

有色金属

旺季去库支撑铜铝价格稳升，锂期货上市增加新变量

贵金属：美国通胀“靴子落地”，加息预期与通胀预期齐升温，短期金价或维持震荡。①**名义利率：**周内十年期美债利率由1.58%小幅上涨至1.65%，美国财长耶伦表示为确保经济不会过热，某个时点需小幅加息。该立场与当前美联储短期维持利率零附近存在预期差，市场或将担忧缩表和加息提前到来，抬升长端债市场利率，压制金价；②**通胀预期：**周内披露4月Markit及ISM制造业PMI，分别录得60.5/60.7，其中ISM制造业PMI低于预期。由于ISM统计PMI更为主观化，本轮不达预期或间接证明市场对短期经济复苏过于乐观；③**美元指数：**美指四月以来首次回涨，佐证当前市场在交易流动性收紧预期，美指与名义利率同比上行将继续压制贵金属价格走势。

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，**智利主要港口和矿山工人进行全国性罢工，预计影响10万吨铜精矿产销及运输，边际强化铜供需格局；②**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。2021电网投资规划同比增长2.71%，铜消费有望维持高景气增长；③**库存方面，**本周全球铜库存再次去化，佐证全球库存年内高点已现，下游已接受铜价高位，并开始接单补库。供需阶段性好转有望直接传递至价格中枢上移，铜价有望延续走强；（2）**铝：**①**库存方面：**交易所库存周内下降1.43至219.14万吨，国内社库下降2.46至115.6万吨，去库速度略有下移。②**供给方面：**内蒙因能耗双控压制电解铝当地供给，本周省内合计停/减产产能维持32.2万吨，复产周期存较大不确定性，后续新投40万吨产能进度或低于预期；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制品生产商或将开启补库。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。

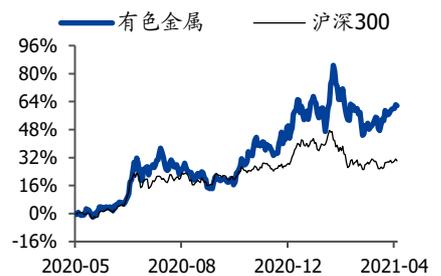
能源金属：锂期货上市或影响行业定价；印尼高冰镍投资热情延续。（1）**锂：**①本周氢氧化锂及碳酸锂价格维稳，电池级氢氧化锂（粗颗粒）成交价集中于7.9-8.0万元/吨，电池级碳酸锂集中于8.95万元/吨。海外锂辉石价格上行拉动氢氧化锂终端售价，产业链利润空间或将向资源端转移；②2021年5月3日芝商所（CME Group）氢氧化锂CIF CJK（Fastmarkets）期货上市交易，此前1月26日，伦敦交易所（LME）计划于2021年6月14日周一上线锂盐期货合约，两个交易所合约均采用Fastmarkets公布的氢氧化锂价格进行现金结算；锂期货上市或削弱龙头供应商定价权，但锂商品存在保质期瓶颈，商品期货交易量及影响力仍待进一步观察。（2）**镍：**本周电池级硫酸镍价格维稳于3.10万元/吨。周度产量及库存数据基本维稳，证明短期硫酸镍供需稳定；周内印尼力勤湿法HPAL红土镍矿项目投产，印尼湿法“红土镍矿-电池级硫酸镍”路径打通或刺激新一轮印尼镍资源开发热潮，后续产业动向值得密切关注。（3）**钴：**本周钴中间品报价约19.91-18.55美元/磅，周下调约0.64美元/磅；一季度中国钴原料进口2.11万金属吨，同增6%，3月进口0.82万金属吨，环增29%，同减3%。3月以来，南非船期、集装箱数据边际好转，预计国内四月钴原料到港紧张问题逐步缓解，但仍难以恢复去年同期水平。

推荐继续围绕工业金属消费旺季下供需改善、通胀预期升温以及EV上游能源金属三条主线布局投资。（1）**自上而下：**短期看，二季度为工业金属消费旺季，铜、铝库存正式进入去库阶段，需求修复下铜、铝价格有望受基本面支撑。（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

- 《有色金属：旺季来临拉动铜铝去库，EV热销能源金属延续高景气》2021-04-25
- 《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》2021-04-18
- 《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
- 《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			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603979	金诚信	买入	0.63	0.85	1.40	1.95	25.02	18.54	11.26	8.08

