

2025 年 12 月 08 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

LME 铜库存注销，推动铜价走高

—有色金属行业周报

推荐(维持)

投资要点

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuhh@cfsc.com.cn

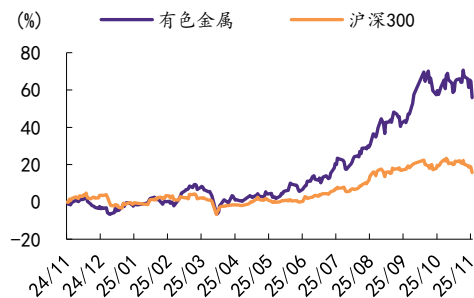
分析师：杜飞 S1050523070001

dufeiz2@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
有色金属(申万)	3.4	19.8	69.3
沪深 300	-1.2	3.5	16.3

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《有色金属行业周报：铜价下跌半年后反弹，看好铜板块》2025-11-24
- 2、《有色金属行业周报：铝价逐步走强，看好铝企估值修复》2025-11-10
- 3、《有色金属行业周报：美联储如期降息叠加结束缩表，贵金属支撑变强》2025-11-03

■ 贵金属：PCE 符合预期，12 月降息概率较大

价格方面，周内伦敦黄金价格为 4243.00 美元/盎司，环比 11 月 28 日+51.95 美元/盎司，涨幅为 1.24%。周内伦敦白银价格为 58.11 美元/盎司，环比 11 月 28 日+4.20 美元/盎司，涨幅为 7.78%。

数据方面，美国 11 月标普全球制造业 PMI 终值 52.2，前值 51.9，预期 51.9。美国 11 月 ISM 制造业指数 48.2，前值 48.7，预期 49。美国 9 月核心 PCE 物价指数同比 2.8%，前值 2.9%，预期 2.8%。美国 9 月 PCE 物价指数同比 2.8%，前值 2.7%，预期 2.8%。美国 9 月实际个人消费支出（PCE）环比 0%，前值 0.2%，预期 0.1%。

本周公布的重磅数据为美联储比较关心的 9 月 PCE 物价指数整体符合预期，且核心 PCE 指数同比数据环比下滑，提升了市场对于美联储在 12 月进一步降息的押注。

从 CME Fedwatch 工具来看，12 月美联储进一步降息 25BP 的概率已经提升到了 86.2%。

总结而言，近期少数公布的数据推升 12 月美联储进一步降息的概率，贵金属价格支撑仍在。

■ 铜、铝：LME 铜库存注销，推动铜价走高

国内宏观：中国 11 月官方综合 PMI49.7，前值 50。中国 11 月官方制造业 PMI49.2，前值 49。

铜：价格方面，本周 LME 铜收盘价 11616 美元/吨，环比 11 月 28 日+631 美元/吨，涨幅为+5.74%。SHFE 铜收盘价 92720 元/吨，环比 11 月 28 日+5250 元/吨，涨幅为+6.00%。库存方面，LME 库存为 162550 吨（环比 11 月 28 日+3125 吨，同比-107975 吨）；COMEX 库存为 436853 吨（环比 11 月 28 日+18126 吨，同比+344482 吨）；SHFE 库存为 88905 吨（环比 11 月 28 日-9025 吨）。2025 年 12 月 4 日，SMM 统计国内电解铜社会库存 15.89 万吨，环比 11 月 27 日-1.46 万吨，同比+2.14 万吨。

冶炼方面，中国铜精矿 TC 现货本周价格为-43.03 美元/干吨，环比-0.33 美元/干吨。

下游方面，国内本周精铜制杆开工率为 66.41%，环比-2.78 pct。再生铜制杆开工率 9.15%，环比-9.14pct。电线电缆开工率为 67.12%，环比+0.22pct。

总结而言，虽然需求偏弱，但是紧缺的库存仍推动价格上行。多家矿企下调中期产量预期。LME 周中仓库出现大量注销仓单请求，高铜价高 BACK 局面雏形初现。需求端受铜价快速上涨压制，下游企业采购转为谨慎，成交以刚需为主。

铝：价格方面，国内电解铝价格为 22150 元/吨，环比 11 月 28 日+720 吨。库存方面，本周 LME 铝库存为 528300 吨（环比 11 月 28 日-10750 吨，同比-158825 吨）；国内上期所库存为 123630 吨（环比 11 月 28 日+8353 吨，同比-100746 吨）。2025 年 12 月 4 日，SMM 统计国内电解铝锭社会库存 59.6 万吨，环比 11 月 27 日+0 万吨，同比+5.0 万吨。

利润方面，云南地区电解铝即时冶炼利润为 4897 元/吨，环比 11 月 28 日+473 元/吨。新疆地区电解铝即时冶炼利润为 5524 元/吨，环比 11 月 28 日+491 元/吨。

下游方面，国内本周铝型材龙头企业开工率为 52.0%，环比-0.5pct；国内本周铝线缆龙头企业开工率为 62.4%，环比-0.6pct。

综合而言，国内电解铝个别新建电解铝项目开始通电起槽，运行产能小幅上升。年春节放假时间较晚，12 月电解铝需求转弱幅度有限。国内淡季累库不明显，在美联储降息预期提升背景下，铝价有望走强。

■ 锡：供应干扰叠加降息催化，锡价大幅走强

价格方面，国内精炼锡价格为 314410 元/吨，环比 11 月 28 日+14120 元/吨，涨幅为 4.70%。库存方面，本周国内上期所库存为 6865 吨，环比 11 月 28 日+506 吨；LME 库存为 3085 吨，环比 11 月 28 日-75 吨。

供应干扰叠加降息催化，锡价大幅走强。受美联储降息预期升温以及非洲刚果(金)地缘冲突引发供应中断担忧的再度发酵，锡价连续大幅反弹。现货方面，市场交投氛围十分低迷，随着锡价频刷阶段新高，下游企业对高价货源的接受度极为有限。

■ 锑：供需两弱，价格持稳

根据百川盈孚数据，价格方面，本周国内锑锭价格为 17.10 万元/吨，环比 11 月 28 日持平。

供需两弱，价格持稳。供应端方面，由于前期价格持续下行，冶炼厂原料储备普遍不足。需求端表现以刚需为主，下游多备货一月左右用量，部分用户对价格持观望态度，等待回调时机入市，整体需求较为稳定。

■ 行业评级及投资策略

黄金：美联储处于降息周期。维持黄金行业“推荐”投资评级。

铜：铜矿持续偏紧，维持铜行业“推荐”投资评级。

铝：电解铝供应刚性，维持铝行业“推荐”投资评级。

锡：供应偏紧或支撑锡价。维持锡行业“推荐”投资评级。

锑：锑价下跌半年后反弹。维持锑行业“推荐”投资评级。

重点推荐个股

黄金行业推荐中金黄金，山东黄金，赤峰黄金，山金国际，中国黄金国际。铜行业推荐紫金矿业，洛阳钼业，金诚信，西部矿业，藏格矿业，五矿资源。铝行业推荐神火股份，云铝股份，天山铝业，中国宏桥。锑行业推荐湖南黄金，华锡有色。锡行业推荐锡业股份，华锡有色，兴业银锡。

