	1.81	63	25	20	推荐
600489.SH	中金黄金	21.81	0.70	1.09	1.47	31	20	15	推荐
600988.SH	赤峰黄金	30.62	1.07	1.82	2.37	29	17	13	推荐
000975.SZ	山金国际	20.81	0.78	1.32	1.60	27	16	13	推荐
1818.HK	招金矿业	29.96	0.43	0.92	1.23	70	33	24	推荐
002155.SZ	湖南黄金	22.66	0.70	0.97	1.15	32	23	20	推荐
1208.HK	五矿资源	7.02	0.08	0.39	0.46	91	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 14 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)



分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@glms.com.cn

研究助理 王作焱

执业证书: S0100124060015

邮箱: wangzuoshen@glms.com.cn

### 相关研究

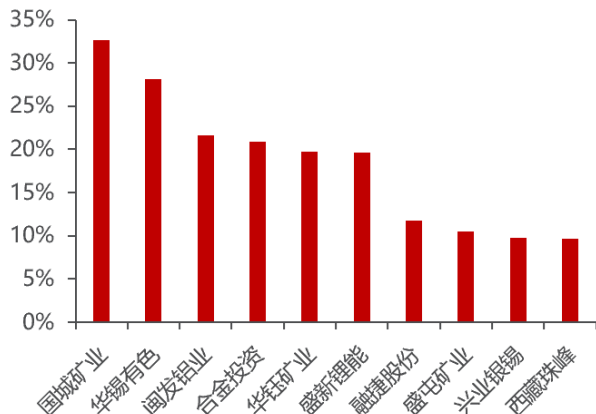
1. 有色金属行业 2025Q3 总结: Q3 盈利同比继续上行, 拥抱资源新周期-2025/11/11
2. 有色金属周报 20251109: 美政府停摆, 金属价格震荡-2025/11/09
3. 有色金属周报 20251102: 中美贸易摩擦暂缓一年, 内外共振将驱动商品价格上行-2025/11/02
4. 有色金属周报 20251026: 需求旺季叠加供给扰动, 工业金属价格上行-2025/10/26
5. 有色金属周报 20251019: 关税不确定性扰动持续, 避险推动金银续创新高-2025/10/19

# 目录

<b>1 行业及个股表现</b> .....	<b>3</b>
<b>2 基本金属</b> .....	<b>3</b>
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
<b>3 贵金属、小金属</b> .....	<b>16</b>
3.1 贵金属 .....	16
3.2 能源金属 .....	19
3.3 其他小金属 .....	23
<b>4 稀土</b> .....	<b>26</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>28</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>29</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>30</b>

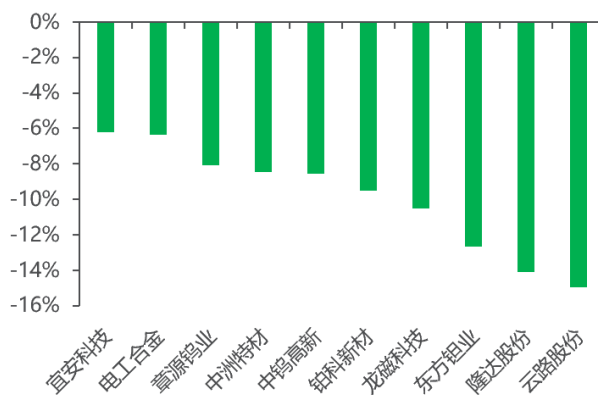
## 1 行业及个股表现

图 1：期间涨幅前 10 只股票 (11/10-11/14)



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 (11/10-11/14)



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 2025/11/14	本周来	变化 本月来	今年来
<b>基本金属价格</b>						
LME 价格	铝(当月)	美元/吨	2859	-0.12%	-1.02%	13.03%
	铜(当月)	美元/吨	10846	1.41%	-0.42%	23.24%
	锌(当月)	美元/吨	3014.5	-1.70%	-1.16%	3.10%
	铅(当月)	美元/吨	2066	1.03%	2.02%	6.85%
	镍(当月)	美元/吨	14880	-0.93%	-2.43%	-1.06%
	锡(当月)	美元/吨	36860	2.90%	1.88%	29.52%
国内价格	铝(当月)	元/吨	21840	0.99%	2.54%	9.50%
	铜(当月)	元/吨	86900	1.12%	-0.13%	18.59%
	锌(当月)	元/吨	22425	-1.30%	0.31%	-11.24%
	铅(当月)	元/吨	17505	0.49%	0.66%	4.04%
	镍(当月)	元/吨	117080	-1.98%	-2.91%	-5.44%
	锡(当月)	元/吨	291450	2.80%	2.66%	19.13%
<b>基本金属库存</b>						
铝	LME 库存	万吨	55.24	0.57%	-1.02%	-12.96%
	上海期交所库存	万吨	11.49	1.38%	1.17%	-42.89%
铜	LME 库存	万吨	13.57	-0.13%	0.82%	-49.98%
	COMEX 库存	万吨	38.13	3.23%	7.21%	308.36%
	上海期交所库存	万吨	10.94	-4.89%	-5.80%	47.50%
锌	LME 库存	万吨	3.90	11.68%	10.41%	-83.35%
	上海期交所库存	万吨	10.09	0.68%	-2.44%	233.68%

铅	LME 库存	万吨	22.25	9.22%	0.99%	-8.14%
	上海期交所库存	万吨	4.28	10.91%	18.86%	-17.43%
镍	LME 库存	万吨	25.21	-0.40%	0.00%	55.16%
	上海期交所库存	万吨	4.06	9.11%	10.40%	12.32%
锡	LME 库存	万吨	0.31	0.99%	6.61%	-35.61%
	上海期交所库存	万吨	0.63	4.44%	5.73%	-6.90%

**贵金属价格**

COMEX 价格	黄金	美元/盎司	4084.40	1.91%	1.77%	52.91%
	白银	美元/盎司	50.40	4.51%	4.46%	68.08%
国内价格	黄金	元/克	948.03	3.27%	2.88%	53.78%
	白银	元/千克	12326.00	7.37%	8.03%	63.11%

**小金属价格**

钨精矿	元/吨度	3695	-6.34%	-12.02%	1.93%
钨精矿	元/吨	315000	0.00%	4.30%	121.05%
电解镁	元/吨	17100	-0.58%	0.59%	-2.29%
电解锰	元/吨	14300	0.00%	0.00%	11.72%
铋锭(1#)	元/吨	157500	5.35%	3.28%	10.14%
海绵钛	元/千克	47500	0.00%	0.00%	9.20%
铬铁(高碳)	元/吨	8350	-0.60%	-1.76%	10.60%
钴	元/吨	390500	3.99%	1.17%	151.13%
铋	元/吨	118000	-3.28%	-3.28%	60.54%
钼铁矿	美元/磅	94	0.00%	1.08%	18.99%
二氧化锆	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	85000	7.59%	5.59%	17.24%
碳酸锂(电池级)	元/吨	86000	7.50%	4.88%	13.91%
五氧化二钒	元/吨	73000	1.39%	0.00%	0.00%

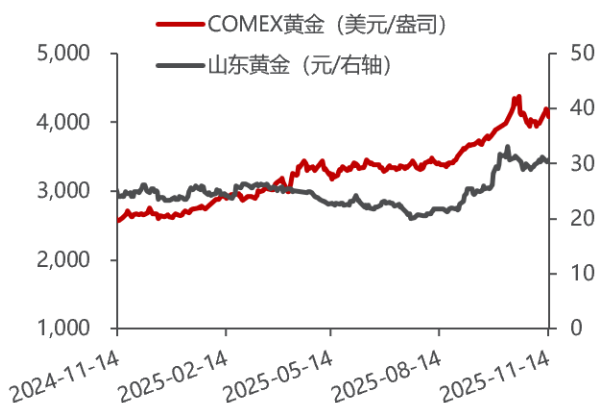
**稀土**

稀土氧化物	氧化镧	元/吨	4500	0.00%	0.00%	12.50%
	氧化铈	元/吨	11600	0.00%	0.00%	48.72%
	氧化镨	元/吨	566500	0.27%	1.61%	40.57%
	氧化钕	元/吨	570000	0.44%	1.79%	37.68%
	氧化镝	元/千克	1510	-3.21%	-4.13%	-6.21%
	氧化铽	元/千克	6580	-0.68%	0.08%	17.29%
	镨钕氧化物	元/吨	545000	-1.45%	2.64%	36.93%
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	760000	-0.65%	1.33%	52.92%
	金属钕	元/吨	695000	0.00%	2.21%	39.84%
	金属镝	元/千克	1910	0.00%	0.00%	-5.91%
	金属铽	元/千克	8175	-0.61%	-0.91%	17.20%
	镨钕合金	元/吨	545000	-1.45%	2.64%	36.93%

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



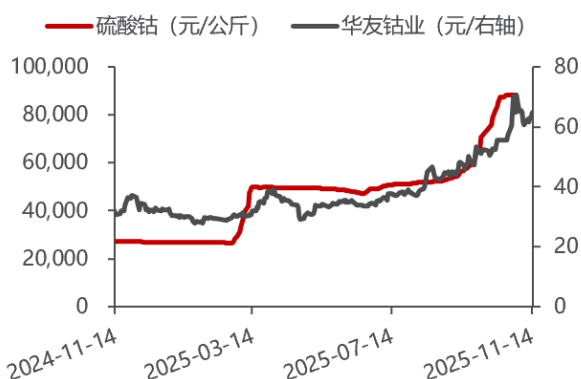
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

