

有色金属

社库去化催化铜铝，锂辉石与电池级镍延续高景气

贵金属：美指回落叠加全球风险上扬，金价短期有望走强。①**名义利率：**周内美长债利率再次下滑，拜登签署对俄制裁命令，俄罗斯回应表示对美国新制裁将做出对等回应，国际摩擦升级催化市场避险诉求。②**美元指数：**周内美指下跌，主因美国隔夜回购利率再度跌入负值。受美国政府法定债务限额面临重新生效，市场担忧短期流动性泛滥，或将压制美指；③**通胀预期：**美国3月CPI及零售数据均高于预期，与美国当前就业情况超预期好转相佐证，消费强劲复苏或推高通胀预期。

基本金属：铜价短期关注库存边际；电解铝开启去库+供给受限。(1)**铜：**①**供给：**智利开启1个月边境关闭，但Codelco声明不会扰乱铜供应，预计边境封锁主要影响铜转运到港周期而非供给总量，国内TC均价周环比增约0.3美元/干吨至29.6美元/干吨，矿端供给紧张格局仍在延续；②**需求方面：**电力、空调、汽车生产延续高景气，房地产在三道红线政策施压下有迎来竣工周期，需求有望持续好转；③**库存上：**本周国内库存年内首次下滑0.02万吨，下游采购开始修复。考虑到当前全球库存依然处于相对低位，铜价有望重启涨势；(2)**铝：**①**库存方面：**交易所库存周内下降3.78至224.05万吨，国内社库下降3.98至123.13万吨，均呈加速去库趋势。②**供给方面：**内蒙因能耗双控压制电解铝当地供给，后续省内新投产产能40万吨或低于预期。③**需求方面：**二季度开始为铝消费传统旺季，房地产、建筑及汽车行业需求驱动下铝材将步入补库窗口期。中长期来看，碳中和政策背景下，能耗双控或将持续压制电解铝实际产量，库存去化速率或将加快，支撑二季度电解铝价格维持强势。

能源金属：锂辉石资源瓶颈加剧；印尼高冰镍投资热情延续。(1)**锂：**本周氢氧化锂领涨于碳酸锂，电池级氢氧化锂（粗颗粒）成交价集中于7.6-7.8万元/吨，均价周环比再度提升约2000元/吨。澳矿供应紧张的格局仍在持续，产业链利润或将向资源端转移。(2)**镍：**周内再现国际资本投入印尼资源项目，新加坡星展银行集团与法国巴黎银行牵头为力勤HPAL湿法镍项目提供7年6亿美元贷款，投产后项目将使用高压酸浸技术生产制造新能源车电池的镍、钴冶炼厂，显现市场极高的投资热度。(3)**钴：**①**价格方面：**本周钴中间品报价约19.91-20.63美元/磅，周下调约1.08美元/磅，且计价系数稳定。②**供应方面：**宁德时代以1.375亿美元收购洛阳钼业旗下KFM25%股份，该公司持有Kisanfu矿山95%股份，为当前世界最大未开发钴资源之一，收购后未来矿山产量将按照股权比例分配。宁德时代向上游延伸收购钴矿，间接说明未来钴原料仍将为动力电池原材料之一。③**需求&库存方面：**南非疫情影响了一季度整体钴原料运输供应情况，多数厂家库存水平较低；二季度3月底至4月初或有原料逐步到岸，库存短缺问题或逐步缓和。

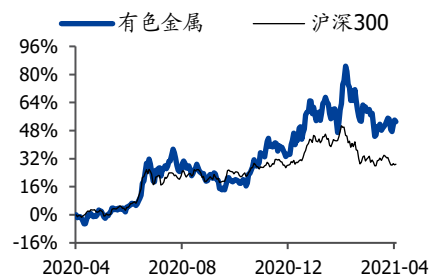
推荐围绕低库存下消费旺季、交易通胀、EV上游能源金属三条主线布局投资。

(1)**自上而下：**①短期看，二季度为工业金属消费旺季，电解铝库存正式进入去库阶段，电解铜已发生区域性去库，需求修复下铜、铝价格有望受基本面支撑；②美俄摩擦再次升级，美国就业与消费强劲复苏催生通胀上行预期，避险诉求与抗通胀加持下短期金价有望上行，建议关注自产金优势企业。(2)**自下而上：**电动车产业链尤其上游资源端仍维持高景气，尤其锂辉石市场的供给瓶颈尤为突出；另一方面，Q2-3印尼湿法镍项目开启投产，或进一步印证HPAL-电池级硫酸镍的可行性，建议密切关注领先企业的成长潜力与确定性。

风险提示：全球经济复苏不及预期风险、全球疫情发展超预期风险、地缘政治风险等。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 王琪

执业证书编号：S0680521030003

邮箱：wangqi@gszq.com

研究助理 刘思蒙

邮箱：liusimeng@gszq.com

相关研究

- 1、《有色金属：工业金属库存拐点逐步显现，新能源金属多点开花》2021-04-11
- 2、《有色金属：碳中和、交易通胀、新能源金属多点开花》2021-04-05
- 3、《有色金属：基本面延续向好，业绩兑现有力——2020三季报分析》2020-11-16
- 4、《有色金属：2019&2020Q1 业绩综述：金属价格底部已现，把握左侧布局机会》2020-05-10

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS（元）				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603979	金诚信	买入	0.53	0.65	0.89	1.36	28.09	22.91	16.73	10.95

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

请仔细阅读本报告末页声明

内容目录

一、周观点：铜库存拐点将现，流动性叠加避险诉求催生贵金属行情	4
二、周度数据跟踪	5
2.1、股票周度涨跌：和胜股份、常铝股份、海亮股份涨幅分居前三	5
2.2、金属价格及库存变动：贵金属、基本金属价格上涨，镍价下跌；铝、锡去库明显	5
三、贵金属&基本金属震荡偏强，能源金属结构分化	7
3.1、贵金属：短期修复与中期下行趋势博弈，价格或震荡偏强	7
3.1.1、黄金：美指回落叠加全球系统性风险，金价短期有望走强	7
3.2、工业金属：历史性低库存叠加消费旺季将临，价格有望保持上行	9
3.2.1、铜：库存增速明显下滑，海外供给风险增加有望支撑铜价	9
3.2.2、铝：季节性累库低于往年，消费旺季将临	11
3.3、能源金属：锂辉石资源瓶颈加剧；印尼高冰镍投资热情延续	14
3.3.1、锂资源及锂盐：矿端紧张局面仍在持续，交易结构变迁或催化价格上行	14
3.3.2、电池级镍盐：印尼高冰镍项目投资热情延续，镍豆酸溶经济窗口开启	16
3.3.3、钴原料及钴盐：中间品折扣系数高位震荡，市场仍待达成价格共识	17
风险提示	19

图表目录

图表 1：本周和胜股份领涨	5
图表 2：本周章源钨业领跌	5
图表 3：贵金属价格周内总体上涨，白银涨幅高于黄金	5
图表 4：周内基本金属价格整体呈上涨态势，镍价跌幅超 3%	6
图表 5：氢氧化锂价格周涨幅居前，电解钴、硫酸镍、电解镍价格下跌	6
图表 6：交易所基本金属库存多数下降，铝、锡库存周内下降明显	7
图表 7：美联储扩表仍在继续，但伴随经济企稳扩表的速度开始放缓	8
图表 8：市场提前交易加息预期，预计 1.7% 以上美十债利率上行走缓	8
图表 9：3 月美国新增非农就业人数约 91.6 万人，创近 7 个月新高	8
图表 10：中期伴随疫情恢复及经济刺激，实际利率抬升构成金价压制	8
图表 11：近期金银比底部反弹	8
图表 12：周内隐含通胀小幅上升 0.05pct 至 2.36%	9
图表 13：铜金比再攀新高显现经济增长预期在持续回升	9
图表 14：美元指数周内稳定于 113.5	9
图表 15：SPDR 黄金 ETF 持仓规模呈现进一步走低趋势	9
图表 16：LME 铜累库为表观库存核心增长因素（万吨）	10
图表 17：本周全球铜表观库存增加 2.4 万吨（万吨）	10
图表 18：3 月冶炼厂 TC 现货进一步下跌至 33.5 美元/干吨	10
图表 19：国内 1、2 月电解铜产量合计 163 万吨（万吨）	10
图表 20：4 月铜杆加工费开始回升	11
图表 21：1-2 月铜材加工企业维持合理运营水平（万吨）	11
图表 22：进入 4 月以来，国内电解铝库存持续去化（万吨）	12
图表 23：三月内三大交易所电解铝库存上涨 61 万吨（万吨）	12
图表 24：国内电解铝企业 3 月开工率小幅回落至 80.9%	12
图表 25：3 月电解铝产量环比增加 9.3% 至 328.6 万吨（万吨）	12