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

一、周观点：旺季去库支撑铜铝价格稳升，锂期货上市增加新变量	4
二、周度数据跟踪	5
2.1、股票周度涨跌：电工合金、章源钨业、菲利华涨幅分居前三	5
2.2、金属价格及库存变动：基本金属价格上涨，钴、贵金属价格下跌；铝、锡去库明显	5
三、贵金属震荡，基本金属强势，能源金属延续差异化	7
3.1、贵金属：加息预期与通胀预期齐升，金价短期或波动率抬升	7
3.1.1、黄金：名义利率+美元指数上行，叠加通胀落地金价或维持震荡	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：锂期货上市增加新变量；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：印尼湿法 HPAL 镍项目投产验证技术路径，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: 本周电工合金领涨	5
图表 2: 本周园城黄金领跌	5
图表 3: 本周国内外贵金属价格下跌	5
图表 4: 周内基本金属价格除铅外齐涨，内盘镍、锡价格上涨 7.61%、5.09%	6
图表 5: 氢氧化锂、电解镍价格周涨幅居前，工业级碳酸锂、四氧化三钴、电解钴价格下跌	6
图表 6: 交易所基本金属库存多数下降，LME 铝有所上升，铜库存周内下降明显	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: 加息预期抬升，美十债利率小幅上涨	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: 近期金银比横向震荡	8
图表 12: 周内隐含通胀小幅上行至 2.42%	9
图表 13: 铜金比周内呈现较高涨幅	9
图表 14: 美元指数周内稳定于 112.36	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震荡因素 (万吨)	10
图表 17: 本周全球铜表观库存减少 0.69 万吨 (万吨)	10
图表 18: 本周铜粗炼费 (TC) 维稳于 29.57 美元/干吨相对低点	10
图表 19: 国内 3 月电解铜产量为 86 万吨 (万吨)	10
图表 20: 4 月铜杆加工费横向震荡	11
图表 21: 3 月铜材加工企业维持合理运营水平 (万吨)	11
图表 22: 2021 年第 16 周国内电解铝库存减少 2.46 万吨 (万吨)	12
图表 23: 四月内三大交易所电解铝库存稳步回落 (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，本周电解铝单吨盈利再次走升至 3541 元/吨以上高位	13

图表 27: 铝价高位下, 预焙阳极单吨平均盈利升至 1,025 元/吨.....	13
图表 28: 本周铝棒月均加工费大幅上涨至 355 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 90.49%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 4.27 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 4.11 万元/吨.....	18
图表 48: 剔除钴原料后四氧化三钴加工收入空间微跌至 6.8 万元/吨.....	18

一、周观点：旺季去库支撑铜铝价格稳升，锂期货上市增加新变量

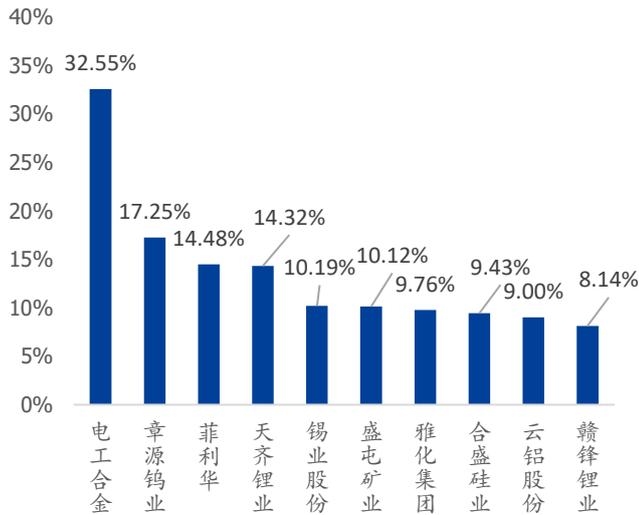
- 贵金属：美国通胀“靴子落地”，加息预期与通胀预期齐升温，短期金价或维持震荡。**
 - ①**名义利率：**周内十年期美债利率由 1.58% 小幅上涨至 1.65%，美国财长耶伦表示为确保经济不会过热，某个时点需小幅加息。该立场与当前美联储短期维持利率零附近存在预期差，市场或将担忧缩表和加息提前到来，抬升长端债市场利率，压制金价；
 - ②**通胀预期：**周内披露 4 月 Markit 及 ISM 制造业 PMI，分别录得 60.5/60.7，其中 ISM 制造业 PMI 低于预期。由于 ISM 统计 PMI 更为主观化，本轮不达预期或间接证明市场对短期经济复苏过于乐观；
 - ③**美元指数：**美指四月以来首次回涨，佐证当前市场在交易流动性收紧预期，美指与名义利率同比上行将继续压制贵金属价格走势。
- 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，**智利主要港口和矿山工人进行全国性罢工，预计影响 10 万吨铜精矿产销及运输，边际强化铜供需格局；
 - ②**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。2021 电网投资规划同比增长 2.71%，铜消费有望维持高景气增长；
 - ③**库存方面，**本周全球铜库存再次去化，佐证全球库存年内高点已现，下游已接受铜价高位，并开始接单补库。供需阶段性好转有望直接专递至价格中枢上移，铜价有望延续走强；**(2) 铝：**
 - ①**库存方面：**交易所库存周内下降 1.43 至 219.14 万吨，国内社库下降 2.46 至 115.6 万吨，去库速度略有下移。
 - ②**供给方面：**内蒙因能耗双控压制电解铝当地供给，本周省内合计停/减产产能维持 32.2 万吨，复产周期存较大不确定性，后续新投 40 万吨产能进度或低于预期；
 - 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制品生产商或将开启补库。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：锂期货上市或影响行业定价；印尼高冰镍投资热情延续。(1) 锂：**
 - ①本周氢氧化锂及碳酸锂价格维稳，电池级氢氧化锂（粗颗粒）成交价集中于 7.9-8.0 万元/吨，电池级碳酸锂集中于 8.95 万元/吨。海外锂辉石价格上行拉动氢氧化锂终端售价，产业链利润空间或将向资源端转移；
 - ②2021 年 5 月 3 日芝商所 (CME Group) 氢氧化锂 CIF CJK (Fastmarkets) 期货上市交易，此前 1 月 26 日，伦敦交易所 (LME) 计划于 2021 年 6 月 14 日周一上线锂盐期货合约，两个交易所合约均采用 Fastmarkets 公布的氢氧化锂价格进行现金结算；**锂期货上市或削弱龙头供应商定价权，但锂商品存在保质期瓶颈，商品期货交易及影响力仍待进一步观察。(2) 镍：**
 - 本周电池级硫酸镍价格维稳于 3.10 万元/吨。周度产量及库存数据基本维稳，证明短期硫酸镍供需稳定；
 - 周内印尼力勤湿法 HPAL 红土镍矿项目投产，印尼湿法“红土镍矿-电池级硫酸镍”路径打通或刺激新一轮印尼镍资源开发热潮，后续产业动向值得密切关注。**(3) 钴：**
 - 本周钴中间品报价约 19.91-18.55 美元/磅，周下调约 0.64 美元/磅；
 - 一季度中国钴原料进口 2.11 万金属吨，同增 6%，3 月进口 0.82 万金属吨，环增 29%，同减 3%。
 - 3 月以来，南非船期、集装箱数据边际好转，预计国内四月钴原料到港紧张问题逐步缓解，但仍难以恢复去年同期水平。
- 推荐继续围绕工业金属消费旺季下供需改善、通胀预期升温以及 EV 上游能源金属三条主线布局投资。(1) 自上而下：**短期看，二季度为工业金属消费旺季，铜、铝库存正式进入去库阶段，需求修复下铜、铝价格有望受基本面支撑。**(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：电工合金、章源钨业、菲利华涨幅分居前三