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 (11/10-11/14) 宏观层面, 利好氛围较浓。国内方面, 商务部指出, 要在大力提振消费、稳步扩大制度型开放、积极扩大自主开放、推动贸易创新发展、拓展双向投资合作空间、高质量共建“一带一路”等方面出台更多细化措施, 高质量编制商务领域系列专项规划; 国家统计局公布, 10 月份, 扩内需等政策措施持续显效, 叠加国庆、中秋长假带动, CPI 环比上涨

0.2%，同比上涨 0.2%，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅连续第 6 个月扩大。海外方面，美方宣布于 2025 年 11 月 10 日至 2026 年 11 月 9 日暂停实施出口管制穿透性规则，商务部对此回应指出，这是美方落实中美吉隆坡经贸磋商共识的重要举措；墨西哥对华征税计划再次被推迟，计划最早于 12 月在国会审议；另外美国财政部长接受采访时表示，国实际收入预计将在明年第一和第二季度回升，政府正在讨论向年收入低于 10 万美元的家庭提供 2000 美元退税的“关税红利”计划，但尚未做出最终决定，他重申，将在 2026 年初发放“大量”税收退款。

**基本面**，国内电解铝供应持稳。海外方面，冰岛某铝厂因电气设备故障宣布减产，莫桑比克某铝厂存在因能源协议未能达成一致而减产或停产的风险，相关事件影响下，市场存在电解铝供应收紧预期影响了市场情绪。铝水比例方面，本周 SMM 周度铝水比例录得 77.25%，环比下降 0.5 个百分点，一方面，部分板块处于旺季转向淡季的阶段，开工率存在边际转弱现象；另外一方面，铝价冲高，下游加工费承压，部分板块加工企业出现减产，供应铝水的企业增加铸锭，本周部分铝杆企业因成品库存堆积加工费下跌、资金占用压力等原因出现集中性减产。

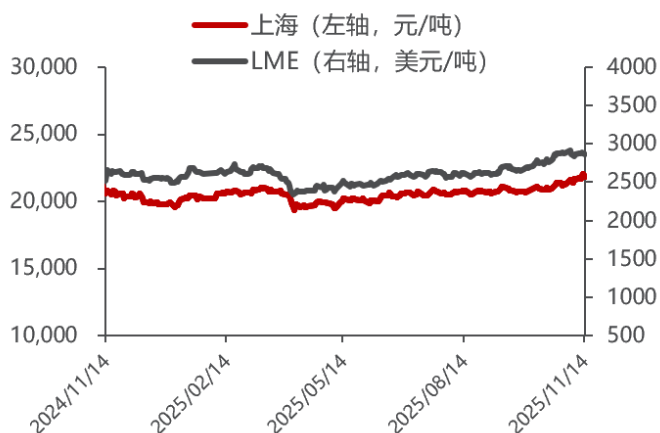
**综合来看**，目前宏观方面利好氛围浓厚，基本面上海外供应预期收紧，给予资金看涨动力，大量资金流入沪铝期货给予铝价进一步上涨动能，截至 11 月 13 日下午收盘，沪铝期货总持仓达到 82.7 万余手，沪铝主力向上突破 22000 元/吨；空头资金仍处观望状态尚未寻到时机入场。但国内基本面表现并不能给予铝价持续冲高以足够的支撑，本周铝水比例已出现回落，持续的高价对终端消费预计形成压制，本周下游加工厂现货采购情绪持续疲软，后续需持续关注下游开工情况。预计下周沪铝运行区间为 21,700-22,400 元/吨，伦铝运行区间为 2850-2950 美元/吨。

表2：铝产业链价格统计

	2025-11-13		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	21,920	260	1.20%	570.0	2.67%	1110.0	5.33%	
氧化铝	2,830	0.0	0.00%	20.0	0.71%	-70.0	-2.41%	
铝土矿 (澳洲进口)	561	0.25	0.05%	0.0	0.00%	-17.2	-2.97%	
铝土矿 (广西)	565	0.0	0.00%	0.0	0.00%	0.0	0.00%	
铝土矿 (山西)	655	0.0	0.00%	0.0	0.00%	0.0	0.00%	
预焙阳极	5,110	0.0	0.00%	0.0	0.00%	220.0	4.50%	
动力煤	832.0	0.0	0.00%	28.0	3.48%	117.0	16.36%	

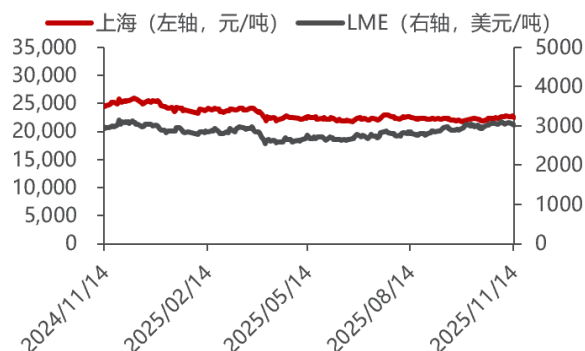
资料来源：同花顺，民生证券研究院

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

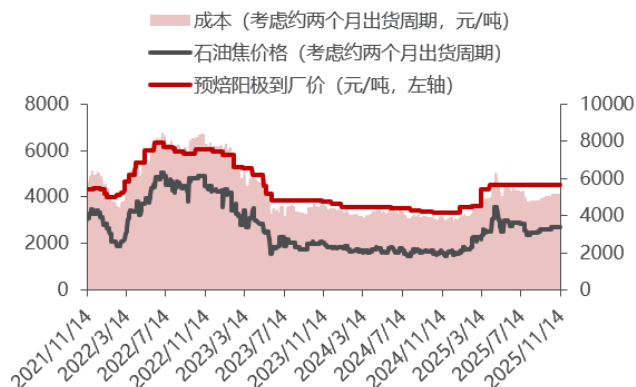
图 8：全球主要交易所铝库存（万吨）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

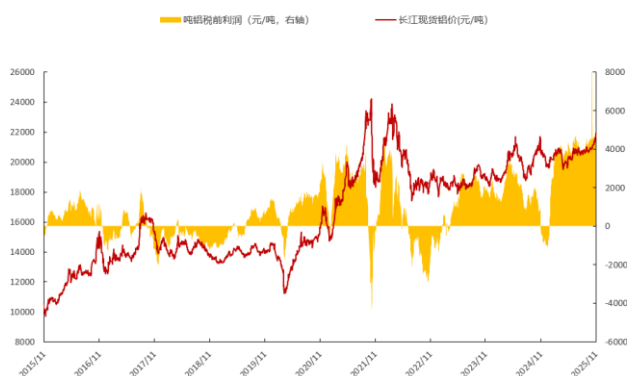
(2) 利润

图 9：预焙阳极盈利梳理（元/吨）



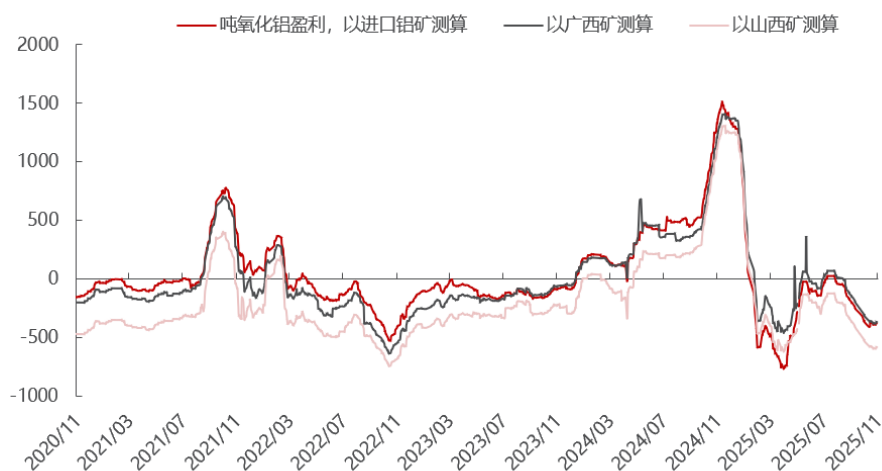
资料来源：SMM，民生证券研究院

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)