图表 26: 铝价维持高位下, 本周电解铝单吨平均盈利落于 2980 元/吨	13
图表 27: 铝价高位下, 预焙阳极单吨平均盈利落于 571 元/吨	13
图表 28: 4 月至今, 铝棒月均加工费上涨至 313.1 元/吨	14
图表 29: 铝板带箔加工费维持稳定	14
图表 30: 3 月铝材开工率回升至 53%	14
图表 31: 3 月铝棒、铝板产量环比分别提升 42%/173%	14
图表 32: 锂辉石 (6%min) 交易以长约为主, 现货端价格或呈现较高的溢价 (美元/吨)	15
图表 33: 国内氢氧化锂 (粗颗粒) 进一步上行 (元/吨)	15
图表 34: 国内电池级氢氧化锂 (微粉) 进一步上行 (元/吨)	15
图表 35: 国内电池级碳酸锂价格进一步上行 (元/吨)	16
图表 36: 国内工业级碳酸锂价格进一步上行 (元/吨)	16
图表 37: 电池级碳酸锂盈利空间略有回落至 2.92 万元/吨	16
图表 38: 电池级氢氧化锂盈利空间持续上涨至 1.97 万元/吨	16
图表 39: 现货端硫酸镍相较镍铁价差见顶后开始收敛	17
图表 40: 现货端硫酸镍相较金属镍价差见顶后小幅反弹	17
图表 41: 钴中间品价格周内维稳	17
图表 42: MB 钴价周围基本维稳	17
图表 43: 钴折扣系数维持约 90.91% 左右, 显现矿端维持供给紧张格局	18
图表 44: 国内金属钴价格经前期略微会落后重新抬头	18
图表 45: 国内外钴价差维持 3.42 万元/吨高位	18
图表 46: 钴中间品折扣系数略有回落至 0.905	18
图表 47: 剔除钴原料后硫酸钴加工收入空间底部回升至 3.92 万元/吨	18
图表 48: 剔除钴原料后四氧化三钴加工收入空间升至 8.1 万元/吨	18

一、周观点：铜库存拐点将现，流动性叠加避险诉求催生贵金属行情

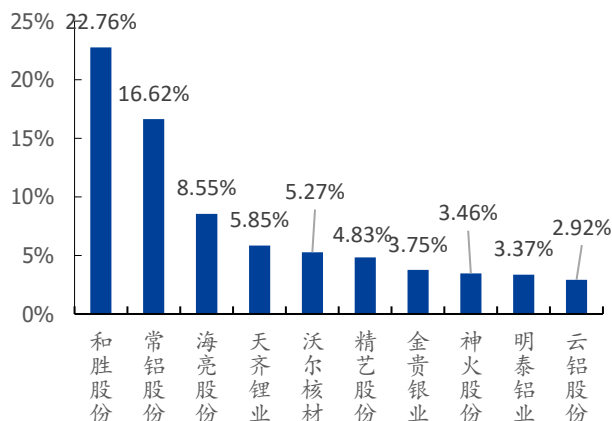
- 贵金属：美指回落叠加全球风险上扬，金价短期有望走强。**
黄金：①**名义利率：**周内美长债利率再次下滑，拜登签署对俄制裁命令，俄罗斯回应表示对美国新制裁将做出对等回应，国际摩擦升级催化市场避险诉求。②**美元指数：**周内美指下跌，主因美国隔夜回购利率再度跌入负值。受美国政府法定债务限额面临重新生效，市场担忧短期流动性泛滥，或将压制美指；③**通胀预期：**美国 3 月 CPI 及零售数据均高于预期，与美国当前就业情况超预期好转相印证。
- 基本金属：铜价短期关注库存边际；电解铝开启去库+供给受限。**
(1) 铜：①**供给上，**智利开启 1 个月边境关闭，但 Codelco 声明不会扰乱铜供应，预计边境封锁主要影响铜转运到港周期而非供给总量，国内 TC 均价周环增约 0.3 美元/干吨至 29.6 美元/干吨，矿端供给紧张格局仍在延续；②**需求方面，**电力、空调、汽车生产延续高景气，房地产在三道红线政策施压下有望迎来竣工周期，需求有望持续好转；③**库存上，**本周国内库存年内首次下滑 0.02 万吨，下游采购开始修复。考虑到当前全球库存依然处于相对低位，铜价有望重启涨势；**(2) 铝：**①**库存方面：**交易所库存周内下降 3.78 至 224.05 万吨，国内社库下降 3.98 至 123.13 万吨，均呈加速去库趋势。②**供给方面：**内蒙因能耗双控压制电解铝当地供给，后续省内新投产产能 40 万吨或低于预期。③**需求方面：**二季度开始为铝消费传统旺季，房地产、建筑及汽车行业需求驱动下铝材将步入补库窗口期。中长期来看，碳中和政策背景下，能耗双控或将持续压制电解铝实际产量，库存去化速率或将加快，支撑二季度电解铝价格维持强势。
- 能源金属：锂辉石资源瓶颈加剧；印尼高冰镍投资热情延续。**
(1) 锂：本周氢氧化锂领涨于碳酸锂，电池级氢氧化锂（粗颗粒）成交价集中于 7.6-7.8 万元/吨，均价周环比再度提升约 2000 元/吨。澳矿供应紧张的格局仍在持续，海外锂辉石价格上行带动氢氧化锂终端售价，产业链利润空间或将向资源端转移。**(2) 镍：**周内再现国际资本入投印尼资源项目，新加坡星展银行集团与法国巴黎银行牵头为力勤 HPAL 湿法镍项目提供 7 年 6 亿美金贷款，投产后项目将使用高压酸浸技术生产制造新能源车电池的镍、钴冶炼厂，显现市场极高的投资热度。**(3) 钴：**①**价格方面：**本周钴中间品报价约 19.91-20.63 美元/磅，周下调约 1.08 美元/磅，且计价系数稳定。②**供应方面，**宁德时代以 1.375 亿美元收购洛阳钼业旗下 KFM25% 股份，该公司持有 Kisanfu 矿山 95% 股份，为当前世界最大未开发钴资源之一，收购后未来矿山产量将按照股权比例分配。宁德时代向上游延伸收购钴矿，间接说明未来钴原料仍将为动力电池原材料之一。③**需求&库存方面，**南非疫情影响了一季度整体钴原料运输供应情况，多数厂家库存水平较低；二季度 3 月底至 4 月初或有原料逐步到岸，库存短缺问题或逐步缓和。
- 推荐围绕低库存下消费旺季、交易通胀、EV 上游能源金属三条主线布局投资。**
(1) 自上而下：①短期看，二季度为工业金属消费旺季，电解铝库存正式进入去库阶段，电解铜已发生区域性去库，需求修复下铜、铝价格有望受基本面支撑；②美俄摩擦再次升级，美国就业与消费强劲复苏催生通胀上行预期，避险诉求与抗通胀加持下短期金价有望上行，建议关注自产金优势企业。**(2) 自下而上，**电动车产业链尤其上游资源端仍维持高景气，尤其锂辉石市场的供给瓶颈尤为突出；另一方面，Q2-3 印尼湿法镍项目开启投产，或进一步印证 HPAL-电池级硫酸镍的可行性，建议密切关注领先企业的成长潜力与确定性。

二、周度数据跟踪

2.1、股票周度涨跌：和胜股份、常铝股份、海亮股份涨幅分居前三

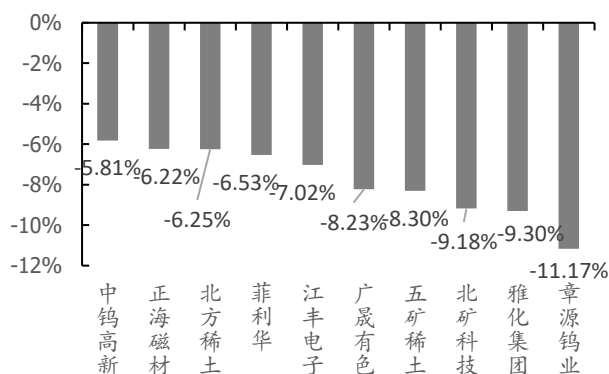
- **股票价格：**回顾本周，有色板块涨跌不一，和胜股份领涨，周涨幅达 22.76%；周内跌幅最大为章源钨业，跌幅为 11.17%。