风险提示

1) 美国通胀再度大幅走高；2) 美联储降息幅度不及预期；3) 国内铜需求恢复不及预期；4) 电解铝产能意外停产影响上市公司产能；5) 铝需求不及预期；6) 海外锑矿投产超预期，锑需求不及预期等；7) 锡需求不及预期；8) 锡矿投产进度超预期等；9) 推荐公司业绩不及预期等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025-12-5 股价	EPS			PE			投资评级
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
000975.SZ	山金国际	22.22	0.78	1.18	1.46	19.64	18.83	15.22	买入
600489.SH	中金黄金	22.85	0.70	1.13	1.24	17.22	20.22	18.43	买入
600547.SH	山东黄金	36.33	0.66	1.43	1.57	34.30	25.41	23.14	买入
600988.SH	赤峰黄金	31.04	1.06	1.50	1.70	14.72	20.69	18.26	买入
2099.HK	中国黄金国际	168.60	1.23	7.42	7.66	68.70	22.72	22.01	买入
601899.SH	紫金矿业	31.32	1.21	2.01	2.38	12.54	15.58	13.16	买入
000630.SZ	铜陵有色	5.84	0.22	0.27	0.36	14.71	21.63	16.22	未评级
601168.SH	西部矿业	26.23	1.23	1.61	1.73	13.06	16.29	15.16	买入
603979.SH	金诚信	69.45	2.54	3.83	4.61	14.30	18.13	15.07	买入
603993.SH	洛阳钼业	18.42	0.63	0.77	0.92	10.61	23.92	20.02	买入
000408.SZ	藏格矿业	68.00	1.63	2.43	3.13	16.99	27.98	21.73	买入
1208.HK	五矿资源	8.47	0.10	0.44	0.48	38.80	19.25	17.65	买入
000807.SZ	云铝股份	28.31	1.27	1.94	1.99	10.64	14.59	14.23	买入
601600.SH	中国铝业	11.40	0.72	0.66	0.68	10.17	17.27	16.76	买入
000933.SZ	神火股份	27.20	1.93	2.19	2.22	8.83	12.42	12.25	买入
002532.SZ	天山铝业	14.07	0.96	0.99	1.04	8.22	14.21	13.53	买入
1378.HK	中国宏桥	33.74	2.59	2.67	2.86	5.60	11.50	10.74	买入
002155.SZ	湖南黄金	21.46	0.70	1.83	1.90	22.34	11.73	11.29	买入
000960.SZ	锡业股份	27.01	0.85	1.42	1.66	15.99	19.02	16.27	买入
600301.SH	华锡有色	38.67	1.04	1.44	1.61	16.36	26.85	24.02	买入
000426.SZ	兴业银锡	35.48	0.86	1.19	1.36	12.91	29.82	26.09	买入
002738.SZ	中矿资源	62.20	1.05	1.75	3.13	33.84	35.54	19.87	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：未评级公司盈利预测取自万得一致预期，港股中国黄金国际和五矿资源盈利预测货币单位为港元，中国宏桥盈利预测货币单位为人民币，假设美元兑港币汇率=1:7.8，假设港元兑人民币汇率=1:0.91）

正文目录

1、一周行情回顾.....	6
1.1、板块回顾.....	6
1.2、个股回顾.....	7
2、宏观及行业新闻.....	7
3、贵金属市场重点数据.....	10
4、工业金属数据.....	11
5、行业评级及投资策略.....	16
6、重点推荐个股.....	17
7、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：申万一级行业周涨跌幅.....	6
图表 2：申万有色子板块周涨跌幅.....	6
图表 3：周度涨幅前十个股.....	7
图表 4：周度跌幅前十个股.....	7
图表 5：宏观新闻.....	7
图表 6：行业新闻.....	8
图表 7：黄金及白银价格.....	10
图表 8：黄金价格与 SPDR 持仓比较.....	10
图表 9：白银价格和 SLV 持仓比较.....	11
图表 10：黄金价格和 VIX 恐慌指数比较.....	11
图表 11：金价与非商业净多头.....	11
图表 12：银价与非商业净多头.....	11
图表 13：LME 及 SHFE 铜期货价格.....	12
图表 14：LME 铜库存（吨）.....	12
图表 15：COMEX 铜库存（吨）.....	13
图表 16：SHFE 铜库存（吨）.....	13
图表 17：国内铜社会库存（万吨）.....	13
图表 18：国内铜精矿现货 TC 价格（美元/千吨）.....	13
图表 19：国内精铜制杆开工率（%）.....	13
图表 20：国内铜管开工率（%）.....	13
图表 21：国内电解铝价格（元/吨）.....	14

图表 22: LME 铝总库存 (吨)	14
图表 23: SHFE 铝总库存 (吨)	14
图表 24: 国内铝社会库存 (吨)	14
图表 25: 铝型材龙头开工率 (%)	14
图表 26: 铝线缆龙头开工率 (%)	14
图表 27: 云南地区吨铝冶炼利润	15
图表 28: 新疆地区吨铝冶炼利润	15
图表 29: 国内精炼锡价格 (元/吨)	15
图表 30: SHFE+LME 锡总库存 (吨)	15
图表 31: 锑锭价格 (元/吨)	15
图表 32: 工业级碳酸锂价格 (元/吨)	15
图表 33: 碳酸锂全行业库存 (吨)	16
图表 34: 重点关注公司及盈利预测	16

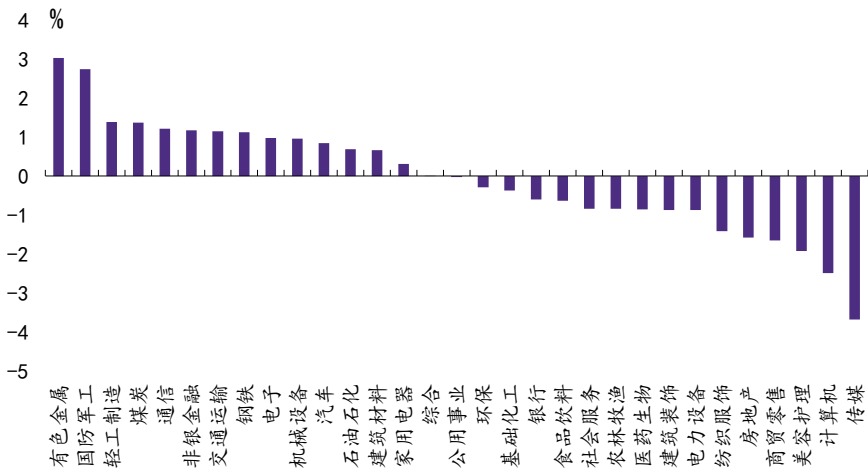
1、一周行情回顾

1.1、板块回顾

周度（2025. 12. 1-2025. 12. 5）有色金属（申万）行业板块周涨幅+3.0217%，在所有的申万一级行业中涨跌幅处于第一的位置。

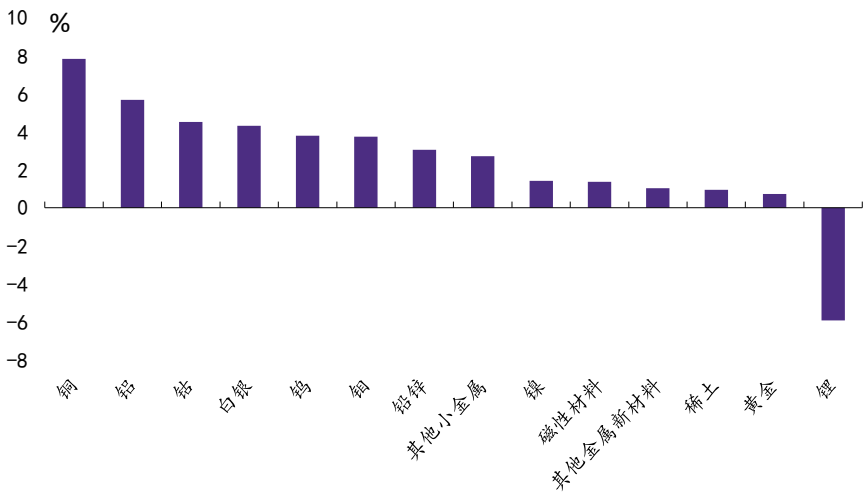
在申万有色金属板块三级子行业中，各个子板块涨跌互现。涨幅前三位的为铜（+7.83%）、铝（+5.68%）、钴（+4.51%）。

图表 1：申万一级行业周涨跌幅



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：申万有色子板块周涨跌幅



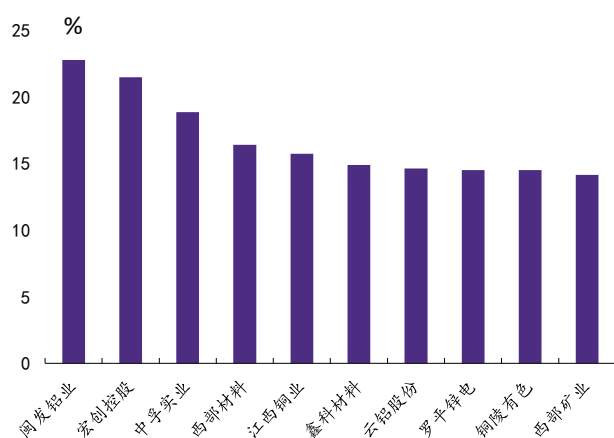
资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.2、个股回顾

周度涨幅前十个股分别是闽发铝业(+22.77%)、宏创控股(+21.48%)、中孚实业(+18.84%)、西部材料(+16.39%)、江西铜业(+15.74%)、鑫科材料(+14.89%)、云铝股份(+14.62%)、罗平锌电(+14.51%)、铜陵有色(+14.51%)、西部矿业(+14.14%)。