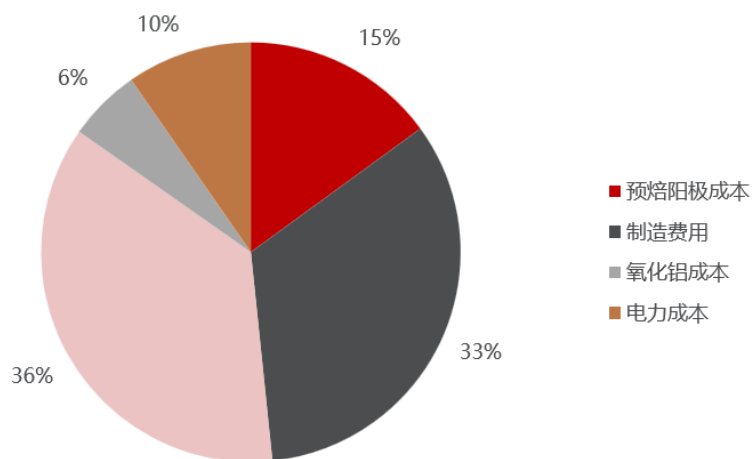


资料来源: 同花顺, 百川资讯, 民生证券研究院测算

注: 数据截至 2025.11.15

### (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



## 2.2.2 铜

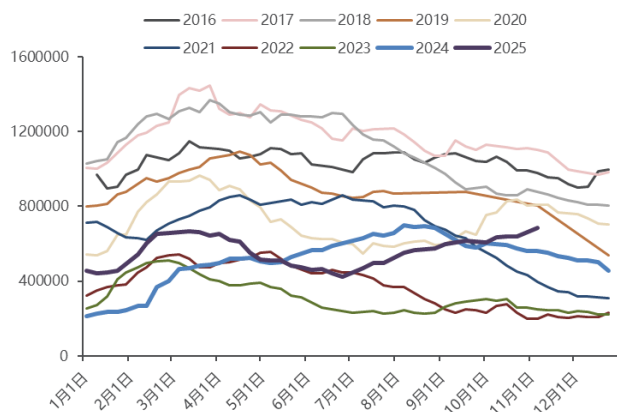
### (1) 价格周度观点

**本周 (11/10-11/14)**，铜价整体重心上行，宏观面表现较为淡静。市场主要关注美国政府结束停摆相关事宜。本周周中参众两院相继通过临时拨款法案，美国政府重启运行，避险情绪明显缓和，美元指数承压下行。因消费者信心指数跌至三年低位，劳动力市场亦持续降温，美联储降息预期再度升温，对铜价形成支撑。

**基本面方面**，本周铜精矿成交较此前回暖，现货 TC 小幅下行。因 Amman 铜业 40 万吨铜精矿出口许可批复，市场上出现部分 Batu 铜精矿报盘成交。坦桑尼亚港口运行效率仍然偏低，11 月下旬起中国电解铜进口量预计将明显减少。国内方面整体供应偏宽松，但好铜资源仍紧：需求端则受铜价高位震荡压制，采购情绪反复，终端消化能力有限。

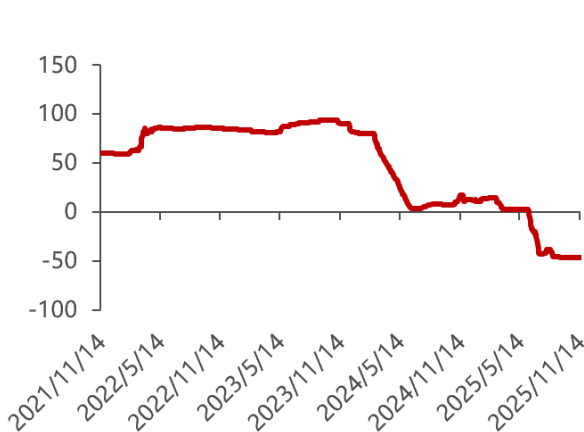
**展望下周**，宏观上美政府停摆已经结束，但资本市场流动性未能充分释放。美元指数走弱预计为铜价提供支撑。预计伦铜波动于 10650-11000 美元/吨，沪铜波动于 86000-89000 元/吨。现货方面，下周-为沪期铜 2511 合约最后交易日，目前沪铜 contango 结构扩大，换月当日升水预计将有上行，换月后因消费难有抬头预计将持续走弱。预计现货对沪铜 2511 合约在贴水 10 元/吨-升水 180 元/吨。

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)



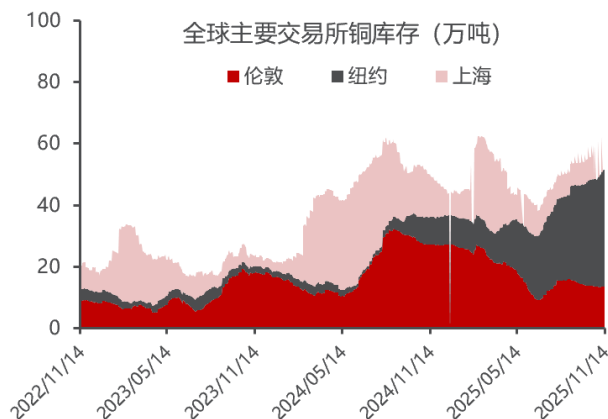
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

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

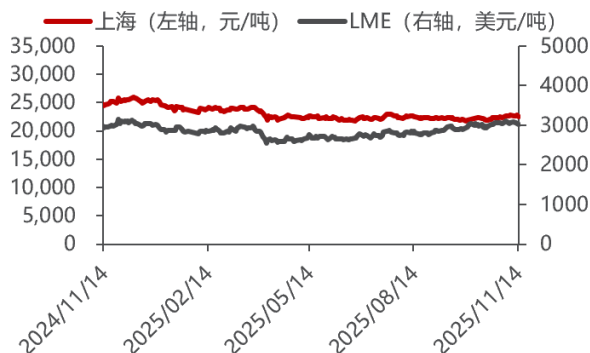
## 2.2.3 锌

### (1) 价格周度观点

**本周 (11/10-11/14) ,伦锌:** 周初, 受美国政府有望结束停摆的乐观情绪提振, 伦锌重心上移;随后, 海外锌库存小幅增加, 缓解供应紧张预期, 锌价承压回落;然而美国政府正式恢复运转后, 市场焦点预计转向即将公布的经济数据及其对美联储政策的影响, 美元指数波动加剧, 伦锌随之陷入震荡;接着政府正式重启再度提振市场情绪, 带动伦锌有所走高;但海外库存不断累积削弱了价格底部支撑, 伦锌小幅下行。截至周五 15:00, 伦锌录得 3027 美元/吨, 周内下跌 39.5 美元/吨, 跌幅 1.29%。

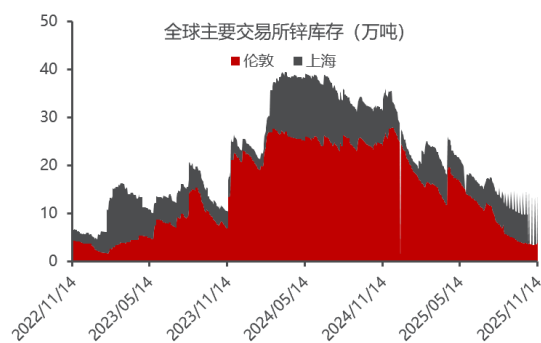
**沪锌:** 周初, 沪锌在外盘带动下尝试上行;然而, 截至周一国内 SMM 七地锌锭库存微增 0.09 万吨至 15.96 万吨, 叠加消费表现平淡, 锌价缺乏持续上行动力, 转而走低;随后, 尽管国内现货消费偏弱, 但锌锭出口窗口的持续开启及预计走低的冶炼厂产量共同对锌价构成支撑, 沪锌转入震荡;接着在外盘走弱拖累下, 沪锌再度下行;虽沪锌在周四库存下降驱动下小幅反弹;但受外盘及国内经济数据不及预期影响, 上行乏力转而下落。截至周五 15:00, 沪锌录得 22425 元/吨, 周内下跌 295 元/吨, 跌幅 1.30%。

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

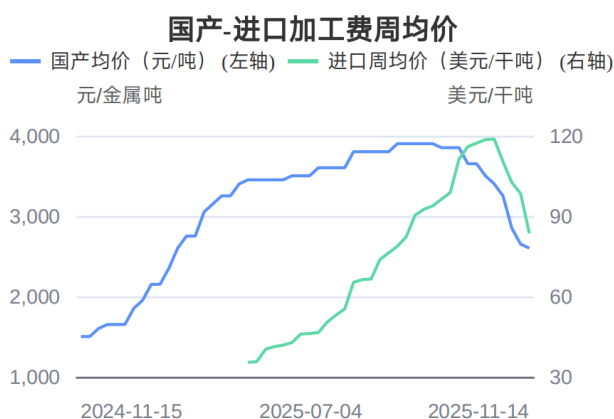
图 19: 全球主要交易所锌库存 (万吨)



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

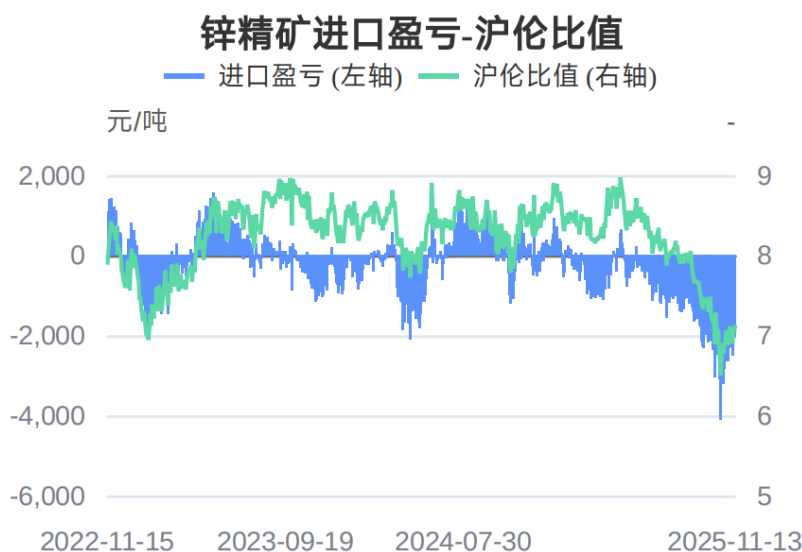
资料来源: SMM, 民生证券研究院

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	原三地总计	七地总计
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
2025/11/10	3.47	5.01	6.6	0.24	0.27	0.1	0.27	15.08	15.96
2025/11/13	3.18	5.09	6.61	0.23	0.31	0.1	0.27	14.88	15.79
较上周四变化	-0.18	0.07	-0.02	0.01	0.04	0.00	0.00	-0.13	-0.08
较本周一变化	-0.29	0.08	0.01	-0.01	0.04	0.00	0.00	-0.20	-0.17