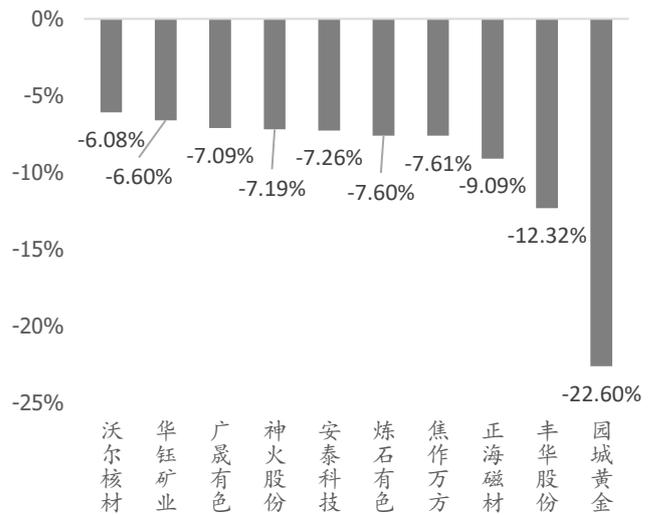
- **股票价格：**回顾本周，有色板块涨跌不一，电工合金领涨，周涨幅达 32.55%；周内跌幅最大为园城黄金，跌幅为 22.60%。

图表 1：本周电工合金领涨



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：本周园城黄金领跌



资料来源：Wind，国盛证券研究所

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

- **贵金属价格：**截至 4 月 30 日，内外盘微跌。黄金方面，内外盘均有所下跌，COMEX 黄金现价为 1767.7 元/盎司，周度下跌 10.1 美元，跌幅 0.57%，SHFE 黄金收于 370.1 元/克，周度下跌 5.0 元，跌幅 1.32%。白银方面，COMEX 白银收于 25.9 美元/盎司，周微跌 0.77%，SHFE 白银下跌 73.0 元/千克至 5376.0 元/千克，周跌幅为 1.34%。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 3.04%，同期 SHFE 黄金上涨 3.51%；COMEX 白银上涨 5.47%，同期 SHFE 白银大涨 6.73%，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：本周国内外贵金属价格下跌

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
COMEX 黄金	美元/盎司	1,767.7	-10.1	-0.57%	3.04%	-6.72%
COMEX 白银	美元/盎司	25.9	-0.2	-0.77%	5.47%	-2.04%
SHFE 黄金	元/克	370.1	-5.0	-1.32%	3.51%	-6.33%
SHFE 白银	元/千克	5,376.0	-73.0	-1.34%	6.73%	-3.74%

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铅外普涨，镍、锡领涨，铜、铝维持涨势，国内铅价微跌**0.69%**。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镍、锡涨幅领先，分别上涨7.79%、7.27%，LME铜、铝小幅涨势，分别涨幅4.89%、2.14%至9,983美元/吨和2,430美元/吨。从内盘价格来看，镍价周涨7.61%达129,130元/吨，SHFE铅周跌0.69%至15,200元/吨。

图表4：周内基本金属价格除铅外齐涨，内盘镍、锡价格上涨7.61%、5.09%

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	2,430	51.0	2.14%	8.70%	22.67%
LME 铜	美元/吨	9,983	465.0	4.89%	12.86%	28.70%
LME 锌	美元/吨	2,945	127.0	4.51%	4.90%	7.29%
LME 铅	美元/吨	2,117	74.5	3.65%	6.95%	6.76%
LME 镍	美元/吨	17,457	1261.0	7.79%	8.09%	5.12%
LME 锡	美元/吨	28,745	1949.0	7.27%	13.62%	41.67%
SHFE 铝	元/吨	18,885	630.0	3.45%	9.89%	22.04%
SHFE 铜	元/吨	72,010	2680.0	3.87%	9.75%	24.22%
SHFE 锌	元/吨	21,940	555.0	2.60%	1.41%	5.30%
SHFE 铅	元/吨	15,200	-105.0	-0.69%	-1.01%	3.09%
SHFE 镍	元/吨	129,130	9130.0	7.61%	6.65%	3.86%
SHFE 锡	元/吨	192,110	9310.0	5.09%	10.57%	26.67%