图表 1：本周和胜股份领涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：本周章源钨业领跌



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.2、金属价格及库存变动：贵金属、基本金属价格上涨，镍价下跌；铝、锡去库明显

- **贵金属价格：**本周贵金属价格整体上涨。黄金方面，外盘黄金涨幅较大，COMEX 黄金现价为 1780.2 美元/盎司，周度上涨 35.4 美元，涨幅 2.03%，SHFE 黄金收于 372.38 元/克，周度微跌 0.34 元，跌幅 0.09%。白银方面，内外盘齐涨，COMEX 白银收于 26.11 美元/盎司，周涨幅 3.08%，SHFE 白银上涨 63.0 元/千克，周涨幅为 1.18%。**4 月以来，贵金属整体呈现上涨态势，白银涨幅高于黄金。**其中 COMEX 金价上涨 3.77%，同期 SHFE 黄金上涨 4.15%；COMEX 白银上涨 6.24%，同期 SHFE 白银大涨 7.29%，内盘涨幅整体高于外盘。**年初至今，贵金属整体仍处下跌状态，其中黄金跌幅略高于白银。**

图表 3：贵金属价格周内总体上涨，白银涨幅高于黄金

名称	单位	现价	周度变动	周度涨跌幅	月初至今涨跌幅	年初至今涨跌幅
COMEX 黄金	美元/盎司	1,780.20	35.40	2.03%	3.77%	-6.06%
COMEX 白银	美元/盎司	26.11	0.78	3.08%	6.41%	-1.16%
SHFE 黄金	元/克	372.38	-0.34	-0.09%	4.15%	-5.75%
SHFE 白银	元/千克	5,404.00	63.00	1.18%	7.29%	-3.24%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **基本金属价格：**周内基本金属价格除镍外普涨，铜、铝领涨，国内外镍价跌幅均超 3%。从外盘看，受益于美元指数边际走弱与实际利率小幅回落，基本金属价格呈

现普涨态势，周内 LME 铜、铝涨幅领先，分别上涨 2.19%、3.37%，镍价回落较大，LME 镍价周跌 3.48% 至 16097 美元/吨。从内盘价格来看，铝、铜分别周涨 4.0% 和 2.92%，SHFE 镍价周跌 3.02% 至 122970 元/吨。

图表 4：周内基本金属价格整体呈上涨态势，镍价跌幅超 3%

名称	单位	现价	周度变动	周度涨跌幅	月初至今涨跌幅	年初至今涨跌幅
LME 铝	美元/吨	2,344.00	76.50	3.37%	4.88%	18.35%
LME 铜	美元/吨	9,180.50	196.50	2.19%	3.79%	18.35%
LME 锌	美元/吨	2,833.00	5.0	0.18%	0.91%	3.21%
LME 铅	美元/吨	2,006.50	28.50	1.44%	1.39%	1.21%
LME 镍	美元/吨	16,097.00	-581.00	-3.48%	-0.33%	-3.07%
LME 锡	美元/吨	26,231.00	433.00	1.68%	3.68%	29.28%
SHFE 铝	元/吨	18,210.00	700.00	4.00%	5.96%	17.67%
SHFE 铜	元/吨	68,820.00	1,950.00	2.92%	4.89%	18.72%
SHFE 锌	元/吨	21,820.00	-200.0	-0.91%	0.86%	4.73%
SHFE 铅	元/吨	14,980.00	95.00	0.64%	-2.44%	1.59%
SHFE 镍	元/吨	122,970.00	-3,830.00	-3.02%	1.56%	-1.09%
SHFE 锡	元/吨	182,640.00	-110.00	-0.06%	5.12%	20.43%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **动力电池价格：**本周动力电池材料价格涨跌不一，氢氧化锂价格周涨幅居前，电解钴、硫酸镍、电解镍价格下跌。细分来看，锂产品方面，本周氢氧化锂价格表现抢眼，电池级氢氧化锂和微粉级氢氧化锂价格分别上涨 0.2 万元/吨，0.21 万元/吨至 7.80 万元/吨，7.98 万元/吨，周涨幅分别为 2.63%，2.70%；钴产品方面，电解钴周内下跌 2.19%，其余产品价格维稳；镍产品方面，硫酸镍，电解镍分别周跌 0.74%，2.62%。

图表 5：氢氧化锂价格周涨幅居前，电解钴、硫酸镍、电解镍价格下跌

名称	单位	现价	周度变动	周度涨跌幅	月初至今涨跌幅	年初至今涨跌幅
工业级碳酸锂	万元/吨	8.45	0.00	0.00%	1.20%	76.04%
电池级碳酸锂	万元/吨	8.95	0.00	0.00%	2.29%	73.79%
电池级氢氧化锂	万元/吨	7.80	0.20	2.63%	6.85%	56.00%
微粉级氢氧化锂	万元/吨	7.98	0.21	2.70%	6.68%	37.59%
四氧化三钴	元/千克	297.50	0.00	0.00%	-9.16%	45.48%
硫酸钴	万元/吨	7.75	0.00	0.00%	-4.91%	32.48%
电解钴	万元/吨	35.80	-0.80	-2.19%	0.00%	28.32%
硫酸镍	万元/吨	33,500.00	-250.00	-0.74%	-2.19%	5.51%
高镍铁	元/镍	1,090.00	0.00	0.00%	0.00%	1.87%
电解镍	万元/吨	12.26	-0.33	-2.62%	-2.39%	-4.44%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **库存变动：**本周，铝、锡去库明显，其余金属的交易所库存变动不一。本周 LME 铝库存周降 3 万吨至 182.43 万吨，SHFE 铝和 COMEX 铝分别降 0.71 万吨，0.08 万吨至 38.52 万吨和 3.1 万吨；铜库存略有增加，LME 铜增库 0.23 万吨至 16.54 万吨，

周增 1.39%，SHFE 铜累库幅度较大，周增 0.89 万吨至 20.25 万吨；锡去库加速，LME 锡和 SHFE 锡分别去库 0.01 和 0.05 万吨，库存分别周降-7.12%，-5.88%。

图表 6：交易所基本金属库存多数下降，铝、锡库存周内下降明显

名称		单位	现有库存	周度变动	周库存变幅	月库存变幅	年库存变幅
铝	LME	万吨	182.43	-3.00	-1.62%	-3.84%	35.55%
	SHFE	万吨	38.52	-0.71	-1.80%	1.69%	71.78%
	COMEX	万吨	3.10	-0.08	-2.36%	-7.72%	-33.24%
铜	LME	万吨	16.54	0.23	1.39%	14.45%	53.20%
	SHFE	万吨	20.25	0.89	4.60%	7.49%	133.58%
	COMEX	万吨	6.89	-0.10	-1.48%	-3.58%	-11.24%
锌	LME	万吨	29.48	2.72	10.14%	8.84%	45.78%
	SHFE	万吨	11.17	-0.06	-0.56%	-5.74%	290.69%
铅	LME	万吨	11.62	-0.24	-2.04%	-2.88%	-12.92%
	SHFE	万吨	6.54	1.27	24.06%	53.37%	42.69%
镍	LME	万吨	26.30	0.50	1.95%	1.04%	6.58%
	SHFE	万吨	0.96	-0.04	-3.79%	-10.64%	-47.25%
锡	LME	万吨	0.16	-0.01	-7.12%	-11.58%	-17.20%
	SHFE	万吨	0.77	-0.05	-5.88%	-8.47%	40.68%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

三、贵金属&基本金属震荡偏强，能源金属结构分化

3.1、贵金属：短期修复与中期下行趋势博弈，价格或震荡偏强

3.1.1、黄金：美指回落叠加全球系统性风险，金价短期有望走强

- **黄金：①名义利率：**周内十年期美债利率由 1.67% 下滑至 1.59%，10 年-2 年期美债利率自 1.51% 收窄至 1.43%，收益率曲线略有下滑但仍维持陡峭；周四晚拜登签署对俄新制裁命令，制裁手段包括限制购买俄罗斯主权债券、驱逐外交官等，俄罗斯回应表示对美国新制裁将做出对等回应，国际摩擦升级催化市场避险诉求，支撑黄金投资。**②美元指数：**周内美指自 92.18 下滑至 91.54，主因美国隔夜回购利率再度跌入负值。由于美国政府法定债务限额将于 8 月 1 日重新生效，市场担忧财政部将释放现金储备进而导致流动性泛滥，当前美短端债利率承压，压制美元指数；**③通胀预期：**周内美国披露 3 月 CPI 及零售数据，季调后 CPI 录得 0.6%，好于预期的 0.5%，为 2020 年 7 月以来新高。3 月零售销售同比录得 9.8%，创去年 5 月以来新高，与美国当前就业情况超预期好转相互印证，证明当前人均消费正处回升阶段，或将持续推高通胀。