资料来源: SMM, 民生证券研究院

图 21：锌进口盈亏及沪伦比值



数据来源: SMM

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

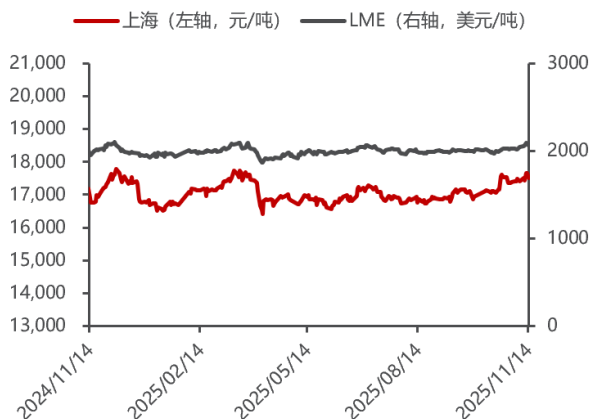
**铅：**本周（11/10-11/14），本周伦铅开于 2046 美元/吨，伦铅盘初轻触低位 2043.0 美元/吨，周中 LME 铅库存降至八个月低位提供核心支撑，叠加美国政府停摆危机缓和，伦铅运行重心上移且触及近九个月以来高位 2097 美元/吨，下半周美国公布相关经济数据表现不佳，伦铅回吐部分涨幅，截至北京时间 2025 年 11 月 14 日 15:00，终收于 2068 美元/吨，涨 23 美元/吨，涨幅 1.12%。**本周沪铅**开于 17440 元/吨，上半周沪铅窄幅震荡，触及低位 17435 元/吨后，因技术性突破驱动震荡上行，周中沪铅刷新沪铅近九个月新高度，摸高 17815 元/吨，进入下半周，沪铅市场供强需弱格局凸显，且交割临近社会库存持续增加，沪铅冲高回落跌势凶猛，截至北京时间 2025 年 11 月 14 日 15:00，终收于 17495 元/吨，涨 75 元/吨，涨幅 0.43%。

**锡：**本周（11/10-11/14），国内外锡市场整体呈现高位震荡走势，主要受供需紧张平衡格局和宏观情绪影响。供应端方面，云南等主产地锡矿供应趋紧，部分冶炼企业停产检修结束但整体供应仍偏紧，对价格形成支撑:印尼 10 月精炼锡出口量同比大幅下滑 53.89%，加剧了全球锡供应紧张局面。需求端表现分化，消费电子和家电市场需求不振，订单量明显减少，下游采购偏谨慎，高价抑制了实际消费。尽管新兴领域如 AI 算力提升和光伏行业装机量增长带动了一部分锡消费，但贡献规模尚小难以弥补传统领域消费下滑带来的缺口。现货市场上周成交整体较为清淡，部分下游及终端企业在锡价暂时跌破 28 万关口后进行了少量补库，但整体补库积极性不高。宏观层面，美国政府停摆危机有望结束，市场风险偏好回升，美元指数震荡走弱，强化美联储降息预期，为基本金属提供反

弹契机;但中美贸易政策及全球经济增长放缓的担忧仍制约价格上行空间。短期内沪锡价格将维持高位震荡走势,上方压力关注 294000-296000 元/吨区间,下方支撑则看 287000-288000 元/吨区域。投资者需密切关注缅甸复产进度、中美贸易谈判实质成果及美联储政策路径的进一步指导。

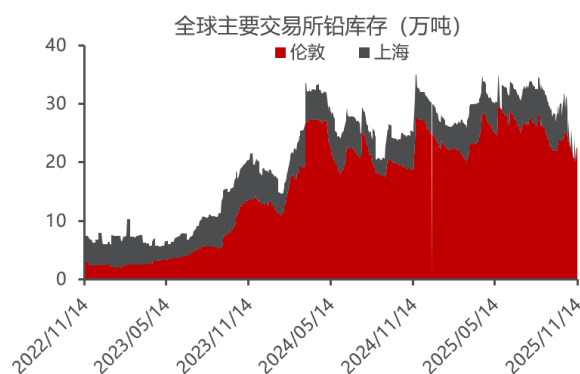
**镍: 本周 (11/10-11/14)**, 本周全球镍市整体承压, SHFE 和 LME 镍价持续走低, 市场在宏观面压力与基本面高库存的双重压制下, 情绪偏向悲观。其中沪镍主力合约价格再次跌破 12 万元/吨, 跌出前期震荡平台, 下跌趋势显现, 周五收报 117.080 元/吨, 周度跌幅达 2.16%。伦镍价格低位区间震荡后进一步走弱周五最新报价 14.860 美元/吨, 环比上周跌 1.07%。**宏观层面**, 本周, 美联储官员内部在利率问题上的明显分歧加剧了市场对政策路径的不确定性。同时, 美国关键经济数据因政府停摆而延迟或缺失, 使得市场失去了评判美联储政策的可靠依据, 导致风险资产承压, 市场情绪偏向谨慎, 旧金山联储主席认为 12 月份降息为时过早的表态强化谨慎情绪。国内前十个月社会融资规模增量累计为 30.9 万亿元, 比上年同期多 3.83 万亿元, 10 月末 M2 余额同比增长 8.2%, 流动性保持合理充裕, 但对当前镍市场影响有限。预计后市镍价难以走出弱势格局, 但在成本支撑下继续向下的空间有限, 需进一步关注宏观情绪的转变以及印尼镍矿 RKAB 审批的进展, 价格运行区间预计为 11.6-12.0 万元/吨。

图 22: 上海期交所同 LME 当月期铅价格



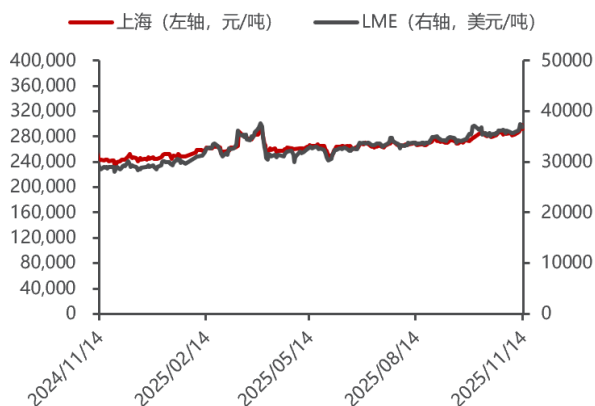
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 23: 全球主要交易所铅库存 (万吨)



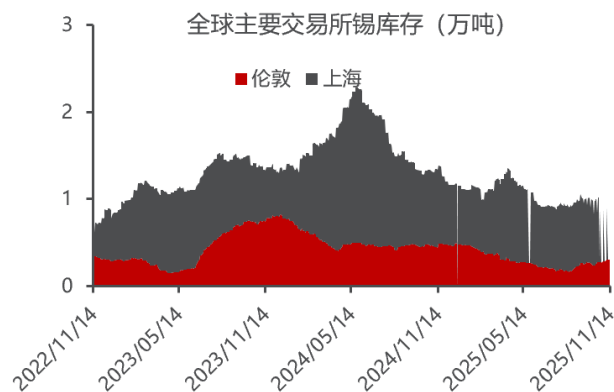
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 24: 上海期交所同 LME 当月期锡价格



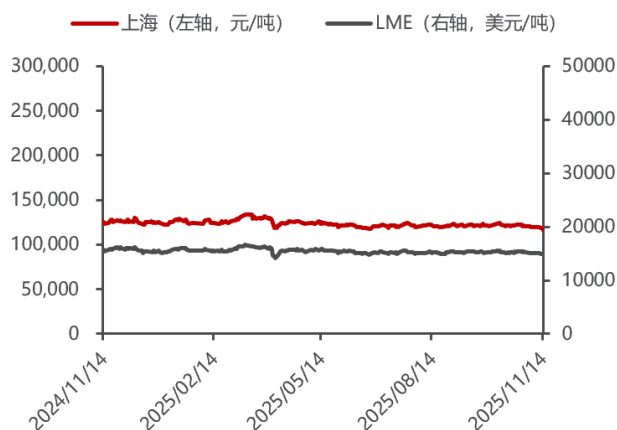
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)



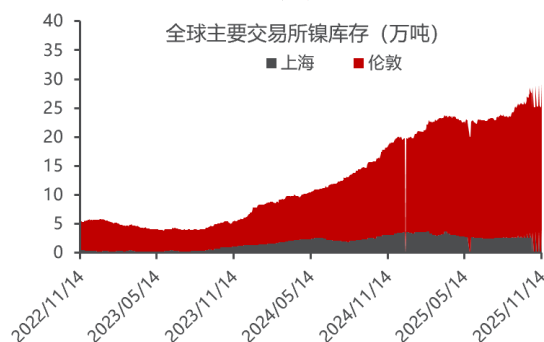
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

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)