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，电解镍价格周涨幅居前，工业级碳酸锂、四氧化三钴、电解钴价格下跌。细分来看，锂产品方面，本周氢氧化锂价格表现较好，氢氧化锂电池级和微粉级分别上涨0.2万元/吨至8.19万元/吨和8.28万元/吨，周涨幅为2.50%、2.48%，工业级碳酸锂微跌1.78%，电池级碳酸锂持稳；钴产品方面，四氧化三钴、电解钴价格周内分别下跌1.48%、2.27%，硫酸钴价格维稳；镍产品方面，本周电解镍价格表现突出，周内上涨0.88万元/吨至13.07万元/吨，周涨幅为7.22%。

图表5：氢氧化锂、电解镍价格周涨幅居前，工业级碳酸锂、四氧化三钴、电解钴价格下跌

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	8.30	-0.15	-1.78%	-0.60%	61.24%
电池级碳酸锂	万元/吨	8.95	0.00	0.00%	2.36%	66.30%
电池级氢氧化锂	万元/吨	8.19	0.20	2.50%	10.83%	54.48%
微粉级氢氧化锂	万元/吨	8.28	0.20	2.48%	10.70%	45.18%
四氧化三钴	元/千克	292.50	-5.00	-1.68%	-10.69%	43.03%
硫酸钴	万元/吨	7.75	0.00	0.00%	-4.91%	32.48%
电解钴	万元/吨	34.50	-0.80	-2.27%	-3.63%	23.66%
硫酸镍	万元/吨	3.35	0.00	0.00%	-2.19%	5.51%
高镍铁	元/镍	1,090.00	30.00	2.83%	0.00%	1.87%
电解镍	万元/吨	13.07	0.88	7.22%	4.06%	1.87%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **库存变动:** 本周铜去库明显, 其余金属的交易所库存变动不一。本周铜库存继续明显下滑, LME 铜降库 4.85 万吨至 10.73 万吨, 周降 31.12%, SHFE 铜库存下降 3.06 万吨至 17.18 万吨, 周降 15.14%; LME 铝库存上升 10.67 万吨至 190.36 万吨, SHFE 铝降 1.38 万吨至 36.39 万吨; 锌、铅个别交易所去库, LME 锌和 SHFE 铅分别去库 2.76 和 0.21 万吨, 库存分别周降 9.39%、3.53%。

图表 6: 交易所基本金属库存多数下降, LME 铝有所上升, 铜库存周内下降明显

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	190.36	10.67	5.94%	0.35%	41.45%
	SHFE 万吨	36.39	-1.38	-3.67%	-3.92%	62.30%
	COMEX 万吨	4.06	0.96	30.98%	20.87%	-12.56%
铜	LME 万吨	10.73	-4.85	-31.12%	-25.76%	-0.63%
	SHFE 万吨	17.18	-3.06	-15.14%	-8.79%	98.20%
	COMEX 万吨	7.01	0.32	4.71%	-1.80%	-9.60%
锌	LME 万吨	26.60	-2.76	-9.39%	-1.79%	31.54%
	SHFE 万吨	12.32	2.08	20.31%	4.01%	331.12%
铅	LME 万吨	12.45	1.16	10.22%	4.05%	-6.71%
	SHFE 万吨	5.81	-0.21	-3.53%	36.08%	26.62%
镍	LME 万吨	25.98	-0.44	-1.67%	-0.18%	5.30%
	SHFE 万吨	1.26	0.40	47.23%	17.87%	-30.41%
锡	LME 万吨	0.18	0.03	18.77%	3.67%	-2.91%
	SHFE 万吨	0.89	0.13	17.85%	5.20%	61.70%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