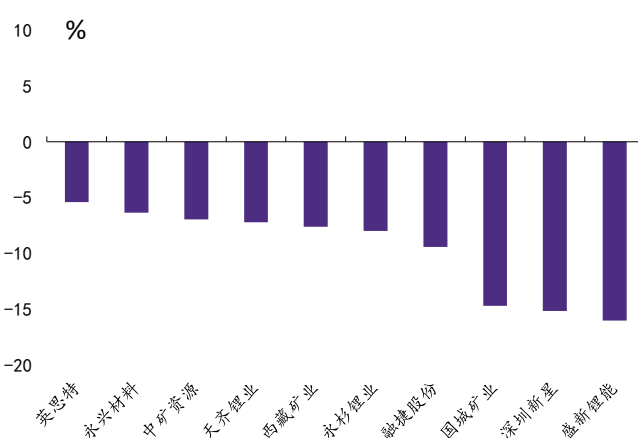
周度跌幅前十个股分别是英思特(-5.41%)、永兴材料(-6.37%)、中矿资源(-6.96%)、天齐锂业(-7.23%)、西藏矿业(-7.63%)、永杉锂业(-7.99%)、融捷股份(-9.45%)、国城矿业(-14.73%)、深圳新星(-15.19%)、盛新锂能(-16.05%)。

图表 3：周度涨幅前十个股



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4：周度跌幅前十个股



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、宏观及行业新闻

国内方面，中国 11 月官方综合 PMI49.7，前值 50。中国 11 月官方制造业 PMI49.2，前值 49。

海外方面，美国 11 月标普全球制造业 PMI 终值 52.2，前值 51.9，预期 51.9。美国 11 月 ISM 制造业指数 48.2，前值 48.7，预期 49。美国 9 月核心 PCE 物价指数同比 2.8%，前值 2.9%，预期 2.8%。美国 9 月 PCE 物价指数同比 2.8%，前值 2.7%，预期 2.8%。美国 9 月实际个人消费支出 (PCE) 环比 0%，前值 0.2%，预期 0.1%。

图表 5：宏观新闻

日期	国家	内容
2025/11/30	中国	中国 11 月官方综合 PMI49.7，前值 50。
2025/11/30	中国	中国 11 月官方制造业 PMI49.2，前值 49。
2025/12/1	美国	美国 11 月标普全球制造业 PMI 终值 52.2，前值 51.9，预期 51.9。
2025/12/1	美国	美国 11 月 ISM 制造业指数 48.2，前值 48.7，预期 49。
2025/12/5	美国	美国 9 月核心 PCE 物价指数同比 2.8%，前值 2.9%，预期 2.8%。
2025/12/5	美国	美国 9 月 PCE 物价指数同比 2.8%，前值 2.7%，预期 2.8%。
2025/12/5	美国	美国 9 月实际个人消费支出 (PCE) 环比 0%，前值 0.2%，预期 0.1%。

资料来源：华尔街见闻，华鑫证券研究

图表 6：行业新闻

日期	行业	内容	来源
2025/12/1	铜	【高盛出席 CESCO 亚洲铜业会议：预计 2026 年全球铜市供应过剩 18 万吨】SHMET12 月 1 日讯，高盛在 CESCO 亚洲铜业会议中指出，当前中国铜需求同比下滑 8%，欧美需求分别表现为-2%和+1%；预计 2026 年精炼铜供应增长 1.8%，需求增长 2%，将出现 18 万吨供应过剩。会议提到 AI 数据中心及能源存储系统对铜需求拉动有限，2026 年相关需求增量仅约 30 万吨和 5 万吨。关税政策成为关键变量，若美国实施 15%关税将促使过剩量流向美国，导致 LME 库存趋紧。目前 LME 库存 14 万吨中多为俄中货源，贸易商正调整物流以获取 CMX 套利机会。	SHMET
2025/12/1	铝	【BMI 下调 2025 年全球铝土矿产量预期】外电 11 月 28 日消息，惠誉解决方案旗下 BMI 公司在本周发布的《全球铝土矿开采展望》报告中指出，2025 年全球铝土矿产量增速预计放缓至 2%将达 4.513 亿吨，较此前预期有所下调。此次预期调整主要受中国产出不及预期、几内亚军政与监管风险升级影响——尽管澳大利亚产量预期上调部分抵消了上述负面因素，但 BMI 警示，若政治不确定性与监管干扰持续影响行业，不排除进一步下调产量预期的可能。报告显示，2025-2034 年全球铝土矿产量年均增速预计为 2.3%，核心支撑因素包括：几内亚与澳大利亚的新建项目投产；终端领域铝需求持续增长，尤其清洁能源技术（如新能源汽车、可再生能源设备）对铝材的需求提振。尽管短期存在波动，但上述趋势将支撑全球铝土矿产量持续扩张。BMI 强调，未来十年全球铝土矿产量增长将主要依赖几内亚、澳大利亚等关键市场的丰富储量，而铝需求（尤其清洁能源领域）的持续上升将主导长期供应趋势。短期来看，几内亚军政动荡、中国国内产量收缩是 2025 年全球产量增速放缓的核心因素，而澳大利亚的扩产与巴西、印度的稳步增长将部分抵消上述压力。（上海金属网编译）	SHMET
2025/12/1	铜	【Jubilee 与 Galileo 签署开发协议，加快赞比亚 Molefe 铜矿的开发】外电 11 月 28 日消息，Jubilee Metals Group 已与 Galileo Resources 签署了一项合作和项目开发协议，双方将共同加速赞比亚 Molefe 铜矿的勘探与开发进程。根据协议，Jubilee 资源可通过投入 70 万美元开展资源勘探相关工作，最多获得该项目 23.75%的股权。Molefe 铜矿目前已处于运营状态，正向 Jubilee 旗下的 Sable 精炼厂供应高品位矿石。当前矿山正推进产能提升，目标将原矿月产量提高至 4500 吨（铜品位超 2%）；此外，自 2025 年 10 月底以来，矿山已囤积约 220 万吨低品位矿石（铜品位约 0.7%）。核心开发计划：1）建设现场加工厂：设计产能可同时处理新开采矿石与囤积的低品位矿石，提升资源利用率；2）扩大勘探钻探规模：重点针对 Molefe 铜矿及 Jubilee 已取得采矿权的周边区域开展工作，进一步扩充资源储量，为矿山长期规划提供数据支撑，验证前期识别的开发潜力。（上海金属网编译）	SHMET
2025/12/2	白银	【白银市场供需失衡局面短期难解 低库存与降息预期支撑价格强势】SHMET12 月 2 日讯，11 月国内白银产量环比下降 3.63%，主因江西铅系统检修及多地铜冶炼厂完成年度目标减产，现货库存持续探底推动升水维持 30 元/千克高位。尽管云南、甘肃等地检修结束后 12 月供应有望小幅回升，但江西检修延续仍制约整体增量。在美联储降息预期强化、光伏需求稳健及出口配额集中使用的多重因素下，白银供需偏紧格局短期难以缓解，价格仍具支撑。	SHMET
2025/12/2	铜	【国际能源署警告到 2035 年铜供应将面临 30%的缺口】SHMET12 月 02 日讯，国际能源署（IEA）关键矿产分析师 Shobhan Dhir 在 12 月 1 日举行的关键矿产协会年会上表示，铜市场正面临供应短缺，到 2035 年缺口可能达到 30%，这将使铜成为支撑能源转型和人工智能发展的全球供应链中最脆弱的环节之一。与锂不同，锂的供应正在津巴布韦和阿根廷等多个地区涌现，而铜供应则面临着结构性制约，难以通过快速增加产能来克服。预计铜供应短缺源于矿石品位下降、资本成本上升以及项目开发周期过长，这些因素使得铜的规模化生产与其他关键矿产相比尤为困难。	SHMET
2025/12/2	铜	【Ivanhoe Mines 启动非洲最大铜冶炼厂烘炉，年产能 50 万吨】SHMET12 月 2 日外电，艾芬豪矿业(Ivanhoe Mines)宣布其位于刚果(金)的 Kamo-a-Kakula 合资项目直接产出粗铜的冶炼厂已开始烘炉，目前炉温达 800°C 并计划维持 9 天以完成锅炉、蒸汽系统及干燥机热调试；该厂年产能 50 万吨，预计年底前投料。项目配套建设 60 兆瓦不间断电源(UPS)可提供 2 小时后备电力，另备 180 兆瓦柴油发电机保障稳定运行。投产初期将优先处理项目第一、二、三期选矿厂的铜精矿，剩余精矿将就近送往科卢韦齐 Lualaba 冶炼厂代加工。冶炼厂全面投产后，现场铜精矿库存（含约 3.7 万吨铜）预计到 2026 年将降至 1.7 万吨。（上海金属网编译）	SHMET
2025/12/2	铜	【Firefly Metals 启动总额约 1.3 亿美元融资，推进 Green Bay 铜金项目】SHMET12 月 2 日外电，Firefly Metals Ltd (ASX: FFM)宣布通过加拿大包销发行募资 3000 万加元（约合 3300 万澳元），并以机构配售和散户购股计划(SPP)在澳募资约 1.065 亿澳元，总额约 1.3 亿美元。所筹资金将用于加拿大 Green Bay 铜金项目的开发和前期工作、技术研究（包括初步经济评估和最终可行性研究）、地下钻探及区域勘探。该项目拥有 Measured & Indicated 资源量 5040 万吨，铜品位 1.7%，含 86.3 万吨铜当量；Inferred 资源量 2930 万吨，铜品位 1.9%，含 56.6 万吨铜。（上海金属网编译）	SHMET
2025/12/3	锡	【惠誉旗下 BMI 上调锡价预期，供应瓶颈与半导体需求支撑长期市场缺口】SHMET12 月 3 日外电，惠誉解决方案公司 BMI 最新报告将 2026 年锡价预期从 3.2 万美元/吨上调至 3.5 万美元/吨，主因印尼出口许可延迟及缅甸低邦供应不确定性持续发酵。目前 LME 三个月期锡价格徘徊于 3.68 万美元/吨高位，中国锡冶炼厂因精矿短缺持续限产，而半导体、电动汽车电子元件及光伏面板需求稳步增长。报告指出全球锡资源储量高度集中（中国 80 万吨、印尼 72 万吨、缅甸 70 万吨），但缅甸曼相矿区三年期采矿许可的实际落地仍存变数，未	SHMET