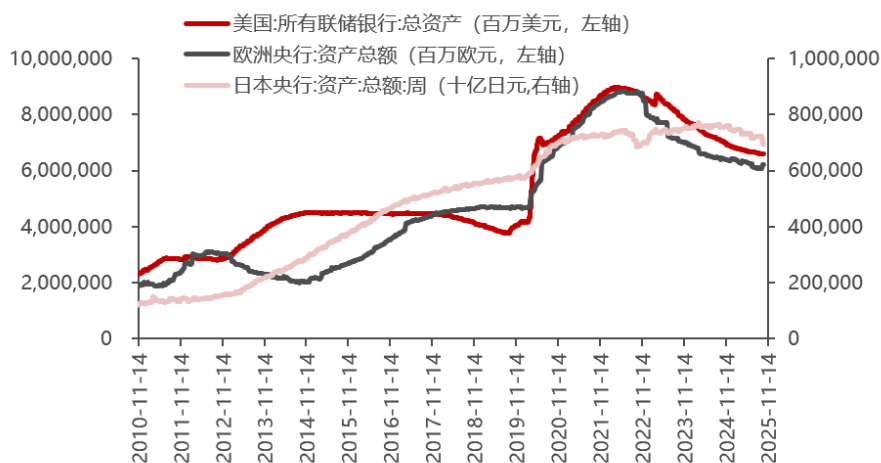
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

## 3 贵金属、小金属

### 3.1 贵金属

**金银：本周（11/10-11/14）金银价格上涨。**截至 11 月 13 日，国内 99.95%黄金市场均价 957.82 元/克，较上周均价上涨 2.71%，上海现货 1#白银市场均价 11884 元/千克，较上周均价上涨 4.90%。周初地缘政治风险的回升成为金价上涨的另一大引擎，俄乌局势发酵、以巴冲突升级、胡塞武装威胁重燃，多重火药桶让全球不确定性挥之不去。随后在美国经济数据疲软与美联储降息预期升温的双重推动下，黄金作为非孳息资产的避险魅力提升，白银更是不甘示弱。当前市场等待新线索指引，COMEX 金银主力分别运行在 4200-4250 和 54.0-54.5 美元/盎司之间，沪银在 12600-12700 元/千克区间内窄幅震荡，沪金主力在 962 元/克附近徘徊。

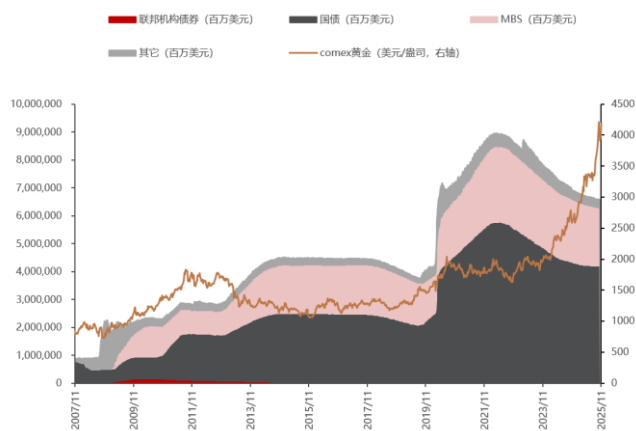
图 28：各国央行的资产总额情况



资料来源：同花顺，民生证券研究院

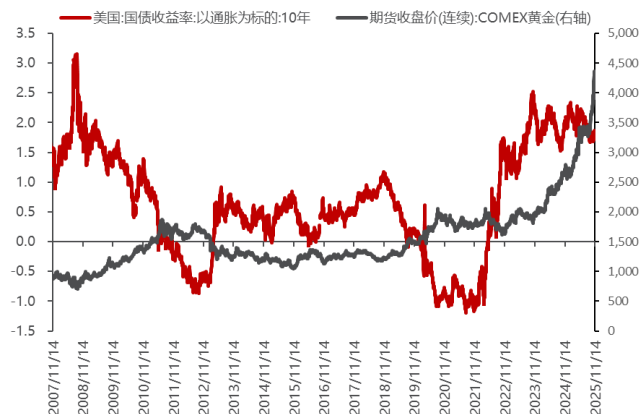
(1) 央行 BS、实际利率与黄金

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

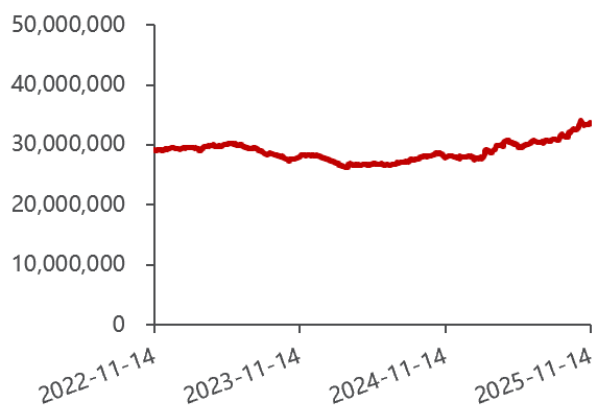
图 30: Comex 黄金与实际利率 (% , 美元/盎司)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