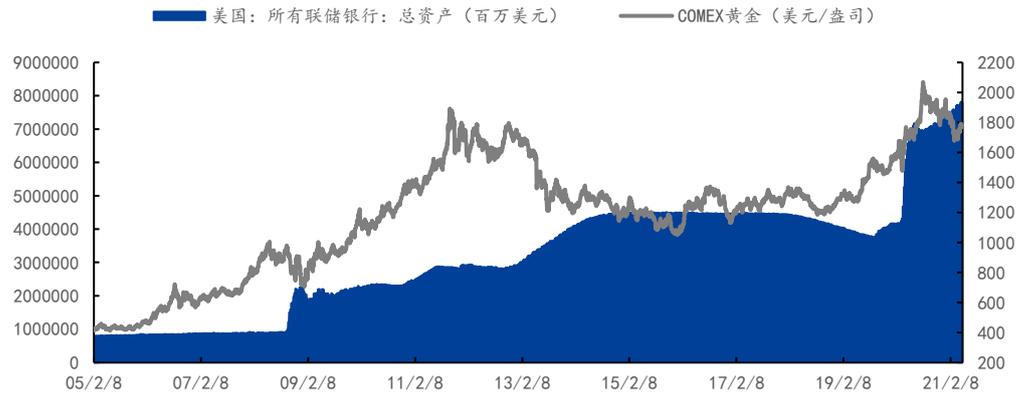
三、贵金属震荡, 基本金属强势, 能源金属延续差异化

3.1、贵金属: 加息预期与通胀预期齐升, 金价短期或波动率抬升

3.1.1、黄金: 名义利率+美元指数上行, 叠加通胀落地金价或维持震荡

- **黄金:** ①**名义利率:** 周内十年期美债利率边际回升, 由 1.58% 小幅上涨至 1.65%, 10 年-2 年期美债利率自 1.42% 走阔至 1.49%, 收益率曲线陡峭; 美国财长耶伦于本周一表示有可能小幅加息, 以确保经济不会过热。但该立场与当前美联储预测至 2023 年利率维持零附近存在预期差, 市场或将担忧流动性收紧提前到来。②**美元指数:** 至 5 月 4 日美指由 90.83 上涨至 91.27, 四月以来美指首次回涨, 佐证当前市场在交易流动性收紧预期; ③**通胀预期:** 美国披露 4 月 Markit 及 ISM 制造业 PMI, 分别录得 60.5/60.7, 其中 ISM 制造业 PMI 较预期值 65 减少 4.3, 大幅低于预期。ISM 统计 PMI 采用采购主管调查编制方式, 更为主观化。本轮 ISM 统计 PMI 不达预期, 或间接证明市场对短期经济复苏过于乐观, 从而收缩通胀预期。

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



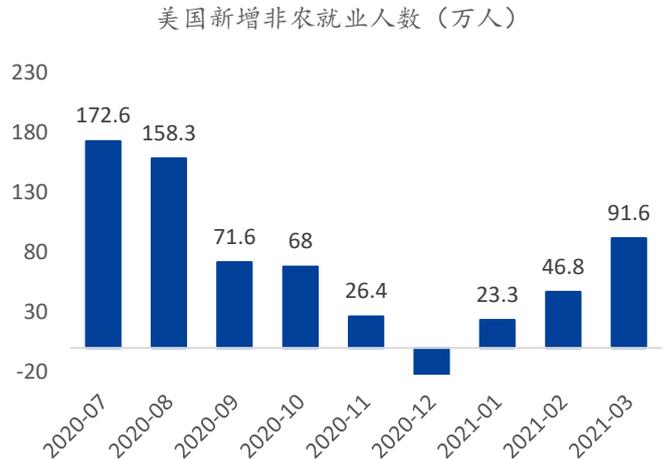
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 加息预期抬升, 美十债利率小幅上涨



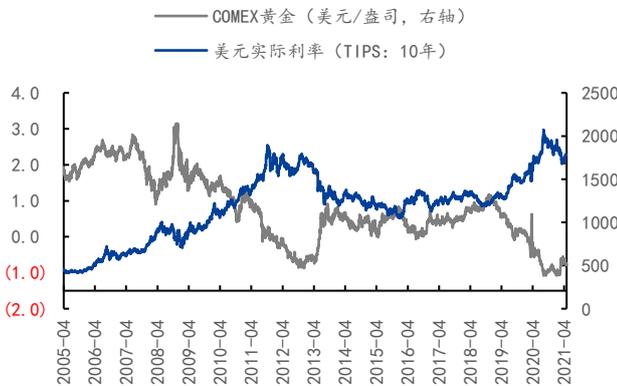
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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



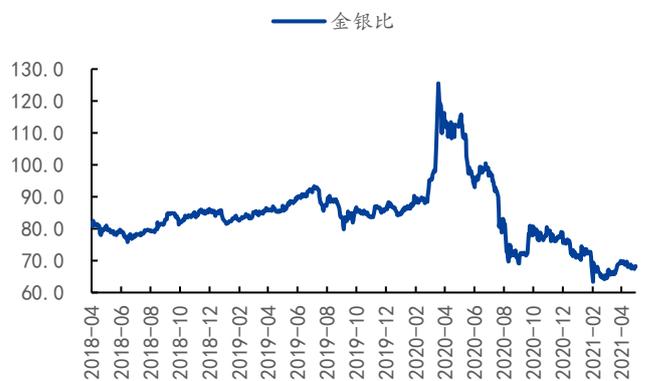
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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: 近期金银比横向震荡



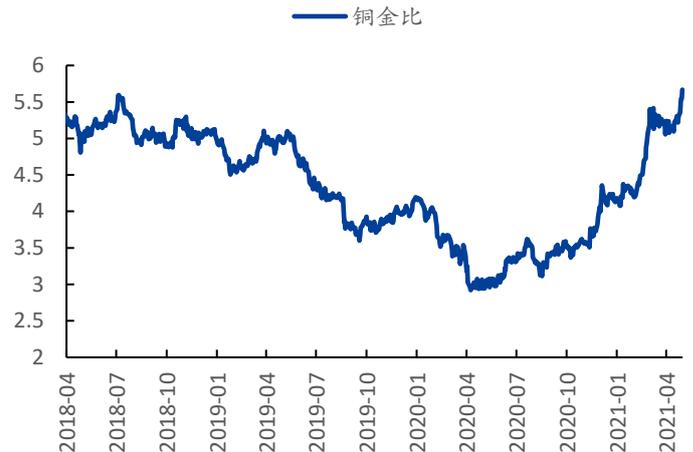
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 周内隐含通胀小幅上行至 2.42%