来锡精矿市场竞争加剧将制约精炼锡产量增长。（上海金属网编译）

2025/12/3	锂	【Vulcan Energy 获 26 亿欧元融资推进德国锂项目，计划本周启动建设】SHMET12 月 3 日外电，Vulcan Energy Resources 宣布获得 22 亿欧元（合 26 亿美元）融资支持，其德国 Lionheart 锂矿及可再生能源项目将于本周五启动建设。融资方案包括 6.03 亿欧元股权融资（每股作价 2.24 欧元）及由欧洲投资银行、5 家出口信贷机构和 7 家商业银行组成的银团贷款。公司已与 Stellantis、LG 集团、优美科和嘉能可等签订 10 年期锂供应协议（2028 年起交付），其中 72% 合约量设有底价保护。该项目获德国政府 1.04 亿欧元补贴，计划建设期两年半，旨在强化欧洲电动汽车产业链资源自主。（上海金属网编译）	SHMET
2025/12/3	铜	【淡水河谷与嘉能可谋划在加设合资企业 扩大铜矿业务布局】据彭博社 12 月 02 日消息，淡水河谷（Vale SA）和嘉能可（Glencore Plc）正计划在加拿大联合开发铜矿项目。当前全球电气化进程推进，铜矿供应预计将出现短缺，两家企业此举旨在借此扩大铜矿业务版图。淡水河谷周二在一份声明中表示，淡水河谷基本金属部门与嘉能可拟开展合作，共同开发位于萨德伯里（Sudbury）盆地相邻矿区的一个项目。该项目投资额预计在 16 亿至 20 亿美元之间，它将在 21 年内生产 88 万吨。此次双方达成的合作协议为整合地下采矿业务搭建了框架，具体举措包括加深嘉能可南镍缘矿现有的矿井深度，并开凿新的巷道以开采周边铜矿资源。根据规划，淡水河谷与嘉能可后续将以平等持股的合作模式组建合资企业推进该项目。除铜矿外，项目还将同步开采镍、钴、黄金等多种关键矿产。该项目的详细工程设计、审批许可及相关磋商工作将于明年启动，最终投资决策计划在 2027 年上半年确定。（上海金属网编译）	SHMET
2025/12/4	镍	【欧盟出台电动汽车电池护照新规 印尼镍冶炼厂面临挑战】SHMET12 月 04 日讯，欧盟（UE）正式发布电池护照（battery passport）新规后，印尼镍产业再度成为焦点。这项旨在提高供应链透明度、确保电池产品可持续性的政策，被认为是全球能源转型加速背景下，印尼本土镍生产商面临的挑战与机遇。镍工业公司可持续发展负责人穆赫塔尔 12 月 3 日表示，电池护照政策并非全新法规，相关规定实则于 2023 年已出台，最初计划于 2025 年 8 月实施，但因准备工作极为复杂而推迟。欧盟随后将全面实施时间定为 2027 年 2 月。他进一步解释，电池护照的概念类似于个人身份证件，但适用于能源产品。未来进入欧盟市场的电池，必须附带全面数据，包括原材料来源、生产过程中的碳足迹、回收材料占比及其他可持续性相关信息。印尼镍生产商是否已准备就绪？他表示，各企业的准备程度参差不齐。印尼镍产业发展水平差异较大，部分企业仍处于起步阶段，而部分企业已具备较高成熟度。真正的挑战集中在尚处于发展初期的生产商身上。要满足欧盟标准，需开展大量准备工作。（要钢网）	SHMET
2025/12/4	铜	【高盛预计铜价突破 11000 美元的创纪录涨势恐难持久】SHMET12 月 04 日讯，高盛给铜价前景泼了一些冷水。这家华尔街大行认为，铜价突破每吨 11,000 美元的涨势恐难持久，因为目前全球铜供应仍足以满足需求。虽然高盛上调了对于明年上半年铜价的预测，并表示美国关税驱动的铜供应风险将支撑价格，但该行指出，通过更高的区域升水和更紧的 LME 价差，可以避免美国以外地区出现“极低”库存。高盛预计，今年的需求将比供应少约 50 万吨，直到 2029 年全球铜市场都不会出现供应短缺。高盛分析师指出：“尽管我们预计 2026 年铜供应将比需求仅多出约 16 万吨，使市场更趋平衡，但这意味着我们认为全球铜市场短期内不会出现供应短缺。”	SHMET
2025/12/4	铜	【中国铜冶炼厂与智利矿商在费用谈判中陷入僵局】外电 12 月 03 日消息，全球铜冶炼行业的关键年度谈判——中国主要铜冶炼企业与智利矿商安托法加斯塔之间的铜精矿加工费谈判，目前陷入僵局，短期内无望达成共识。自上周上海行业会议进行初步接触后，谈判迄今未有进展。核心矛盾在于，面对现货加工费历史性跌入负值区间（最低至每吨-60 美元），中国冶炼企业坚决拒绝接受零或负的年度基准加工费。此次谈判僵局虽不算意外，当前铜精矿供应紧缺，一方面是中国铜冶炼产能扩张速度远超全球矿山增产速度；另一方面，多座矿山突发停产事故进一步加剧了供应短缺。年度基准加工费为全球长协合同定调，但当前危机正动摇这一传统机制。面临利润挤压，日本、德国等国冶炼商及美国自由港麦克莫兰等巨头已在寻求替代方案或准备拒绝过低基准。此次中智谈判的僵局，不仅关乎双方利益，更可能预示着全球铜加工定价体系面临重构。（上海金属网编译）	SHMET
2025/12/4	铜	【嘉能可(Glen)下调短期铜目标但布局长期增产，南美资产整合与股权策略并进】SHMET12 月 4 日外电，矿业巨头嘉能可(Glen)在宣布将 2026 年铜产量目标从 93 万吨下调至 81 万-87 万吨（主因智利 Collahuasi 矿遭遇挫折）的同时，明确了到 2035 年将年产量扩大至约 160 万吨的长期规划。为实现此目标，公司计划于 2026 年第四季度重启阿根廷卡塔马卡省的 Alumbra 矿，此举不仅旨在使其在 2028 年前实现年产铜超 100 万吨，更将为整合后的 MARA 项目（Minera Agua Rica - Alumbra）降低开发风险并产生协同效应。在智利，针对英美资源(Anglo American)可能将 Collahuasi 矿与泰克资源(Teck)的 Quebrada Blanca 矿合并的预期，嘉能可强调将坚持平等股权，首席执行官 Gary Nagle 表示公司不会接受次要伙伴地位，并指出 Quebrada Blanca 近期的挫折已使 Collahuasi 的相对价值显著提升。（上海金属网编译）	SHMET
2025/12/5	铜	【力拓集团 Nuton 技术首次成功产出铜金属】据力拓集团(Rio Tinto)官网 12 月 4 日消息，力拓宣布，其创新的 Nuton®技术已在亚利桑那州 Johnson Camp 矿首次成功产出铜金属，这标志着这项突破性铜加工技术发展的关键里程碑。经过 30 多年的研发，力拓集团利用其专有的生物浸出技术，依靠现场培育的微生物，于上个月在 Gunnison Copper 公司的 Johnson Camp 矿生产出首批铜阴极。该技术部署包括为一个堆浸垫设计和交付的完整技术包，目标是在四年示范期内生产约 3 万吨精炼铜。力拓正与美国多家潜在客户合作，以支持国内铜供应链。在 Johnson Camp，Nuton 的目标是生产美国碳足迹最低的铜。通过购买 134000 份 Green-e Energy 认证的可再生能源证书，Nuton 确保该工厂 100% 的电力与可再生能源相匹配。预计生产的铜的矿山到	SHMET