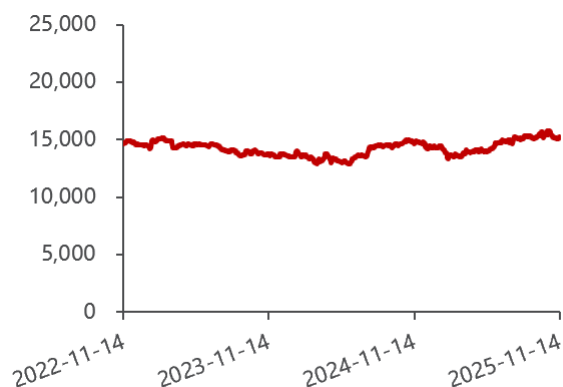
(2) ETF 持仓

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

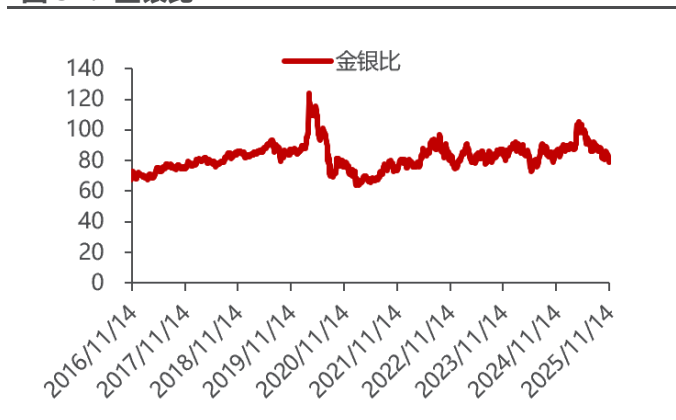
(3) 长短端利差和金银比

图 33: 美国国债收益率 (%)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

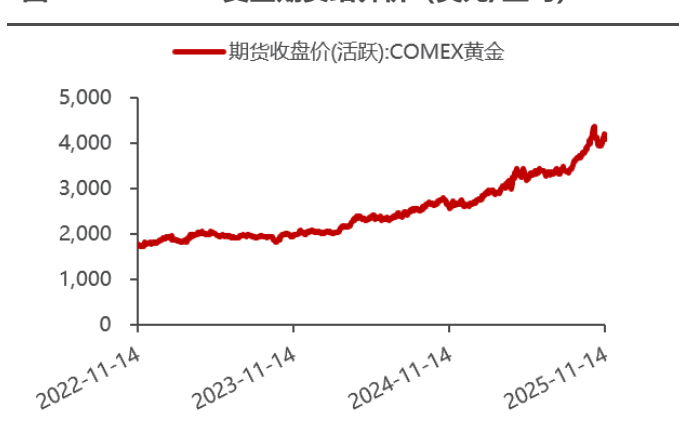
图 34: 金银比



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

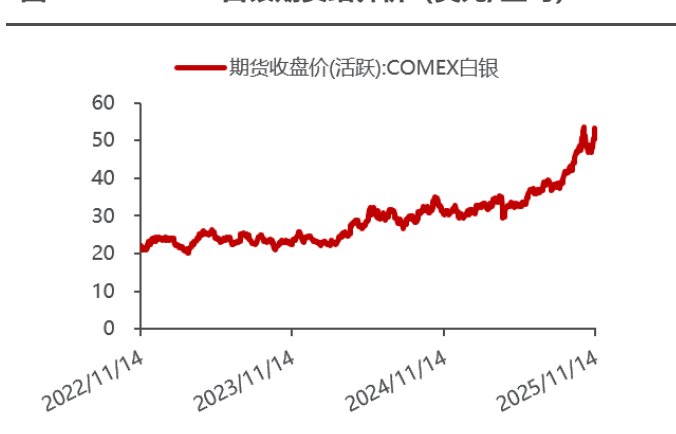
(4) COMEX 期货收盘价

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（11/10-11/14）**，本周电解钴现货价格震荡上行。供应端在原料成本支撑下维持挺价，贸易商随盘面反弹上调报价。需求端经历前期波动后仍以刚需采购为主，但随着价格企稳，部分企业采购意愿回升，成交有所改善当前电钴与钴盐价差已回归合理区间，后续上涨仍需钴盐价格带动。
- **钴盐（硫酸钴及氯化钴）：本周（11/10-11/14）** 本周硫酸钴价格重心小幅上移。上周末国内企业宣布暂停中间品代工，提振市场情绪，成交活跃度有所提升。供应端受生产成本推动，冶炼厂继续上调报价:MHP 及回收制硫酸钴报价至 8.8-9.0 万元/吨，中间品制硫酸钴报价接近 9.5 万元/吨。需求端采购意愿增强，部分企业接受贸易商低价旧库存，亦有企业开始尝试接盘冶炼厂高位新货，推动成交价格整体上行。当前市场仍处供需博弈阶段，上下游价格分歧犹存。预计短期硫酸钴价格以稳为主，待下游逐步消化当前价格并开启新一轮采购后，钴盐价格有望重启上行通道。**氯化钴**市场继续保持平稳运行，冶炼厂主流报价维持在 11.0 万元/吨左右，回收企业报价在 10.5 万元/吨左右，实际成交区间仍为 10.2-10.5 万元/吨，少数化工及高钴企业成交在 10.8-11.4 万元/吨左右。供应方面，上游厂商及贸易商出货节奏稳定，市场偏紧局面有所缓解，为价格企稳提供了基础支撑。需求端延续上周的观望态势，下游企业在价格持稳的背景下采购意愿有限，多数仍以按需补库为主，市场观望情绪持续。值得关注的是，下游对氯化钴的预期价位普遍在 10.0-10.5 万元/吨，叠加全球钴原料供应存在结构性偏紧的长期逻辑，价格具备基本面支撑，短期内大幅波动的可能性较低。
- **四氧化三钴：本周（11/10-11/14）** 四氧化三钴市场继续高位持稳，企业报价区间为 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变:一方面，上游钴原料受刚果(金)供应政策影响，供应收缩预期持续，成本端支撑稳固:另一方面，终端消费电子领域需求平稳，对四氧化三钴采购仍保持稳定释放。市场交投双方操作谨慎，企业多以长协订单为主，现货流通有限，预计下周价格仍将延续稳态，波动概率较低。
- **三元材料：本周（11/10-11/14）** 三元材料价格出现明显上涨。成本端支撑主要来自碳酸锂价格的大幅上调，带动材料整体上行。其他原料中，硫酸镍价格小幅回落，硫酸钴成交初现上涨迹象，硫酸锰价格持

稳，氢氧化锂亦受联动小幅跟涨。预计后续硫酸钴与碳酸锂价格仍存上行空间，三元材料价格有望保持坚挺。需求端整体表现稳健，国内动力市场需求持续旺盛，头部正极材料企业维持较高开工率，并优先保障长单交付。从当前排产计划来看，这一积极需求态势预计将延续至年末。小动力与消费类市场在四季度传统旺季带动下表现良好，消费电子类需求亦较为活跃。海外市场需求近期相对平淡，加钴锂金属价格持续上涨，订单规模略有收缩。临近年末，部分厂商已着手启动明年长单商务条件的初步沟通，但在当前原材料价格快速上涨的背景下，并非达成长期协议的理想时机，具体谈判结果预计仍需时日方能明朗。

表5：钴系产品价格一览

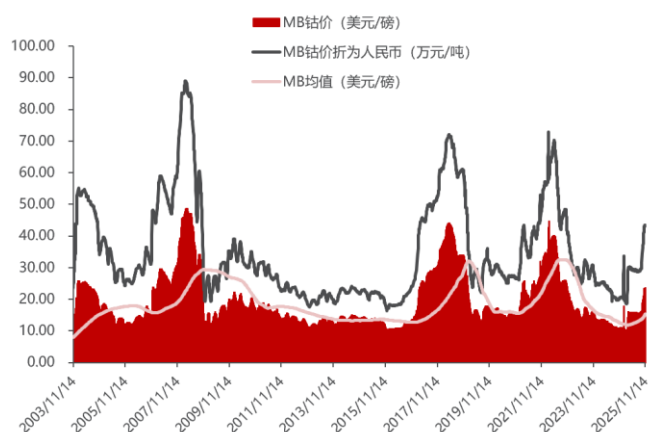
品种	产品类别	价格单位	当周价格	单周变动	1个月变动	年初至今	12个月最高	12个月最低
钴粉	99.5%min 中国	元/公斤	497.50	2.26%	11.17%	206.15%	497.50	162.50
MB 钴	低级钴	美元/磅	23.65	0.53%	6.29%	115.98%	23.53	9.95
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	390.50	3.99%	-1.76%	151.13%	397.50	149.50
钴精矿	6-8%中国到岸	美元/磅	16.50	0.00%	12.24%	243.75%	16.50	4.75
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	342.50	0.00%	5.87%	212.79%	342.50	109.50
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	84800.00	0.00%	0.00%	226.15%	84800.00	26000.00
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	278.50	0.00%	0.00%	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 11 月 07 日至本周

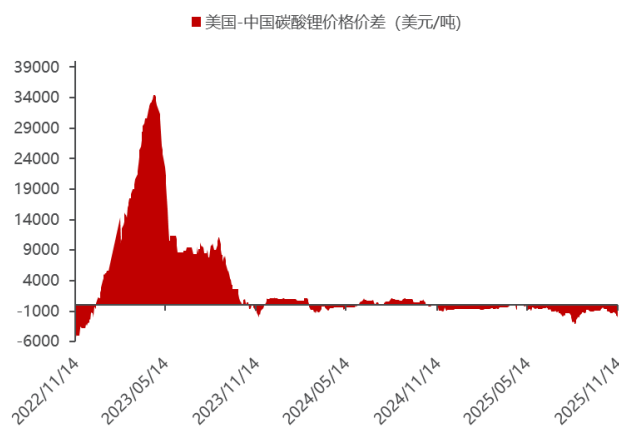
## (2) 价差跟踪

图 37：MB 钴美元及折合人民币价格



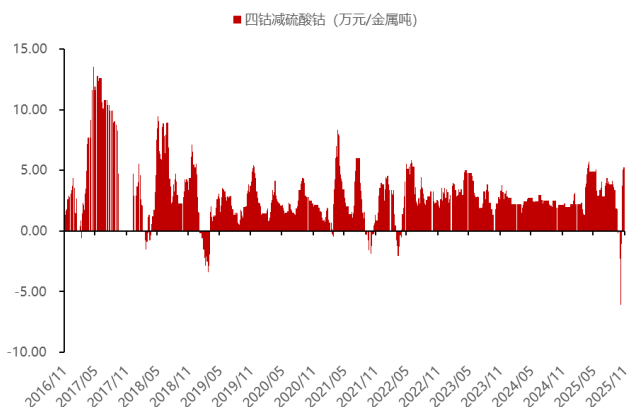
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院，注：美元汇率为当日中间汇率

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

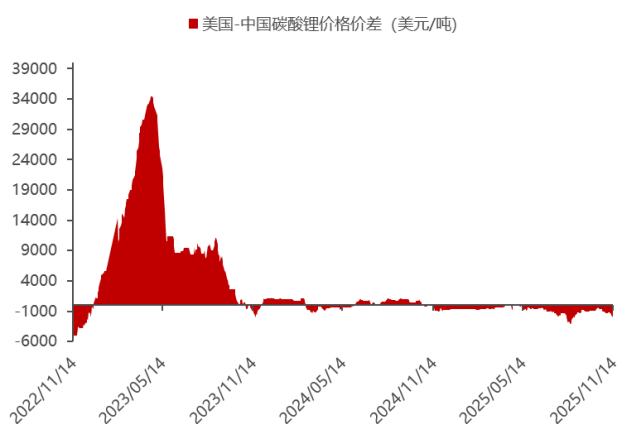
### 3.2.2 锂

#### (1) 高频价格跟踪及观点

- 碳酸锂: 本周 (11/10-11/14)** 整体重心明显上移。价格方面, 电池级碳酸锂均价本周碳酸锂价格呈现持续上行的震荡偏强走势级碳酸锂均价从周初的 7.855 万元/吨上涨至 8.20 万元)从周初的 8.075 万元/吨上涨至 8.435 万元/吨;工业吨, 累计上涨幅度分别为 3600 元/吨和 3450 元/吨碳酸锂期货主力合约震荡区间上移至 8.62 万至 8.99 万元/吨, 期价波动主要受需求预期向好及市场看涨情绪推动。供应方面, 锂盐厂整体开工率保持高位运行, 产能释放充分。其中锂辉石端与盐湖端开工均维持在 60%以上, 成为供应主力。预计 11 月国内碳酸锂产量可以维持 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车同时快速增长;储能市场供需两旺, 供应持续偏紧。市场交易方面, 本周市场情绪持续高涨、上游惜售情绪渐采购, 市场成交以后点价为主。目前, 上下游企业正浓。下游材料厂采购意愿偏谨慎, 仅维持刚性需求展开博弈。展望后市, 电芯及正极材料排产 11 月在就明年的长期协议进行谈判, 现阶段主要围绕库。供需基本面及市场情绪共同支撑下, 短期锂价持续向好, 预计碳酸锂 11 月将持续呈现较大幅度或维持偏强震荡格局。
- 氢氧化锂: 本周 (11/10-11/14)** 本周氢氧化锂环比上周微幅抬升, 主因碳酸锂价格持续上涨的上拉。生产上, 大部分企业按照正常节奏进行生产;市场情绪上, 一方面持货商有放货意向致使市场流通量有一定补充, 另一方面下游大多按照长协进行提货生产, 散单采购意愿较为一般, 导致市场散货需求寥寥;在这种情况下, 上游虽有挺价意愿, 但报价依旧跟随网站价格, 持续微抬。市场成交较为一般, 预计氢氧化锂价格或将跟随碳酸锂有上抬趋势。