图表7: 美联储扩表仍在继续, 但伴随经济企稳扩表的速度开始放缓



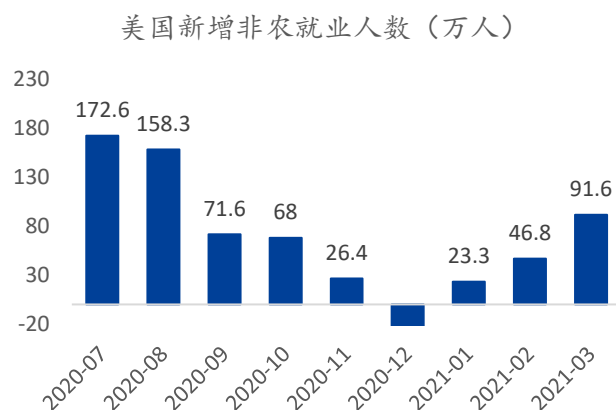
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 市场提前交易加息预期, 预计1.7%以上美十债利率上行走缓



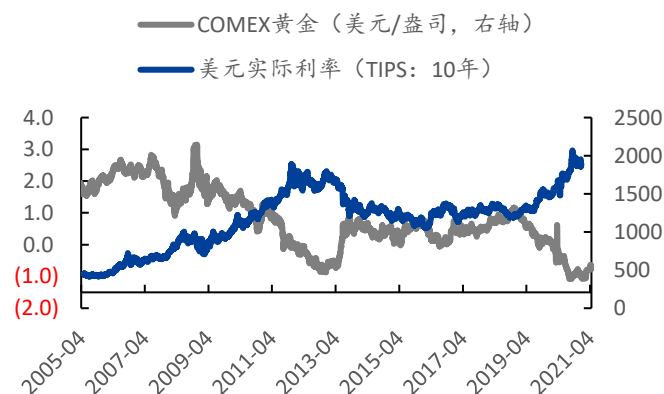
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 3月美国新增非农就业人数约91.6万人, 创近7个月新高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 中期伴随疫情恢复及经济刺激, 实际利率抬升构成金价压制



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 近期金银比底部反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 周内隐含通胀小幅上升 0.05pct 至 2.36%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 铜金比再攀新高显现经济增长预期在持续回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 美元指数周内稳定于 113.5



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: SPDR 黄金 ETF 持仓规模呈现进一步走低趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2、工业金属：历史性低库存叠加消费旺季将临，价格有望保持上行

3.2.1、铜：库存增速明显下滑，海外供给风险增加有望支撑铜价

(1) 周度观点

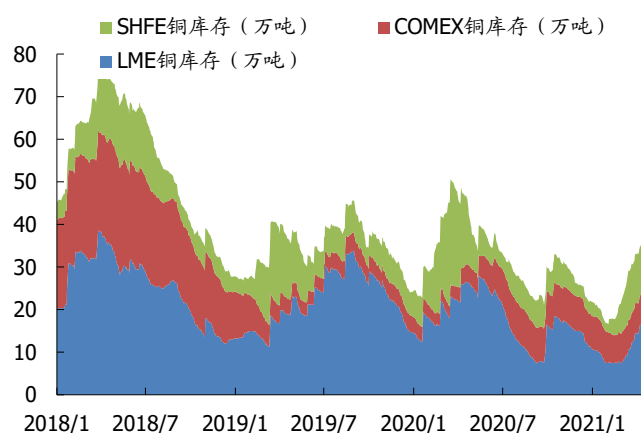
库存拐点或为短期核心指标，上半年铜价涨势有望重启。①本周铜价延续上周涨势，沪铜结算价继续上涨 2.92%至 68,820 元/吨，LME 铜上涨 2.19%至 9,180.5 元/吨，沪伦比由 7.44 上升至 7.50；全球显性库存（国内+三大交易所）为 111.86 万吨，周内小幅累库 1.25 万吨，其中三大交易所库存增加 1.23 万吨，国内库存减少 0.91 万吨，其他库存基本持平。②宏观方面，美国 3 月 CPI 季调后月录得 0.6%，好于原本预期 0.5%，高于前值 0.4%。3 月零售月率录得 9.8%，创去年 5 月来新高。同时考虑到 3 月美国失业率降幅超预期，证明已经恢复与就业好转下，居民消费有力回升有望抬升通胀预期，催生铜价上涨动力；③供给上，智利开启 1 个月边境关闭，但 Codelco 声明不会扰乱铜供应，预计边境封锁主要影响铜转运到港周期而非供给总量；④需求方面，铜杆、铜板带企业 3 月开工率创近三年新高，证明国内电力、空调、汽车生产延续高景气，房地产在

三道红线政策施压下有望迎来竣工周期，需求有望持续好转；③二季度为铜消费传统旺季，一般呈现库存去化走势。当前受铜价高位影响，显性库存仍处上涨阶段，但本周国内库存（社库+上期所库存）首次下滑0.02万吨，证明下游采购开始修复。考虑到当前全球库存依然处于相对低位，供需阶段性好转有望直接传递至价格中枢上移，铜价有望重启涨势。

（2）全球铜库存及加工费跟踪

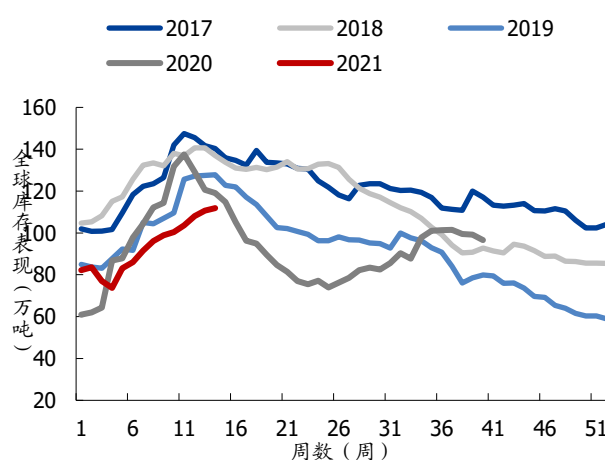
4月上旬全球铜库存延续累库，LME铜库存贡献主要增量。至4月16日全球显性库存（国内+三大交易所）为111.86万吨，周内再次累库1.25万吨，累库幅度明显下滑。4月为铜传统消费旺季，库存一般开始步入去库阶段，今年受前期铜价上涨过快影响，下游订单尚未充分释放，导致累库周期延长。然而，从绝对量上看，库存水平仍处近年来同期低位，仍需关注后续需求端变化情况。

图表 16: LME 铜累库为表观库存核心增长因素 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

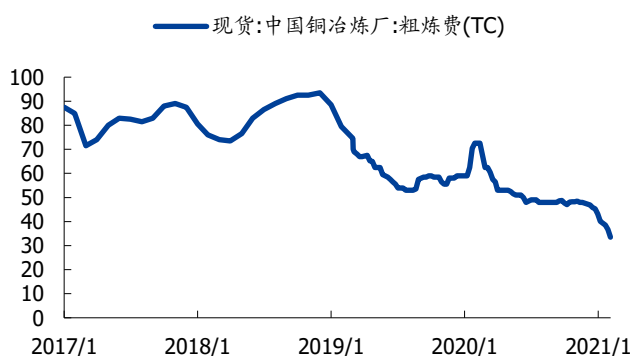
图表 17: 本周全球铜表观库存增加 2.4 万吨 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