金属碳足迹 0.82 千克 CO₂-e/千克铜，为美国最低。此外，预计每公斤铜的水强度为 71 升，而全球平均行业估计每公斤铜产量约为 130 升。（上海金属网编译）

2025/12/5	铝	【梅特罗矿业 11 月铝土矿出货量 78.3 万湿吨 环比增长 6.5%】SHMET12 月 05 日讯，2025 年 11 月，梅特罗矿业（Metro Mining）铝土矿出货量达到 78.3 万湿吨，环比增长 6.5%；年初迄今铝土矿出货量达到 560 万湿吨。尽管遭受热带气旋 Fina 和维修活动的挑战，但公司仍然有望实现 620 万吨~660 万湿吨的年度指导目标。（有色宝）	SHMET
-----------	---	---	-------

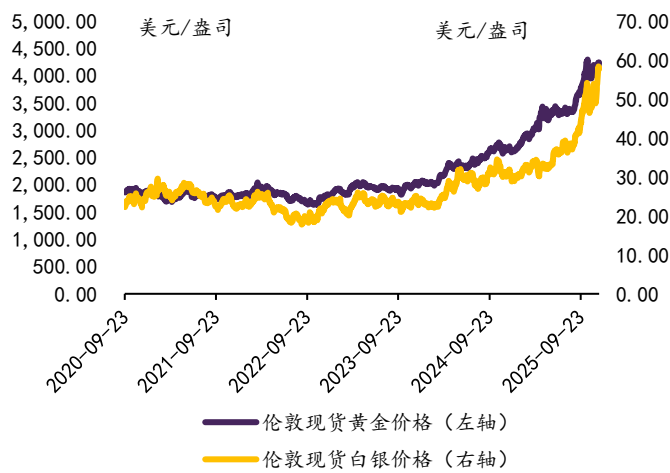
资料来源：SHMET，华鑫证券研究

3、 贵金属市场重点数据

周内金价上涨：周内伦敦黄金价格为 4243.00 美元/盎司，环比 11 月 28 日+51.95 美元/盎司，涨幅为 1.24%。周内伦敦白银价格为 58.11 美元/盎司，环比 11 月 28 日+4.20 美元/盎司，涨幅为 7.78%。

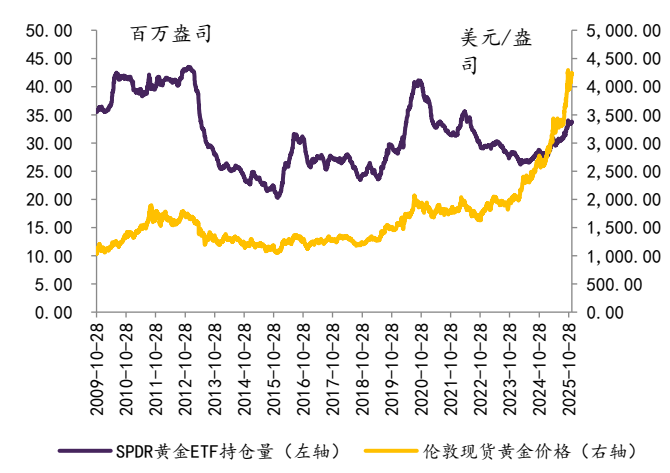
持仓方面：本周 SPDR 黄金 ETF 持仓为 3377 万盎司，环比 11 月 28 日+15 万盎司。本周 SLV 白银 ETF 持仓为 5.12 亿盎司，环比 11 月 28 日+1012 万盎司。

图表 7：黄金及白银价格



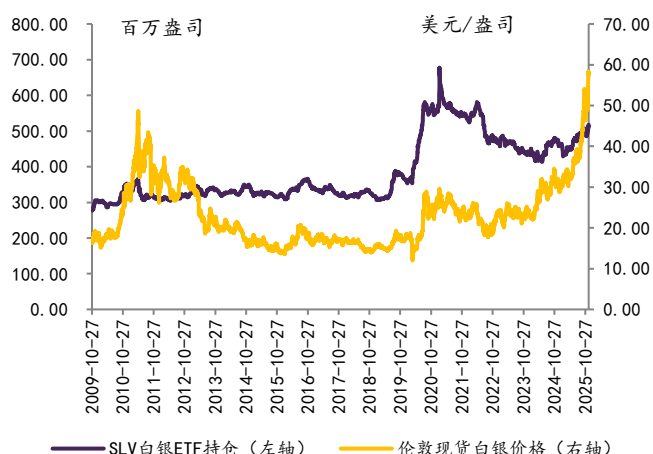
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 8：黄金价格与 SPDR 持仓比较



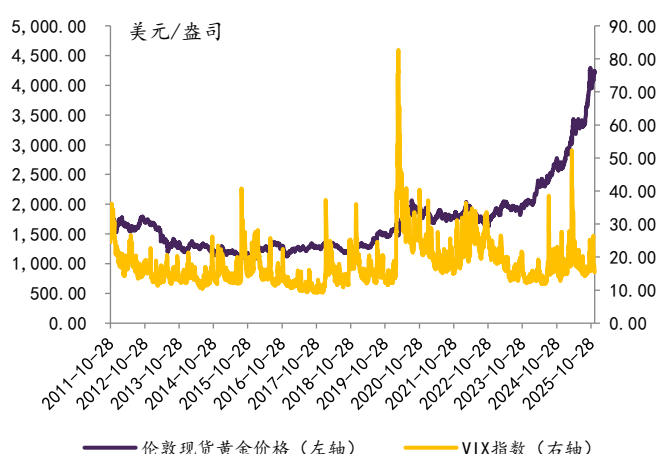
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 9：白银价格和 SLV 持仓比较



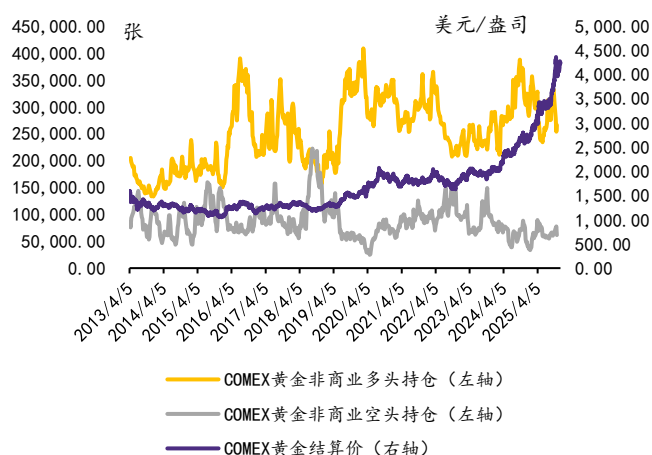
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 10：黄金价格和 VIX 恐慌指数比较



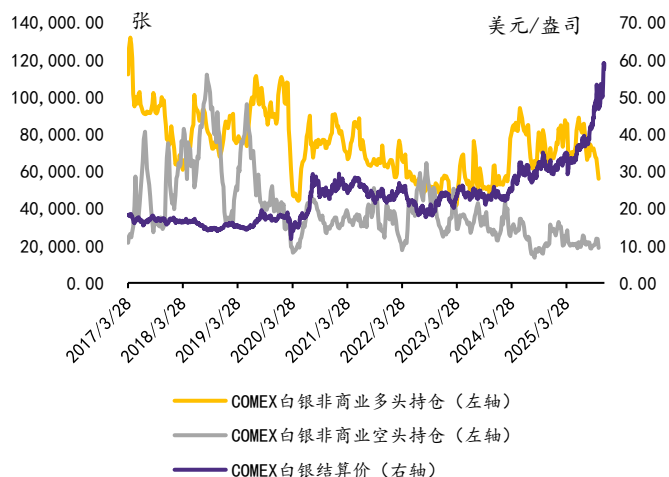
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 11：金价与非商业净多头



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 12：银价与非商业净多头



资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、工业金属数据

铜：价格方面，本周 LME 铜收盘价 11616 美元/吨，环比 11 月 28 日+631 美元/吨，涨幅为+5.74%。SHFE 铜收盘价 92720 元/吨，环比 11 月 28 日+5250 元/吨，涨幅为+6.00%。库存方面，LME 库存为 162550 吨（环比 11 月 28 日+3125 吨，同比-107975 吨）；COMEX 库存为 436853 吨（环比 11 月 28 日+18126 吨，同比+344482 吨）；SHFE 库存为 88905 吨（环比 11 月 28 日-9025 吨）。2025 年 12 月 4 日，SMM 统计国内电解铜社会库存 15.89 万吨，环比 11 月 27 日-1.46 万吨，同比+2.14 万吨。