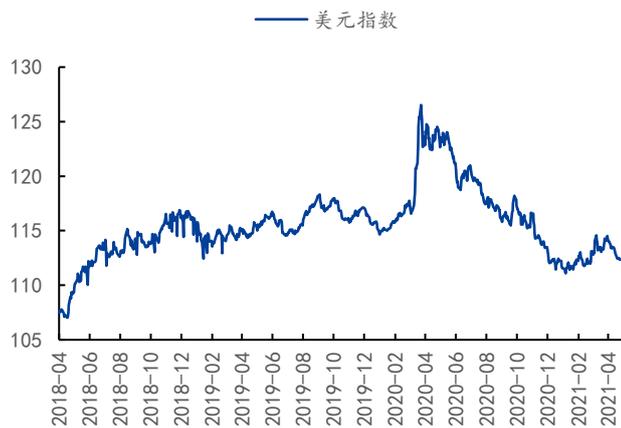
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 铜金比周内呈现较高涨幅



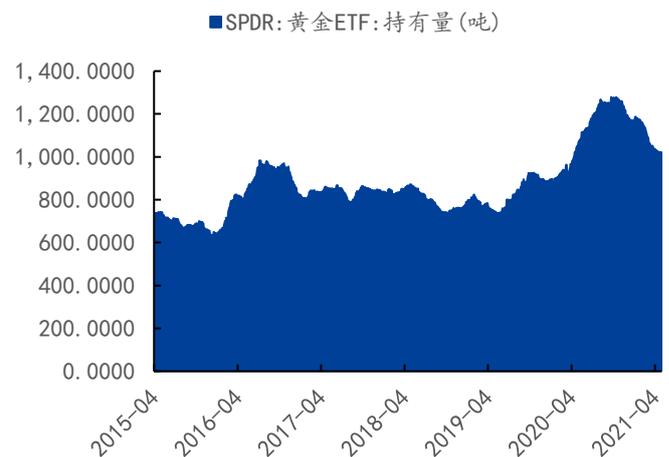
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 美元指数周内稳定于 112.36



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

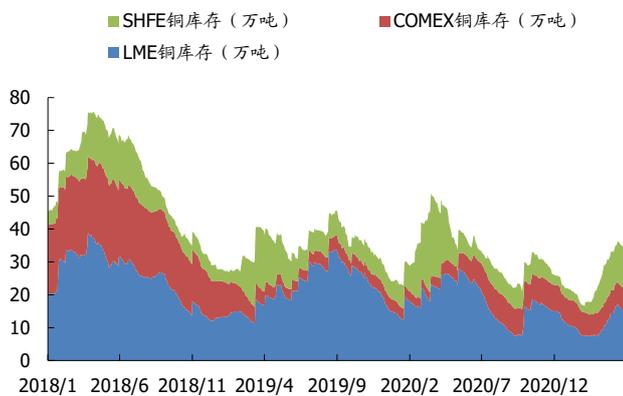
库存延续去化，上半年铜价涨势有望延续。①本周铜价延续上周涨势，沪铜结算价继续上涨 3.87%至 72,010 元/吨，LME 铜上涨 4.89%至 9,983 美元/吨，沪伦比由 7.34 下滑至 7.21；全球显性库存（国内+三大交易所）为 108.31 万吨，周内去库 0.69 万吨，其中三大交易所库存下降 0.52 万吨，国内库存小幅减少 0.17 万吨。②宏观方面，美国 2021 一季度实际 GDP 年化季率录得 6.4%，较预期值 6.1%高出 0.3%。同期居民实际个人消费支出季率达 10.7%，略高于预期值 10.5%。考虑到 3 月美国失业率降幅超预期，实体经济复苏超预期，利好铜价上行；③供给上，周内智利主要港口和矿山工人进行全国性罢工，预计影响 10 万吨铜精矿产销及运输，边际强化铜供需格局；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。2021电网投资规划同比增长2.71%至4,730亿元,铜消费有望维持高景气增长;③向后看,二季度为铜消费传统旺季,一般呈现库存去化走势。本周全球铜库存再次去化,佐证全球库存年内高点已现,下游已接受铜价高位,并开始接单补库,供需阶段性好转有望直接传递至价格中枢上移,铜价有望延续走强。

(2) 全球铜库存及加工费跟踪

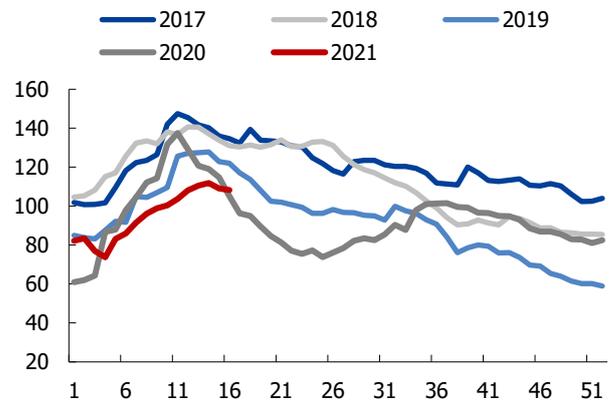
全球铜库存峰值已现,周内全球表观库存去化。至4月30日全球显性库存(国内+三大交易所)为108.31万吨,周内去库0.69万吨,较上周去库幅度下滑,其中LME铜库存减少1万吨,国内社库降低0.43万吨。二季度为铜传统消费旺季,库存开始步入去库阶段,今年受前期铜价上涨过快影响,下游订单尚未充分释放,导致累库周期较往年延长约3周,而本周持续降库佐证全球库存年内高点已现,需求景气度进一步向好。