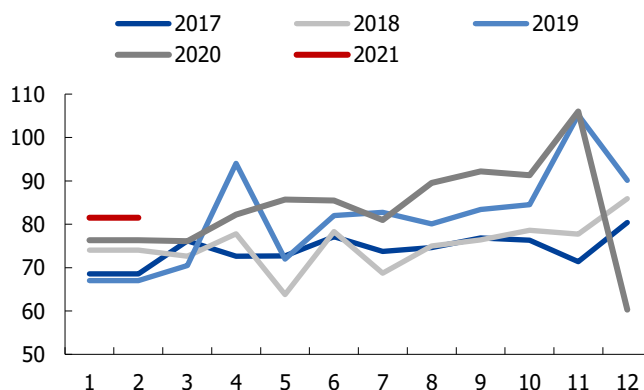
冶炼费进一步降低，精矿供应或将不足。3月内国内TC现货持续下跌至30美元/干吨，跌破大多数冶炼厂现金成本，主因为近期智利疫情确诊破百万，秘鲁面临疫情第二次冲击，南美铜供给或迎来新一轮缩减，市场或将再次陷入精矿供给不足局面，导致冶炼费进一步压低。

图表 18: 3月冶炼厂TC现货进一步下跌至33.5美元/干吨



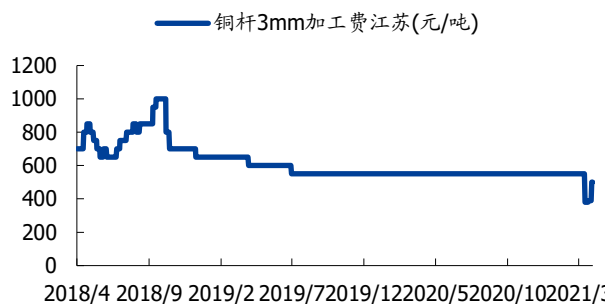
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 国内1、2月电解铜产量合计163万吨 (万吨)



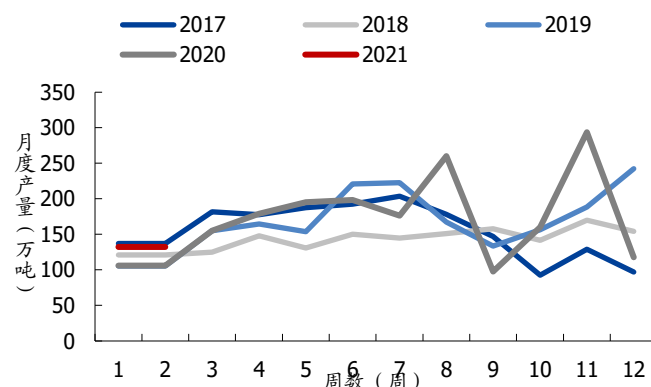
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 1、2月产量数据取1~2月均值

图表 20: 4月铜杆加工费开始回升



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 21: 1-2月铜材加工企业维持合理运营水平(万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 1、2月产量数据取1~2月均值

3.2.2、铝: 季节性累库低于往年, 消费旺季将临

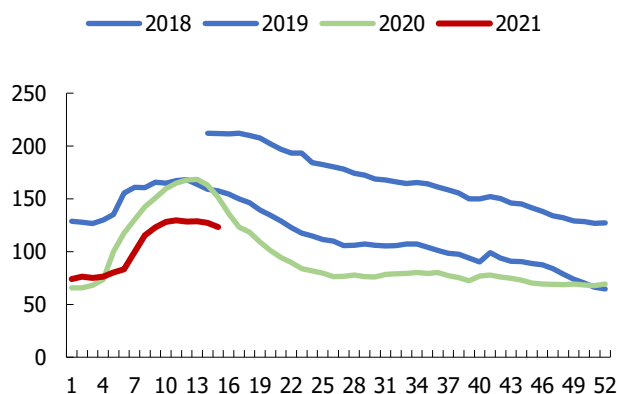
(1) 周度观点

本月去库正式开启, 库存低位叠加消费旺季来临, **Q2 电解铝价或维持强势**。①价格方面: 本周沪铝大幅上涨 4.0%至 18,210.0 元/吨, LME 铝上涨 3.37%至 2,344.0 美元/吨。②库存方面: 三大交易所库存周内下降 3.78 万吨至 224.05 万吨, 根据百川盈孚, 国内社库周内下降 3.98 万吨至 123.13 万吨, 呈现加速去库趋势, 社库比去年同期减少 28.38 万吨, 为近三年同期新低。③供给方面: 内蒙因能耗双控压制电解铝当地供给, 后续省内新投产产能 40 万吨或低于预期。④需求方面, 二季度开始为铝消费传统旺季, 房地产、建筑及汽车行业需求驱动下铝材将步入补库窗口期, 铝棒及铝板带箔 4 月开工率有望攀升至 55%水平。中长期来看, 碳达峰碳中和政策背景下, 电解铝产能释放承压, 能耗双控或将持续压制电解铝产能利用率, 叠加旺季来临与一季度累库水平较低, 后续库存去化速率或将加快, 支撑二季度电解铝价格维持强势。

(2) 库存情况周度变化

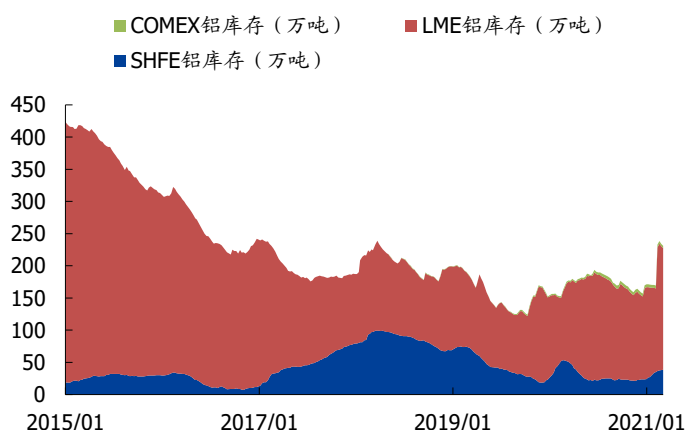
国内外电解铝库存小幅回落: 本周三大交易所库存周内下降 3.78 万吨至 224.05 万吨, 根据百川盈孚, 国内社库周内下降 3.98 万吨至 123.13 万吨, 呈现加速去库趋势, 社库比去年同期减少 28.38 万吨, 为近三年同期新低。从历史同期库存表现上看, 二季度进入铝消费传统旺季后库存或将进入去化阶段, 而一季度累库水平低于往年或将加剧后续库存水平趋紧。

图表 22: 进入 4 月以来, 国内电解铝库存持续去化 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 23: 三月内三大交易所电解铝库存上涨 61 万吨 (万吨)

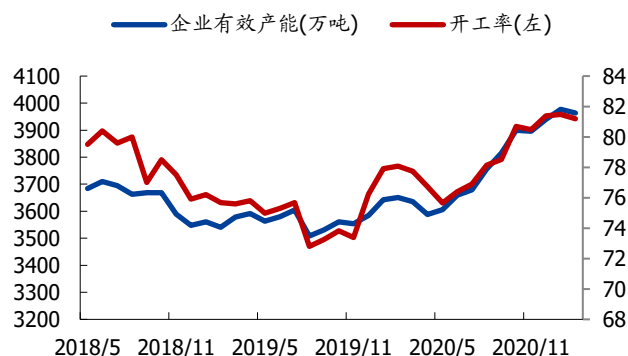


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

(3) 产业开工率及运营情况

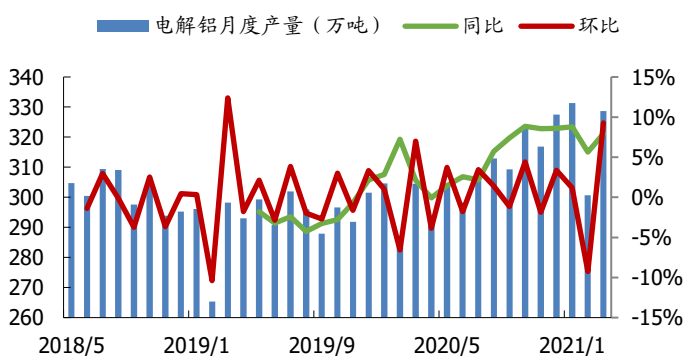
3 月电解铝开工率维持高位, 产量环比提升 9.3% 至 328.6 万吨。国内 3 月电解铝生产 328.6 万吨, 较去年同期增加 24.1 万吨, 平均产能利用率达 80.9%, 高铝价带动下生产端维持高景气。