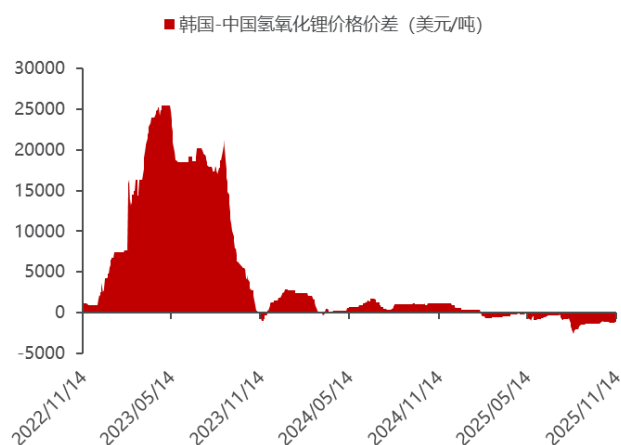
- **磷酸铁锂：本周（11/10-11/14）** 本周磷酸铁锂整体受碳酸锂价格大幅上涨影响，价格持续提高，整体涨价约 700 元/吨，碳酸锂在本周涨价约 4000 元/吨。生产方面，材料厂在本周整体生产积极，约 20 家磷酸铁锂企业已达到满产水平，铁锂市场现已形成需求饱满和需求冷淡的两种局面，前者产量增无可增，后者订单需求转弱并逐渐形成代工厂的角色。需求端，订单需求依然火热，预计这一现象将延续到年末，主因下游电芯厂订单增量：纯电重卡项目不断推进、传统车销旺季“金九银十”、储能电芯，一芯难求。近期，铁锂企业积极谈涨加工费，部分企业谈涨落地，但仍有大部分铁锂企业未有结果。
- **钴酸锂：本周（11/10-11/14）** 本周钴酸锂市场延续高位运行态势，常规型号产品报价仍维持在 37.0-38.0 万元/吨。当前价格支撑主要来自两方面：一是原料端氯化钴、四氧化三钴价格传导效应仍在，成本支撑稳固；二是下游电芯企业采购需求依然旺盛，部分消费电子企业为明年备货，订单周期拉长，持续释放刚性采购需求。短期来看，在原料价格整体持稳的情况下，钴酸锂价格仍将持稳，短期出现较大波动的可能性有限。

图 41：国内外碳酸锂价差



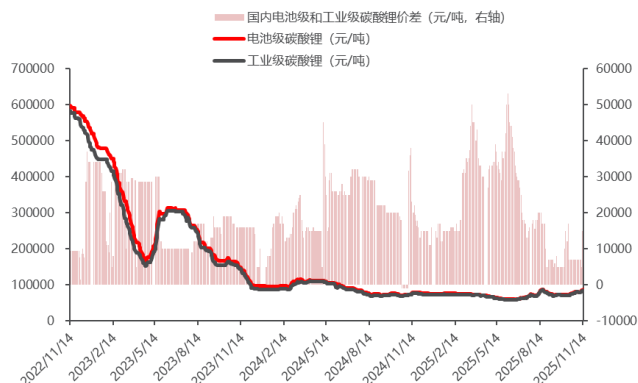
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

图 42：国内外氢氧化锂价差



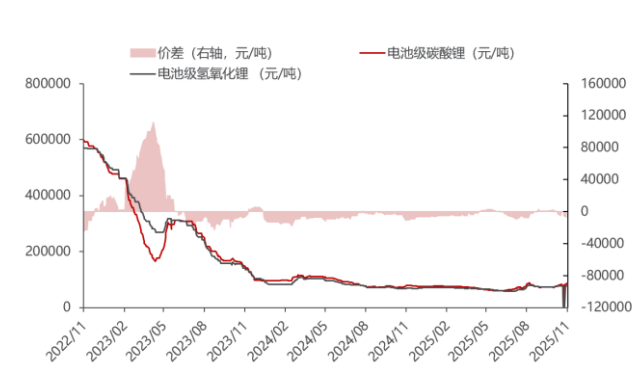
资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

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

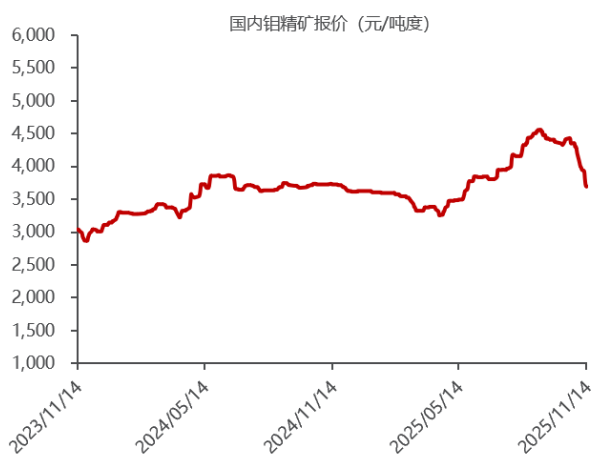
图 44：国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差



资料来源：同花顺，亚洲金属网，民生证券研究院

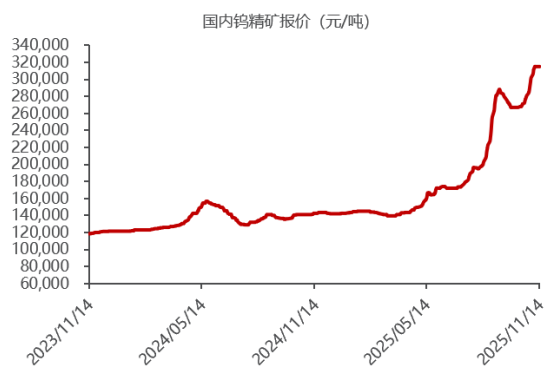
### 3.3 其他小金属

图 45：国内钼精矿价格



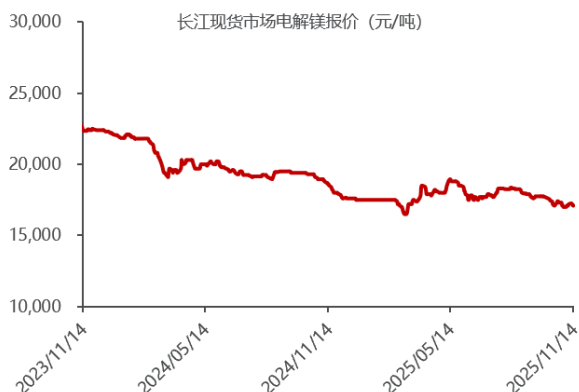
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图 46：国内钨精矿价格



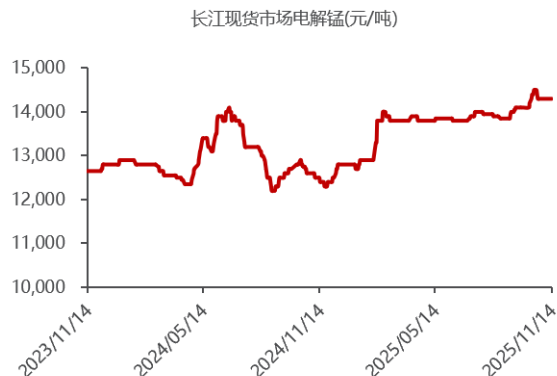
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

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



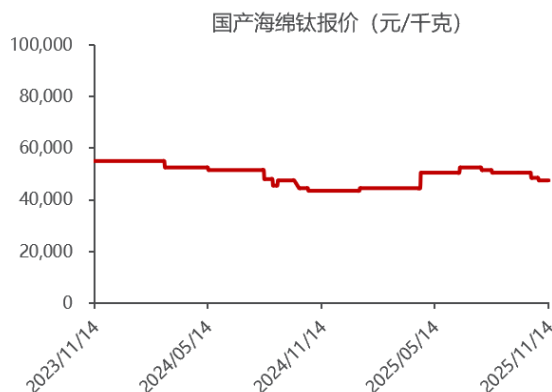
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 49: 长江现货市场锑锭价格



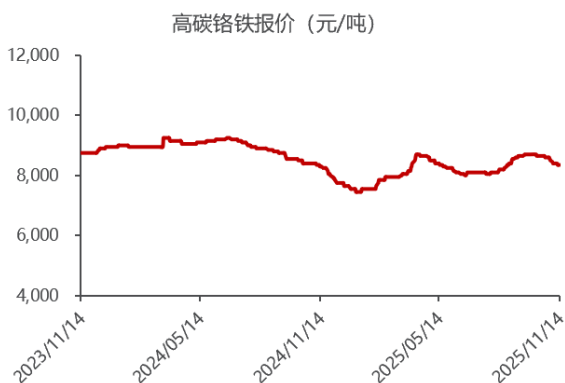
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 50: 国产海绵钛价格



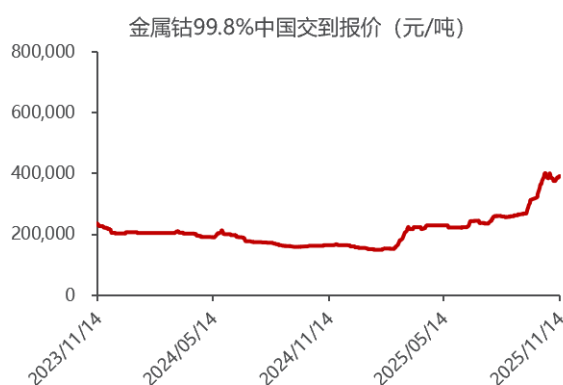
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 51: 国产高碳铬铁价格