图表 16: LME 铜累库为表观库存核心震荡因素 (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减少 0.69 万吨 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

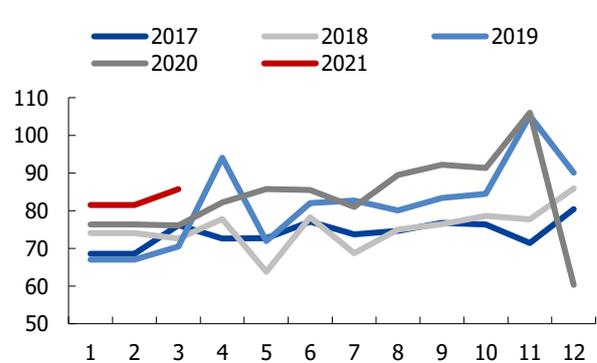
冶炼费进一步降低,精矿供应或将不足。至4月底国内TC现货持续下跌至29.57美元/干吨,跌破大多数冶炼厂现金成本,主因为近期智利疫情确诊破百万,秘鲁面临疫情第二次冲击,南美铜供给或迎来新一轮缩减,市场或将再次陷入精矿供给不足局面,导致冶炼费进一步压低。

图表 18: 本周铜粗炼费 (TC) 维稳于 29.57 美元/干吨相对低点



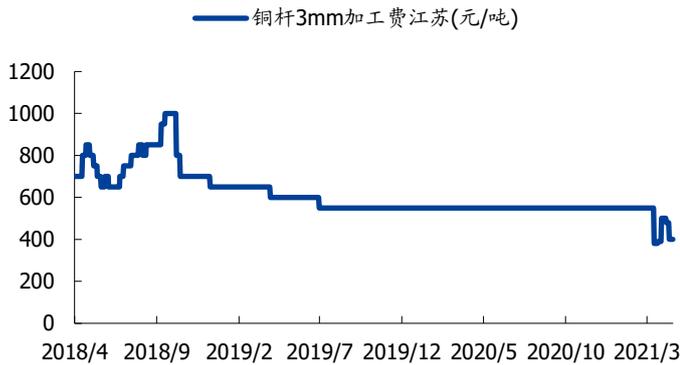
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 国内 3 月电解铜产量为 86 万吨 (万吨)



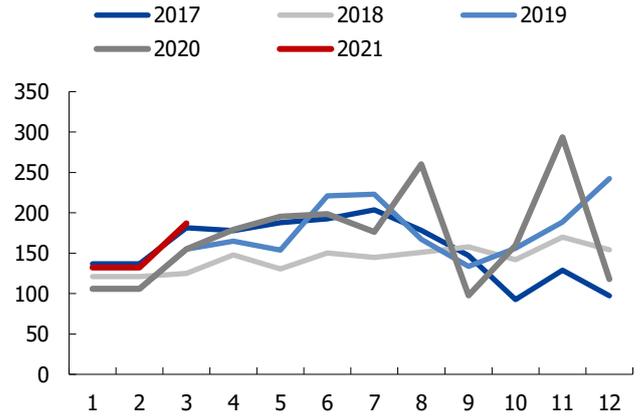
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 1、2月产量数据取1~2月均值

图表 20: 4月铜杆加工费横向震荡



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 21: 3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

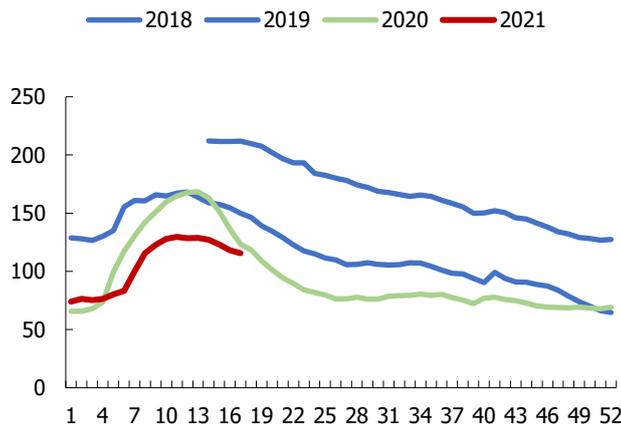
(1) 周度观点

本周去库幅度弱化, 库存低位叠加消费旺季来临, Q2 电解铝价有望维持强势。①价格方面: 本周沪铝上涨 3.45%至 18,885 元/吨, LME 铝上涨 2.14%至 2,430 美元/吨。②库存方面: 三大交易所库存周内下降 1.43 万吨至 219.14 万吨, 根据百川盈孚, 国内社库周内下降 2.46 万吨至 115.6 万吨, 去库速度略有下移, 社库比去年同期减少 7.6 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, 本周省内合计停/减产产能维持 32.2 万吨, 复产周期存较大不确定性, 后续新投 40 万吨产能进度或低于预期。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。⑤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