图表 24: 国内电解铝企业 3 月开工率小幅回落至 80.9%



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

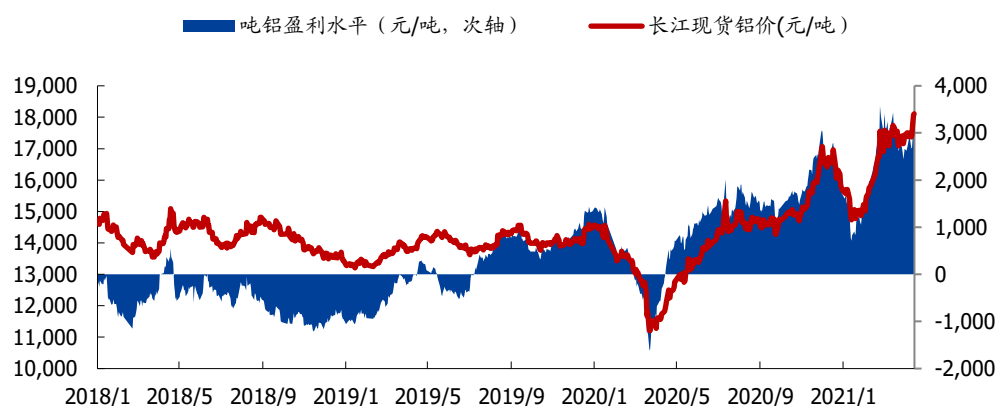
图表 25: 3 月电解铝产量环比增加 9.3% 至 328.6 万吨 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

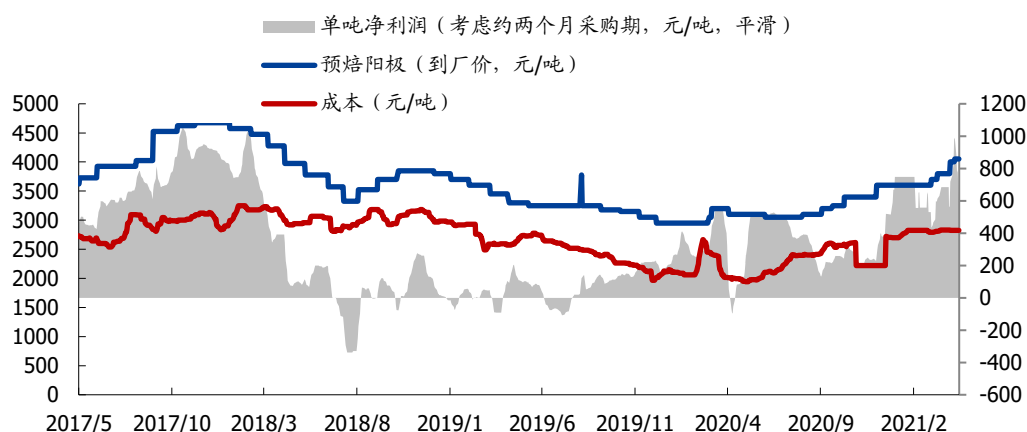
周内电解铝单吨盈利均值 2980 元/吨, 维持相对高位。铝价维持高位背景下, 剔除阳极、动力煤、氧化铝等原料成本后电解铝单吨盈利仍维持高位, 证明当前电解铝有效产能仍然紧缺。

图表 26: 铝价维持高位下, 本周电解铝单吨平均盈利落于 2980 元/吨



资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 27: 铝价高位下, 预焙阳极单吨平均盈利落于 571 元/吨



资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

(4) 铝材生产加工情况

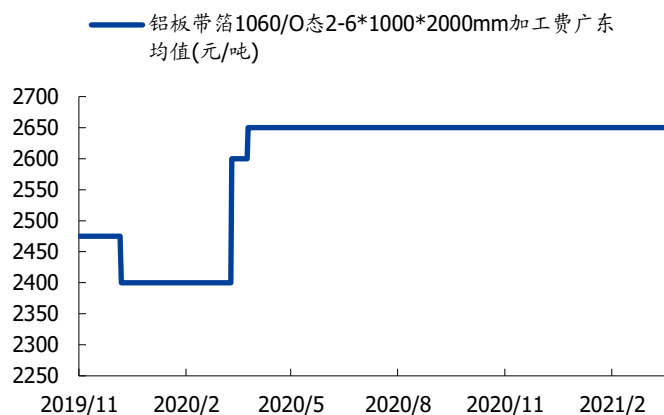
自春节效应结束后, 3 月铝材开工率回升, 自进入 4 月以来, 铝棒月均加工费恢复至 313.1 元/吨, 本周铝棒加工费均价维持在 326.1 元/吨。2 月受春节效应及节前补库影响, 铝材采购进入淡季, 产销及加工费均有下滑。3 月后随着下游复工复产, 铝材加工费开始修复, 进入 4 月以来, 铝棒加工费剧烈震荡, 至 16 日铝棒加工费已从 13 日 346.7 元/吨的高点回落至 16 日的 318.3 元/吨, 本周铝棒加工费均价维持在 326.1 元/吨; 3 月铝棒/铝板带箔开工率分别回升至 53%、49%, 对应产量分别为 85.4/114.5 万吨。

图表 28: 4 月至今, 铝棒月均加工费上涨至 313.1 元/吨



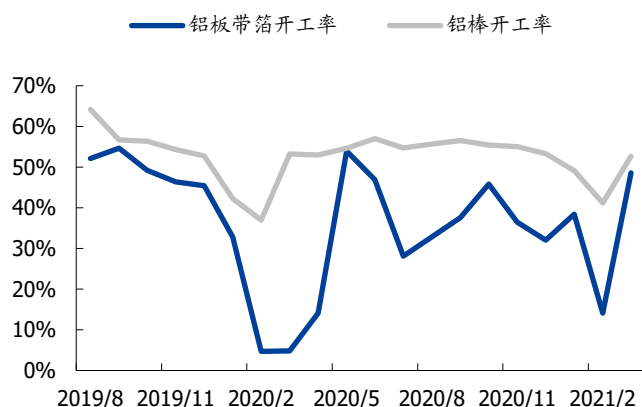
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 29: 铝板带箔加工费维持稳定



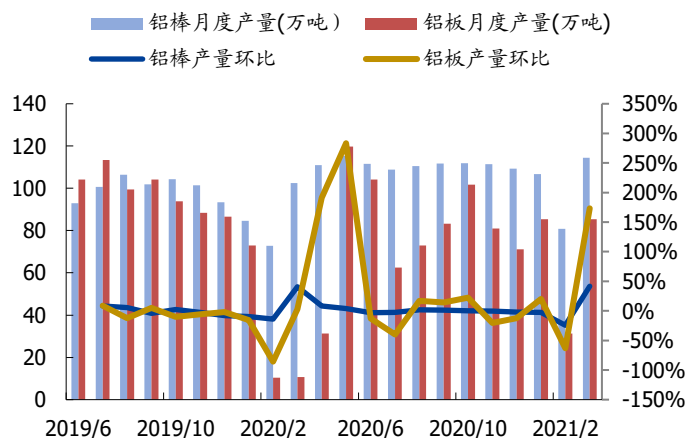
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 30: 3 月铝材开工率回升至 53%



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 31: 3 月铝棒、铝板产量环比分别提升 42%/173%