中国铜精矿 TC 现货本周价格为-43.03 美元/干吨，环比-0.33 美元/干吨。下游方面，国内 10 月精铜制杆开工率为 61.15%，环比-9.15pct。10 月铜管开工率为 62.37%，环比-5.31pct。

铝：价格方面，国内电解铝价格为 22150 元/吨，环比 11 月 28 日+720 吨。库存方面，本周 LME 铝库存为 528300 吨（环比 11 月 28 日-10750 吨，同比-158825 吨）；国内上期所库存为 123630 吨（环比 11 月 28 日+8353 吨，同比-100746 吨）。2025 年 12 月 4 日，SMM 统计国内电解铝锭社会库存 59.6 万吨，环比 11 月 27 日+0 万吨，同比+5.0 万吨。

利润方面，云南地区电解铝即时冶炼利润为 4897 元/吨，环比 11 月 28 日+473 元/吨。新疆地区电解铝即时冶炼利润为 5524 元/吨，环比 11 月 28 日+491 元/吨。

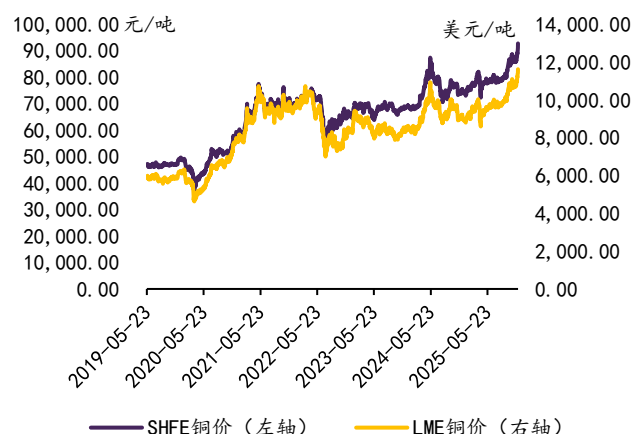
下游方面，国内本周铝型材龙头企业开工率为 52.0%，环比-0.5pct；国内本周铝线缆龙头企业开工率为 62.4%，环比-0.6pct。

锡：价格方面，国内精炼锡价格为 314410 元/吨，环比 11 月 28 日+14120 元/吨，涨幅为 4.70%。库存方面，本周国内上期所库存为 6865 吨，环比 11 月 28 日+506 吨；LME 库存为 3085 吨，环比 11 月 28 日-75 吨。

锑：根据百川盈孚数据，价格方面，本周国内锑锭价格为 17.10 万元/吨，环比 11 月 28 日持平。

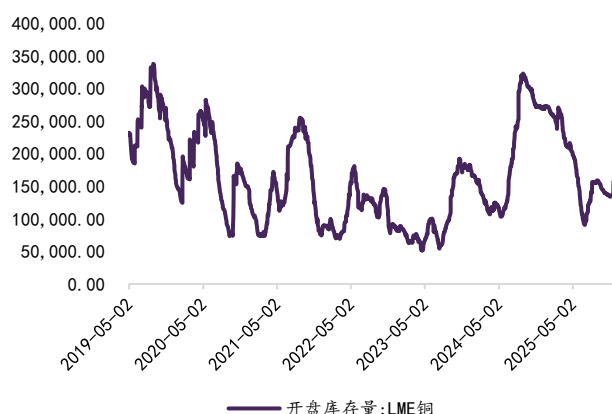
锂：根据百川盈孚数据，价格方面，本周国内工业级碳酸锂价格为 90000 元/吨，环比 11 月 28 日-1500 元/吨，环比-1.64%。库存方面，本周国内碳酸锂全行业库存 19325 吨，环比-705 吨。

图表 13：LME 及 SHFE 铜期货价格



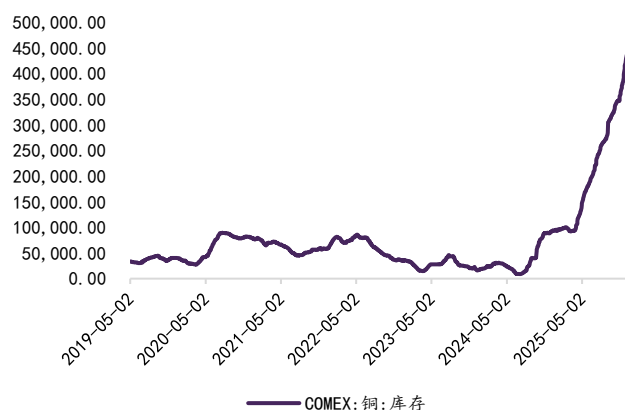
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 14：LME 铜库存（吨）



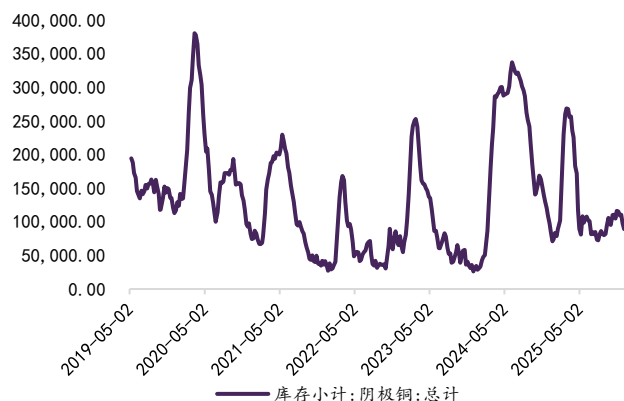
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 15: COMEX 铜库存 (吨)



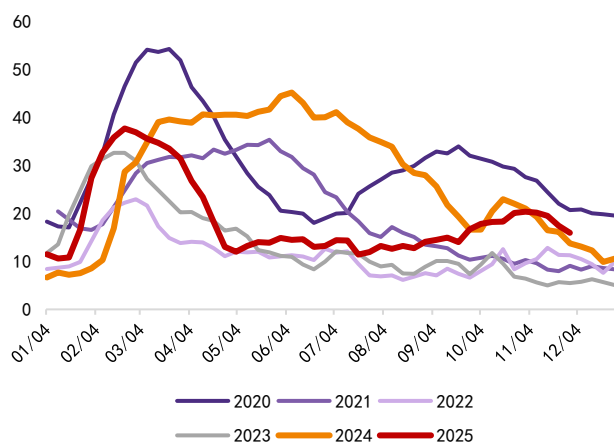
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 16: SHFE 铜库存 (吨)



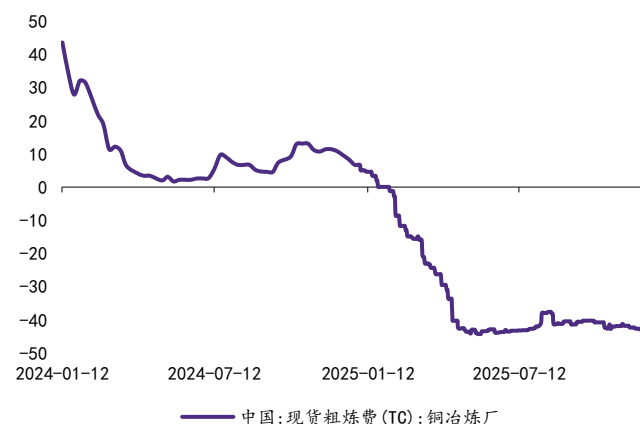
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 17: 国内铜社会库存 (万吨)



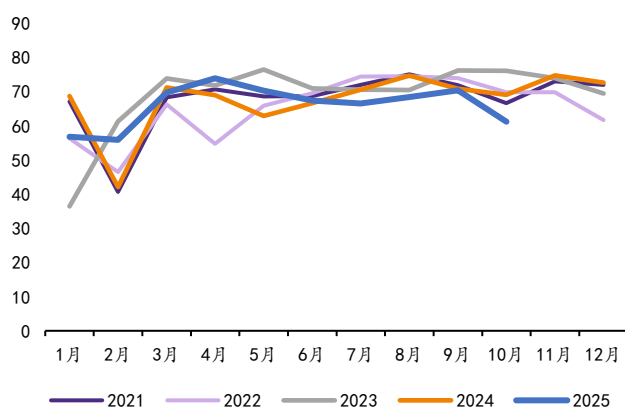
资料来源: SMM, 华鑫证券研究

图表 18: 国内铜精矿现货 TC 价格 (美元/干吨)