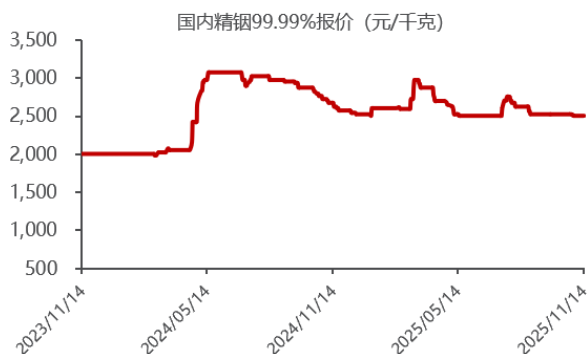
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

图 52: 长江现货市场金属钴价格



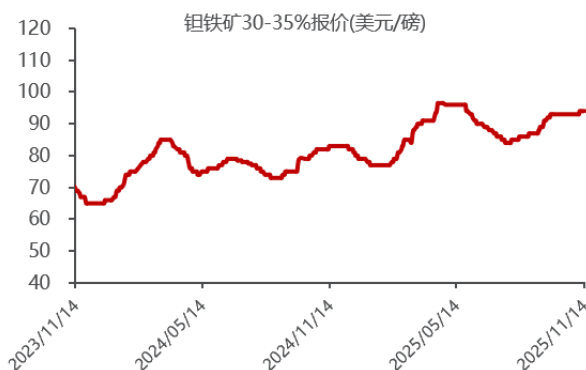
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

**图 53: 国内精钢 99.99%价格**



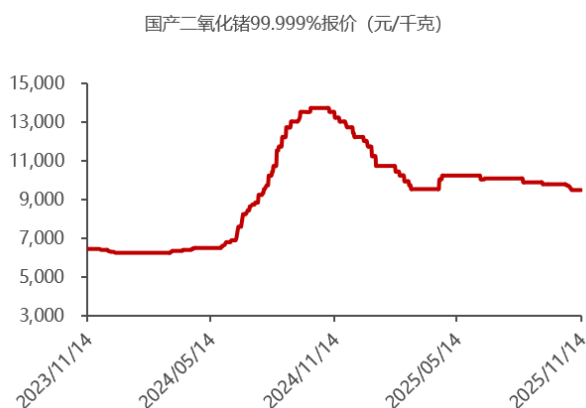
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

**图 54: 钼铁矿 30%-35%价格**



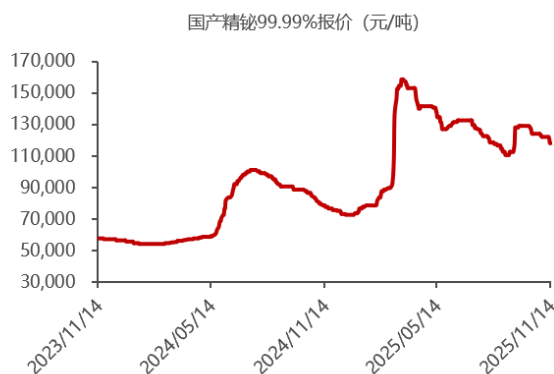
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

**图 55: 国产氧化锆价格**



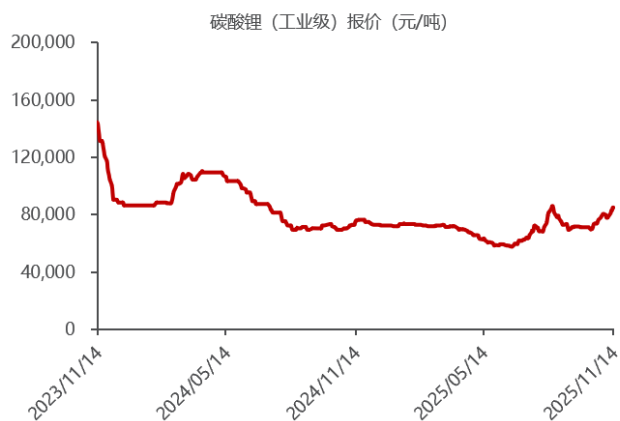
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

**图 56: 国产精铋价格**



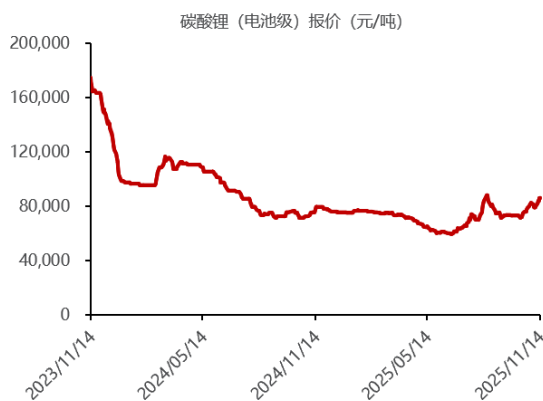
资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

**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**

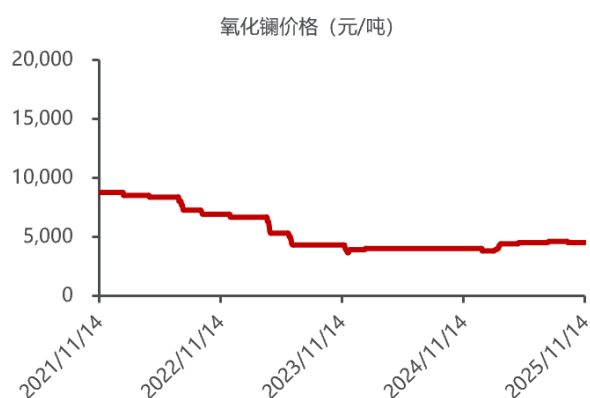


资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

## 4 稀土

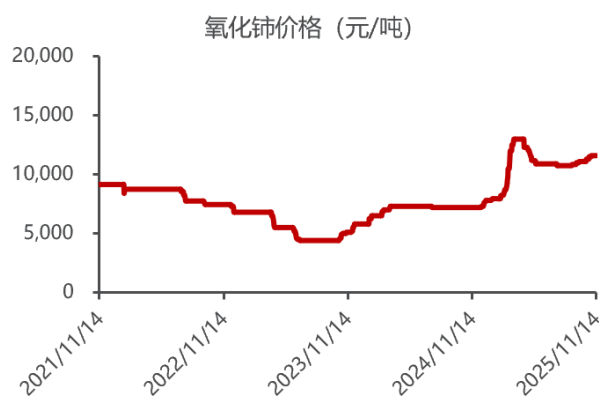
**稀土磁材：**本周（11/10-11/14）本周稀土氧化物价格整体偏弱运行，受消息面因素影响，市场对稀土氧化物后市信心减弱，持货商主动低价报货。下游采购方采购意愿不强，稀土原材料市场交易冷清，实际成交价格偏低。虽然利空消息引起贸易商低价抛货，但大厂挺价意愿依旧较强，因此 SMM 预计后续稀土原材料价格虽然会偏弱运行，但下行速度将会放缓。

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 (11/10-11/14)	3
图 2: 期间涨幅后 10 只股票 (11/10-11/14)	3
图 3: 黄金价格与山东黄金股价走势梳理	5
图 4: 阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理	5
图 5: 华友钴业股价与硫酸钴价格走势梳理	5
图 6: 天齐锂业股价与碳酸锂价格走势梳理	5
图 7: 上海期交所同 LME 当月期铝价格	7
图 8: 全球主要交易所铝库存 (万吨)	7
图 9: 预焙阳极盈利梳理 (元/吨)	7
图 10: 电解铝单吨盈利梳理	7
图 11: 氧化铝单吨盈利梳理 (单位: 元)	8
图 12: 2025 年 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	15
图 25: 全球主要交易所锡库存 (万吨)	15
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	16
图 29: 美联储资产负债表资产	17
图 30: Comex 黄金与实际利率 (% , 美元/盎司)	17
图 31: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)	17
图 32: 白银 ETF 持仓 (单位: 吨)	17
图 33: 美国国债收益率 (%)	18
图 34: 金银比	18
图 35: COMEX 黄金期货结算价 (美元/盎司)	18
图 36: COMEX 白银期货结算价 (美元/盎司)	18
图 37: MB 钴美元及折合人民币价格	20
图 38: 海内外钴价及价差	20
图 39: 硫酸钴和四氧化三钴价差	21
图 40: 金属钴现货和无锡盘价格差	21
图 41: 国内外碳酸锂价差	22
图 42: 国内外氢氧化锂价差	22
图 43: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差	23
图 44: 国内电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂价差	23
图 45: 国内钼精矿价格	23
图 46: 国内钨精矿价格	23
图 47: 长江现货市场电解镁价格	24
图 48: 长江现货市场电解锰价格	24
图 49: 长江现货市场锑锭价格	24
图 50: 国产海绵钛价格	24
图 51: 国产高碳铬铁价格	24
图 52: 长江现货市场金属钴价格	24
图 53: 国内精钢 99.99% 价格	25
图 54: 钽铁矿 30%-35% 价格	25

图 55: 国产氧化锆价格 .....	25
图 56: 国产精铋价格 .....	25
图 57: 碳酸锂 (工业级) 价格 .....	25
图 58: 碳酸锂 (电池级) 价格 .....	25
图 59: 氧化镧价格 .....	26
图 60: 氧化铈价格 .....	26
图 61: 氧化镨价格 .....	26
图 62: 氧化钕价格 .....	26
图 63: 氧化镝价格 .....	27
图 64: 氧化铽价格 .....	27

## 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 .....	20

## 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