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

3.3、能源金属：锂辉石资源瓶颈加剧；印尼高冰镍投资热情延续

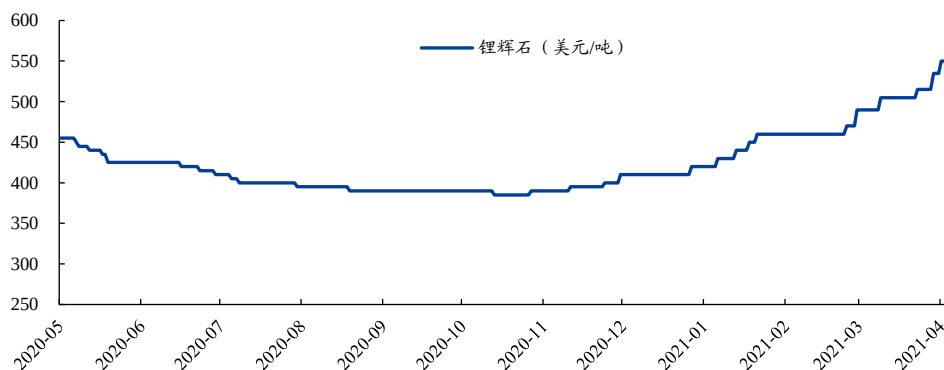
3.3.1、锂资源及锂盐：矿端紧张局面仍在持续，交易结构变迁或催化价格上行

- **碳酸锂：**①**价格方面：**本周碳酸锂报价稳于偏高价位，根据百川盈孚，电池级/工业级碳酸锂报价分别约 8.95 万元/吨、8.45 万元/吨，本周碳酸锂价格高位维稳，显示供应紧张格局；加之智利疫情加重、智利封关消息，碳酸锂供给预期偏紧，价格有望再度抬升。②**供应方面，**国内碳酸锂周产量约 4918 吨，周环比增 2.44%。③**需求&库存方面，**需求多为下游客户锁单，现货外销规模较少；库存方面伴随需求逐步抬升，生产商库存继续维持低位约 3374 吨，环增约 4.49%，贸易商仍存小规模库存但多为下游客户锁单。
- **氢氧化锂：**①**价格方面：**伴随海外需求抬升以及高端电池级氢氧化锂的供给瓶颈，周内氢氧化锂涨幅明显，周内电池级氢氧化锂（粗颗粒）市场成交价再度抬升，集中于 7.6-7.8 万元/吨，电池级氢氧化锂（微粉）成交价集中于 7.78-7.98 万元/吨，均价周环比再度提升约 2000 元/吨。②**供应方面，**国内氢氧化锂周度产量约 3264

吨，环比增 1.81%。③需求&库存方面，海外高端氢氧化锂需求进一步转暖，在生产端开工率进一步走高情况下，库存维持低位约 1759 吨，环降约 0.96%。

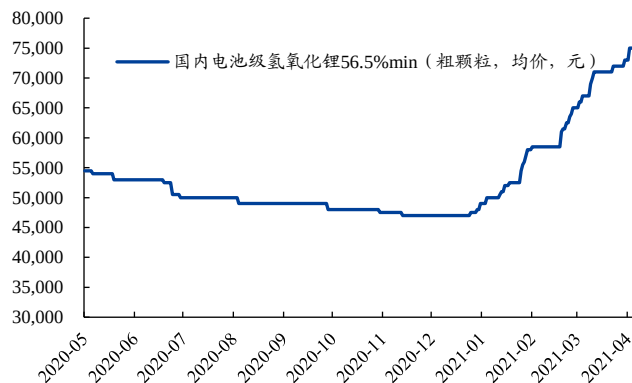
- **锂辉石**：本周锂辉石仍维持以长单交易为主，但价格增速抢眼，本周价格上涨至 570-590 美元/吨区间（CIF，不含税）；周内澳矿供应紧张的格局仍在持续，国内为数不多的现货交易交割价格或高至约 900-1000 元/吨度（人民币，含税）；另一方面海外锂辉石价格持续呈现上行趋势，锂辉石资源端瓶颈凸显。

图表 32: 锂辉石（6%min）交易以长约为主，现货端价格或呈现较高的溢价（美元/吨）



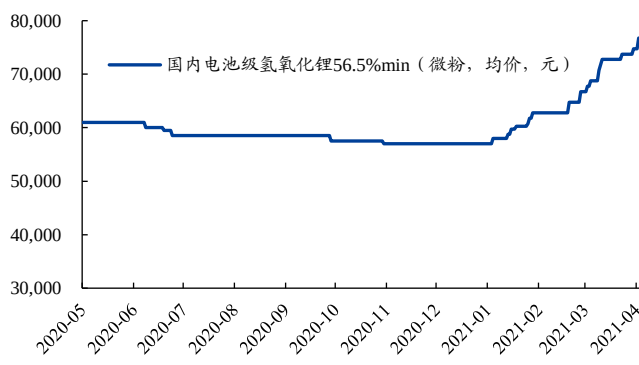
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 国内氢氧化锂（粗颗粒）进一步上行（元/吨）



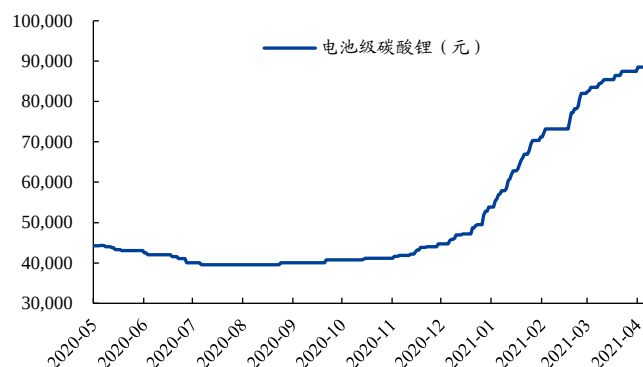
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 34: 国内电池级氢氧化锂（微粉）进一步上行（元/吨）



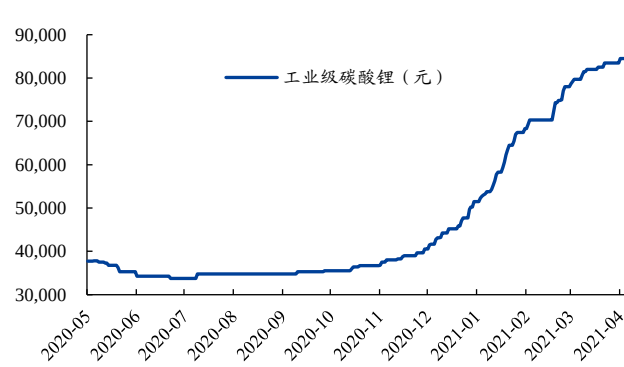
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 35: 国内电池级碳酸锂价格进一步上行 (元/吨)



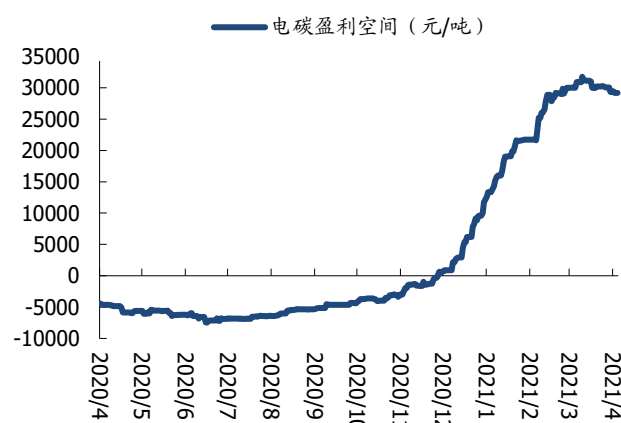
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 36: 国内工业级碳酸锂价格进一步上行 (元/吨)



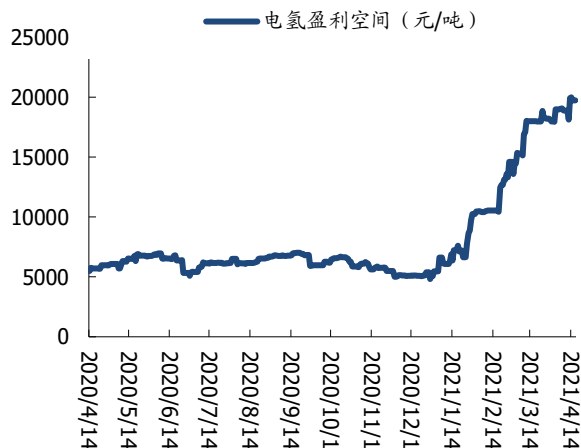
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 37: 电池级碳酸锂盈利空间略有回落至 2.92 万元/吨



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 38: 电池级氢氧化锂盈利空间持续上涨至 1.97 万元/吨



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

3.3.2、电池级镍盐：印尼高冰镍项目投资热情延续，镍豆酸溶经济窗口开启

- **硫酸镍：**
①价格方面：本周电池级硫酸镍价格回落并维稳于 3.35 万元/吨，周内再现国际资本入投印尼资源项目，显现市场极高的投资热度；新加坡星展银行集团与法国巴黎银行牵头与另 7 家银行组成财团，为印度尼西亚 PT Halmahera Persada Lydend 镍和钴电池项目提供为期 7 年 6 亿美金定期贷款及 0.25 亿美金营运贷款，投产后项目将使用高压酸浸技术生产制造新能源车电池的镍、钴冶炼厂；
②供应方面，本周国内硫酸镍产量约 9783.37 吨，环比降 1.20%；受原料供应偏紧（MHP 维持高折扣系数）且镍豆溶解经济性尚好，个别硫酸镍生产商小幅下调开工率。
③需求&库存方面，周内生产商库存环比下降 2.44%至 6,324 吨，伴随镍豆溶解经济性良好，以及原来材料价格高企，对传统硫酸镍生产商需求环比小幅走弱。