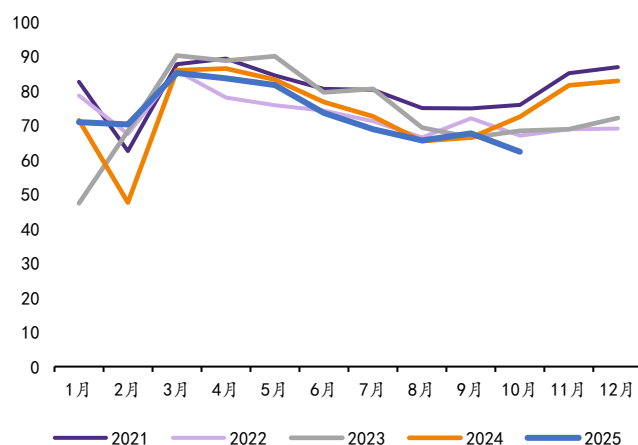
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 19: 国内精铜制杆开工率 (%)



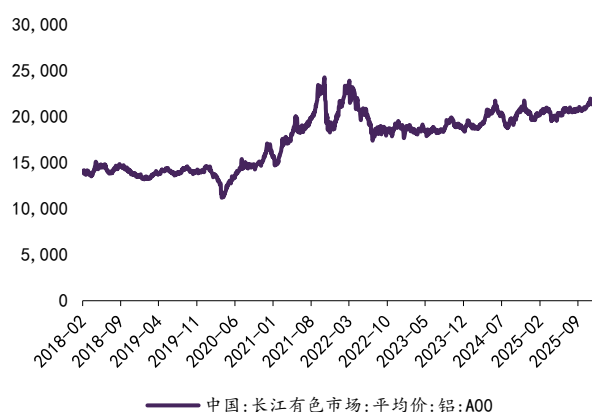
资料来源: SMM, 华鑫证券研究

图表 20: 国内铜管开工率 (%)



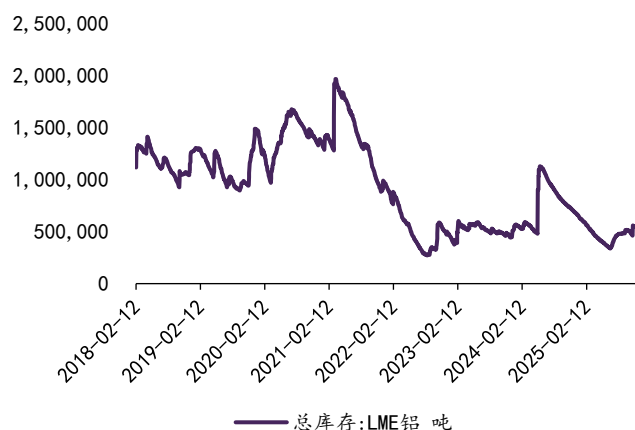
资料来源: SMM, 华鑫证券研究

图表 21：国内电解铝价格（元/吨）



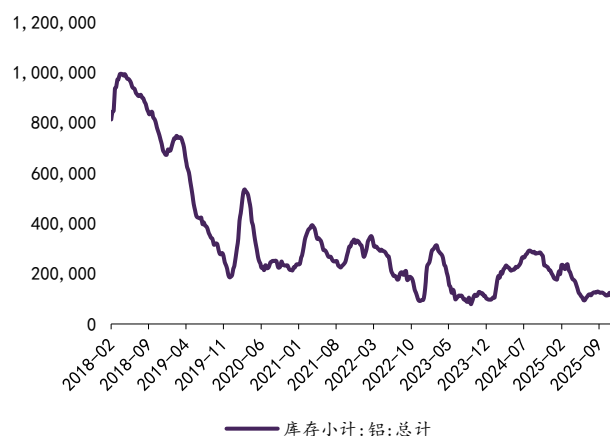
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 22：LME 铝总库存（吨）



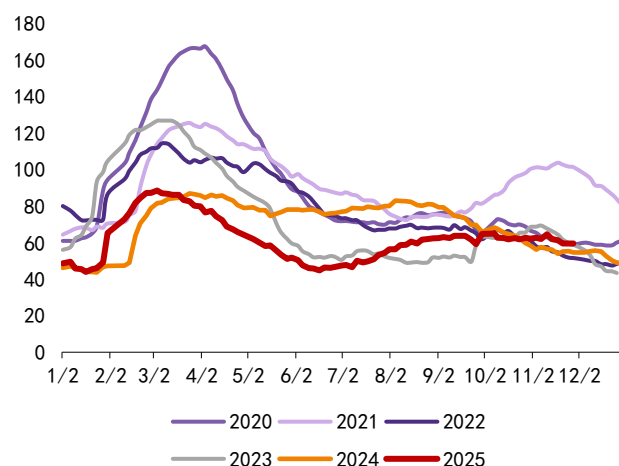
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 23：SHFE 铝总库存（吨）



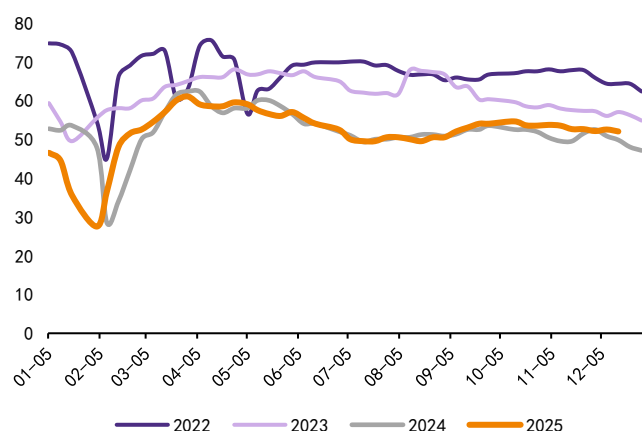
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 24：国内铝社会库存（吨）



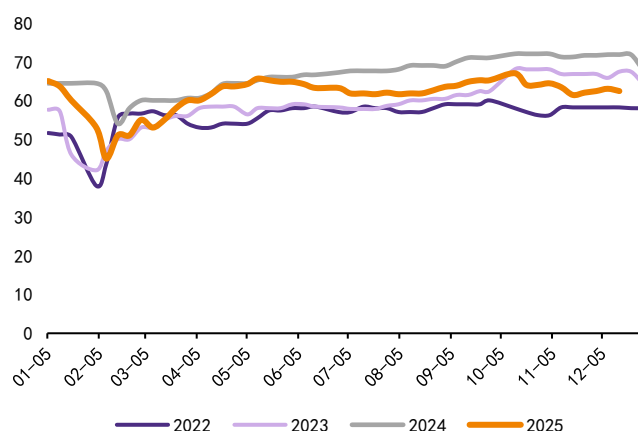
资料来源：SMM，华鑫证券研究

图表 25：铝型材龙头开工率（%）



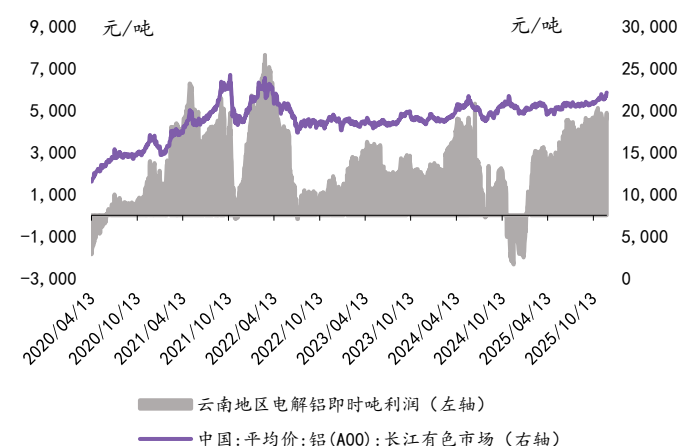
资料来源：SMM，华鑫证券研究

图表 26：铝线缆龙头开工率（%）



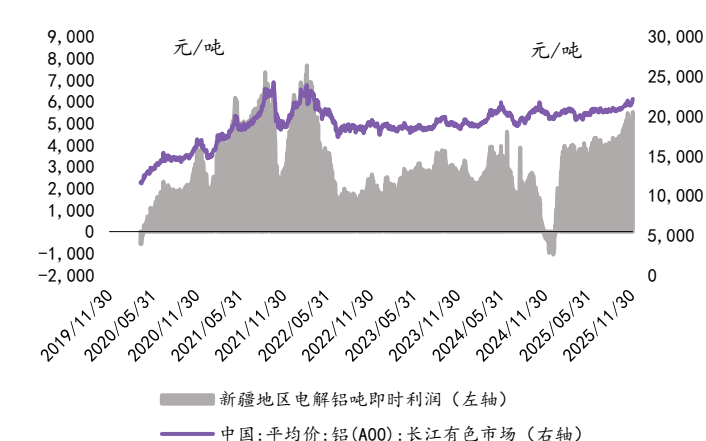
资料来源：SMM，华鑫证券研究

图表 27：云南地区吨铝冶炼利润



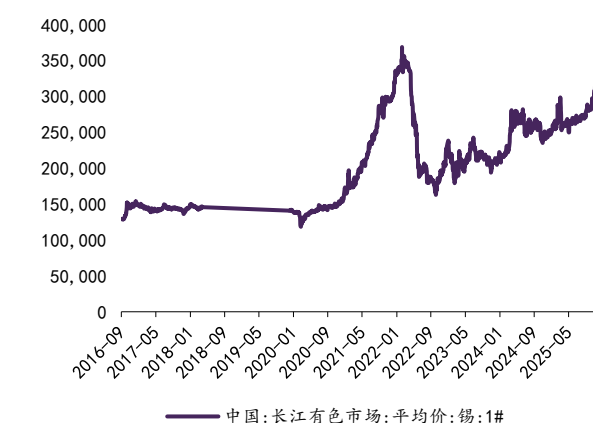
资料来源：百川盈孚，Wind，华鑫证券研究

图表 28：新疆地区吨铝冶炼利润



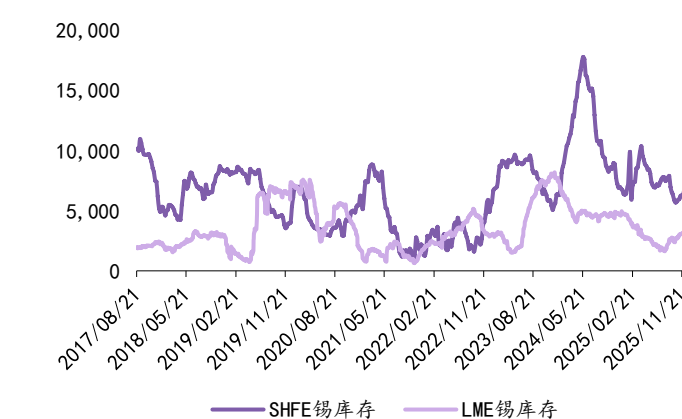
资料来源：百川盈孚，Wind，世铝网，华鑫证券研究

图表 29：国内精炼锡价格（元/吨）



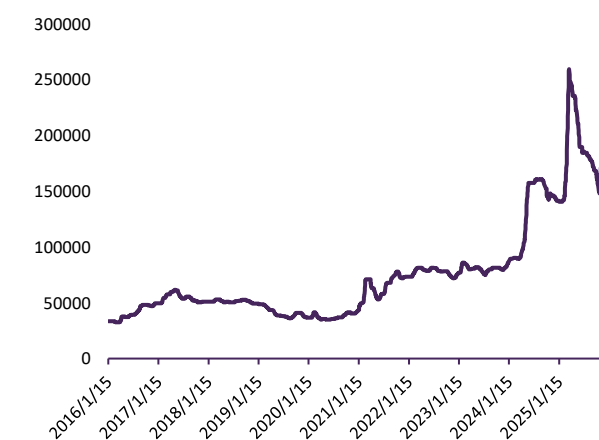
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 30：SHFE+LME 锡总库存（吨）



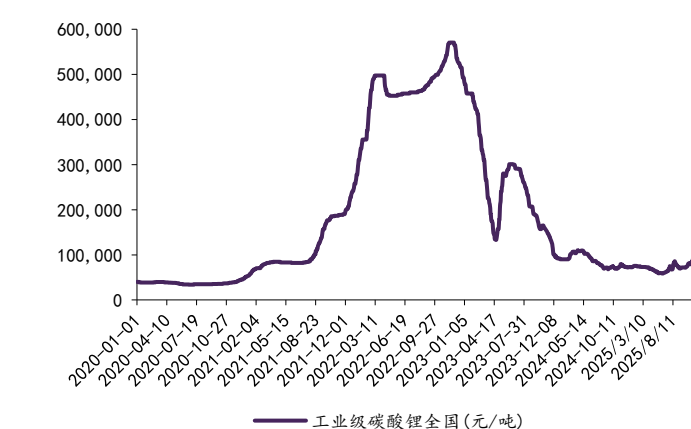
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 31：锑锭价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，华鑫证券研究

图表 32：工业级碳酸锂价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，华鑫证券研究

图表 33：碳酸锂全行业库存（吨）



资料来源：百川盈孚，华鑫证券研究

5、行业评级及投资策略

黄金：美联储处于降息周期。维持黄金行业“推荐”投资评级。

铜：铜矿持续偏紧，维持铜行业“推荐”投资评级。

铝：电解铝供应刚性，维持铝行业“推荐”投资评级。

锡：供应偏紧或支撑锡价。维持锡行业“推荐”投资评级。

锑：锑价下跌半年后反弹。维持锑行业“推荐”投资评级。

图表 34：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025-12-5 股价	EPS			PE			投资评级
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
000975.SZ	山金国际	22.22	0.78	1.18	1.46	19.64	18.83	15.22	买入
600489.SH	中金黄金	22.85	0.70	1.13	1.24	17.22	20.22	18.43	买入
600547.SH	山东黄金	36.33	0.66	1.43	1.57	34.30	25.41	23.14	买入
600988.SH	赤峰黄金	31.04	1.06	1.50	1.70	14.72	20.69	18.26	买入
2099.HK	中国黄金国际	168.60	1.23	7.42	7.66	68.70	22.72	22.01	买入
601899.SH	紫金矿业	31.32	1.21	2.01	2.38	12.54	15.58	13.16	买入
000630.SZ	铜陵有色	5.84	0.22	0.27	0.36	14.71	21.63	16.22	未评级
601168.SH	西部矿业	26.23	1.23	1.61	1.73	13.06	16.29	15.16	买入
603979.SH	金诚信	69.45	2.54	3.83	4.61	14.30	18.13	15.07	买入
603993.SH	洛阳钼业	18.42	0.63	0.77	0.92	10.61	23.92	20.02	买入
000408.SZ	藏格矿业	68.00	1.63	2.43	3.13	16.99	27.98	21.73	买入
1208.HK	五矿资源	8.47	0.10	0.44	0.48	38.80	19.25	17.65	买入
000807.SZ	云铝股份	28.31	1.27	1.94	1.99	10.64	14.59	14.23	买入
601600.SH	中国铝业	11.40	0.72	0.66	0.68	10.17	17.27	16.76	买入
000933.SZ	神火股份	27.20	1.93	2.19	2.22	8.83	12.42	12.25	买入
002532.SZ	天山铝业	14.07	0.96	0.99	1.04	8.22	14.21	13.53	买入
1378.HK	中国宏桥	33.74	2.59	2.67	2.86	5.60	11.50	10.74	买入

请阅读最后一页重要免责声明

公司代码	名称	2025-12-5		EPS		PE		投资评级	
002155.SZ	湖南黄金	21.46	0.70	1.83	1.90	22.34	11.73	11.29	买入
000960.SZ	锡业股份	27.01	0.85	1.42	1.66	15.99	19.02	16.27	买入
600301.SH	华锡有色	38.67	1.04	1.44	1.61	16.36	26.85	24.02	买入
000426.SZ	兴业银锡	35.48	0.86	1.19	1.36	12.91	29.82	26.09	买入
002738.SZ	中矿资源	62.20	1.05	1.75	3.13	33.84	35.54	19.87	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：未评级公司盈利预测取自万得一致预期，港股中国黄金国际和五矿资源盈利预测货币单位为港元，中国宏桥盈利预测货币单位为人民币，假设美元兑港币汇率=1:7.8，假设港元兑人民币汇率=1:0.91）

6、重点推荐个股

黄金行业推荐中金黄金，山东黄金，赤峰黄金，山金国际，中国黄金国际。铜行业推荐紫金矿业，洛阳钼业，金诚信，西部矿业，藏格矿业，五矿资源。铝行业推荐神火股份，云铝股份，天山铝业，中国宏桥。锑行业推荐湖南黄金，华锡有色。锡行业推荐锡业股份，华锡有色，兴业银锡。

7、风险提示

1) 美国通胀再度大幅走高；2) 美联储降息幅度不及预期；3) 国内铜需求恢复不及预期；4) 电解铝产能意外停产影响上市公司产能；5) 铝需求不及预期；6) 海外锑矿投产超预期，锑需求不及预期等；7) 锡需求不及预期；8) 锡矿投产进度超预期等；9) 推荐公司业绩不及预期等。

■ 有色组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。