图表 39: 现货端硫酸镍相较镍铁价差见顶后开始收敛



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 40: 现货端硫酸镍相较金属镍价差见顶后小幅反弹

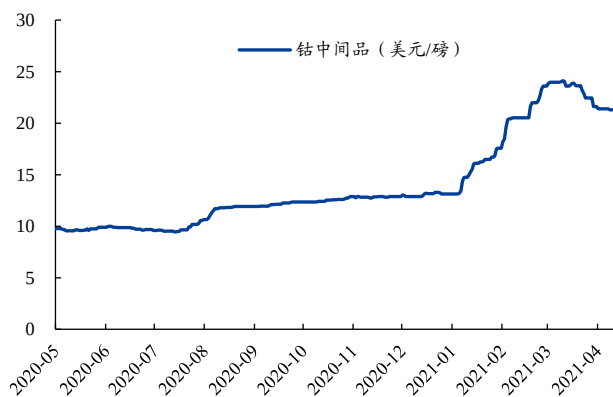


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3.3、钴原料及钴盐: 中间品折扣系数高位震荡, 市场仍待达成价格共识

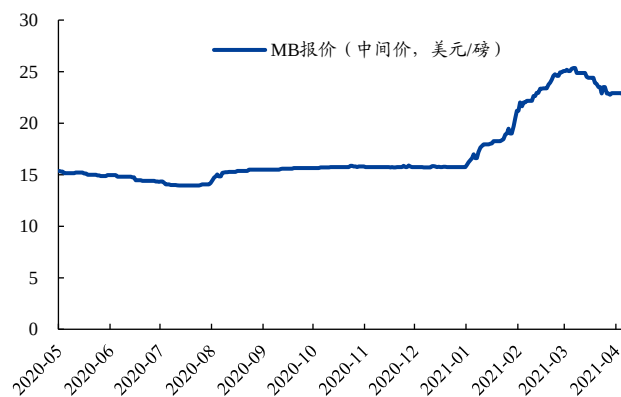
- **钴资源:** ①**价格方面:** 本周钴中间品报价约 19.91-20.63 美元/磅, 周下调约 1.08 美元/磅, 且计价系数稳定。②**供应方面,** 宁德时代以 1.375 亿美元收购洛阳钼业旗下 KFM25% 股份, 该公司持有 Kisanfu 矿山 95% 股份, 为当前世界最大未开发钴资源之一, 收购后未来矿山产量将按照股权比例分配。宁德时代向上游延伸收购钴矿, 间接说明未来钴原料仍将为动力电池原材料之一。③**需求&库存方面,** 南非疫情影响了一季度整体钴原料运输供应情况, 多数厂家库存水平较低; 二季度 3 月底至 4 月初或有原料逐步到岸, 库存短缺问题或逐步缓和。
- **电解钴:** 周内国内电钴报价维持震荡, 根据百川盈孚, 99.8%min 电钴报价约 35.8-36.6 元/吨, 受前期价格回调影响, 市场近期成交偏淡, 观望情绪较重, 或等待新一批南非钴中间品到岸 (4-5 月钴原料到岸逐步增多) 后达成新的稳态价格中枢。

图表 41: 钴中间品价格周内维稳



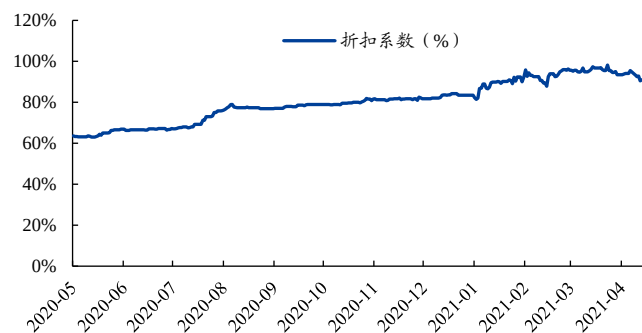
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 42: MB 钴价周围基本维稳



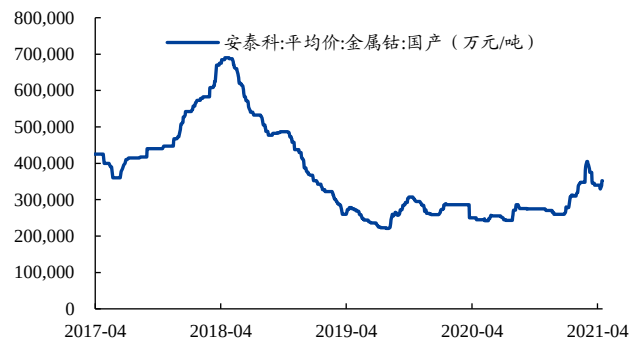
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 钴折扣系数维持约 90.91% 左右, 显现矿端维持供给紧张格局



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: 国内金属钴价格经前期略微会后重新抬头



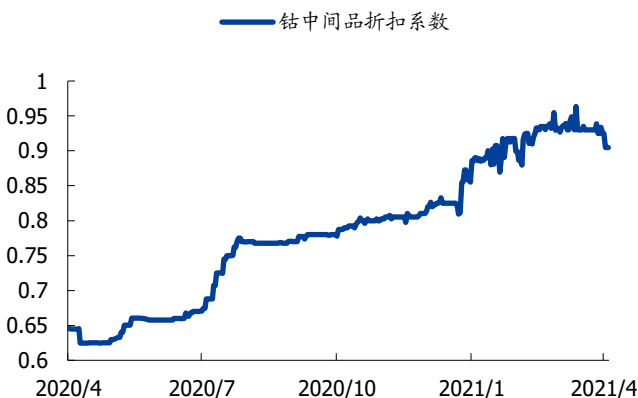
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 国内外钴价差维持 3.42 万元/吨高位



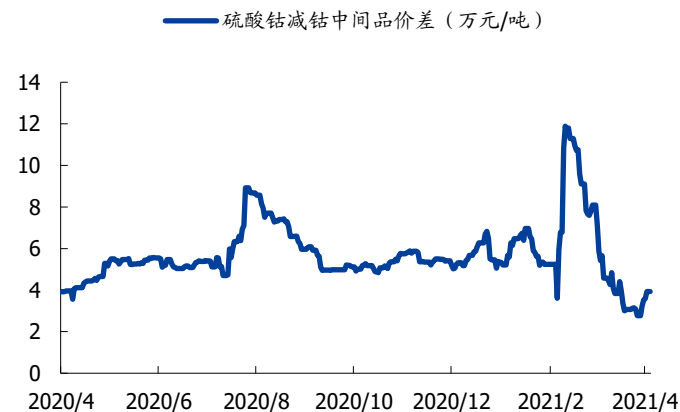
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 钴中间品折扣系数略有回落至 0.905



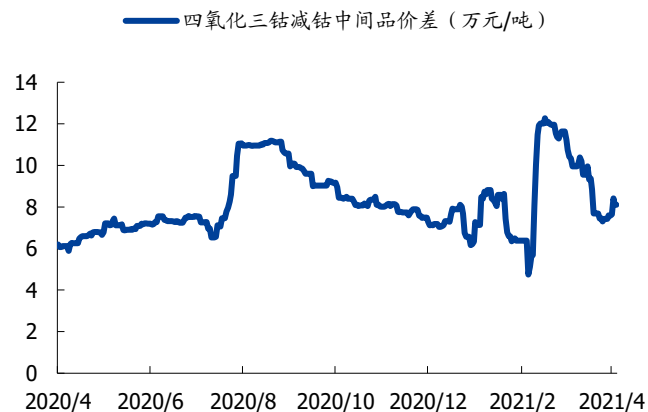
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 剔除钴原料后硫酸钴加工收入空间底部回升至 3.92 万元/吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 48: 剔除钴原料后四氧化三钴加工收入空间升至 8.1 万元/吨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

全球经济复苏不及预期风险：全球经济复苏不及预期将影响金属品消费水平，进而影响金属价格超预期变动；

全球疫情发展超预期风险：全球疫情变化将影响终端消费水平及矿产资源开采运输，进而影响全球金属供需关系，使金属价格超预期波动；

地缘政治风险：多类金属品核心供给地域上较为集中，若供给国突发政治变动，可能影响金属资源供给，进而影响金属价格。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com