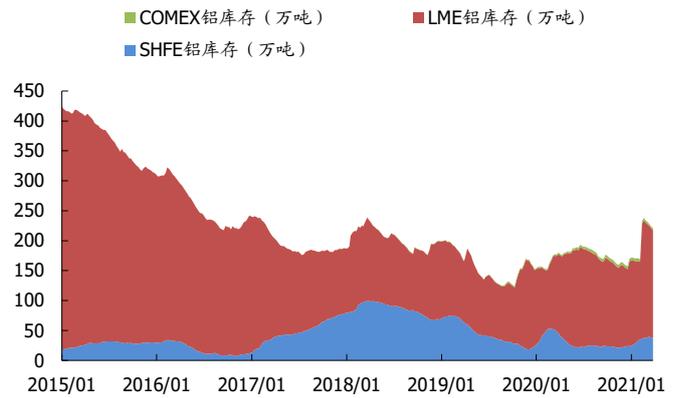
国内外电解铝库存小幅回落: 本周三大交易所库存周内再次下降 1.43 万吨至 219.14 万吨, 根据百川盈孚, 本周国内社库下降 2.46 万吨至 115.6 万吨, 呈现加速去库趋势, 社库比去年同期减少 7.6 万吨, 为近三年同期新低。从历史同期库存表现上看, 二季度进入铝消费传统旺季后库存或将进入去化阶段, 而一季度累库水平低于往年或将加剧后续库存水平趋紧。

图表 22: 2021 年第 16 周国内电解铝库存减少 2.46 万吨 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 23: 四月内三大交易所电解铝库存稳步回落 (万吨)

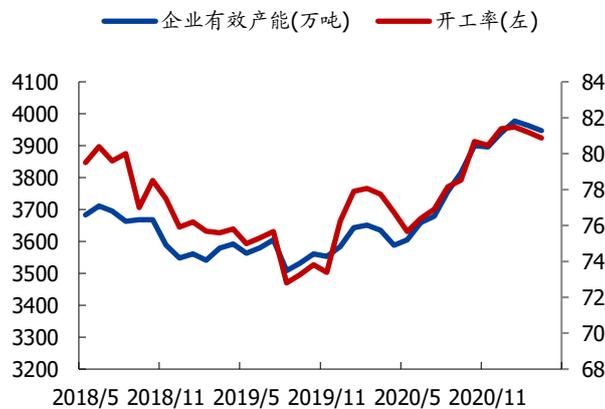


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

(3) 产业开工率及运营情况

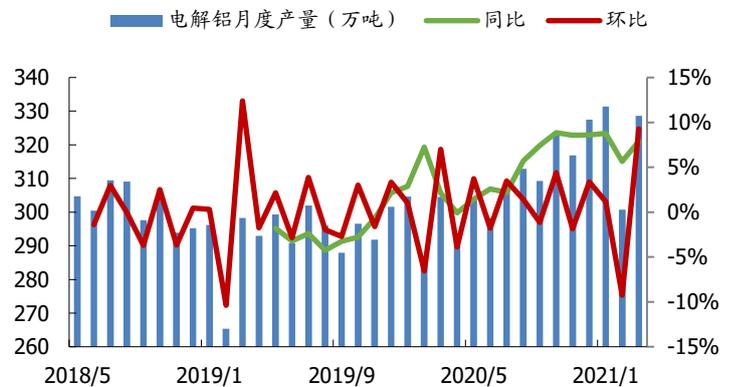
3 月电解铝开工率维持高位, 产量环比提升 9.3% 至 328.6 万吨。国内 3 月电解铝生产 328.6 万吨, 较去年同期增加 24.1 万吨, 平均产能利用率达 80.9%, 高铝价带动下生产端维持高景气。

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升至 3,541 元/吨, 再次走高。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, 本周电解铝单吨盈利再次走升至 3541 元/吨以上高位



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升至 1,025 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

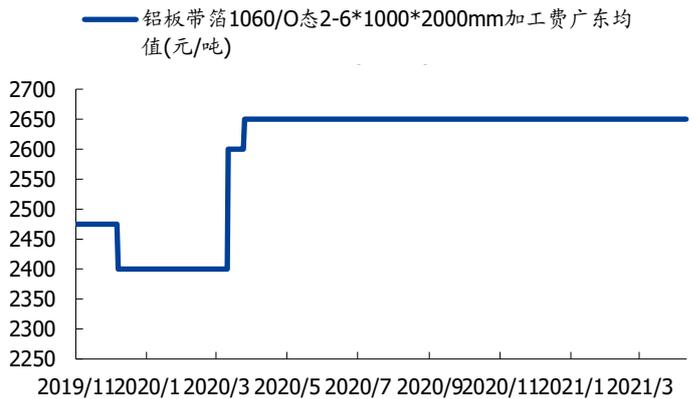
自春节效应结束后, 3月铝材开工率回升。4月以来, 铝棒月均加工费恢复至 313.1 元/吨, 本周小幅上涨至 365 元/吨。2月受春节效应及节前补库影响, 铝材采购进入淡季, 产销及加工费均有下滑。3月后随着下游复工复产, 铝材加工费开始修复, 进入4月以来, 铝棒加工费剧烈震荡, 至30日铝棒加工费已从300元/吨的回升至365元/吨。3月铝棒/铝板带箔开工率分别回升至53%、49%, 对应产量分别为85.4/114.5万吨。

图表 28: 本周铝棒月均加工费大幅上涨至 355 元/吨



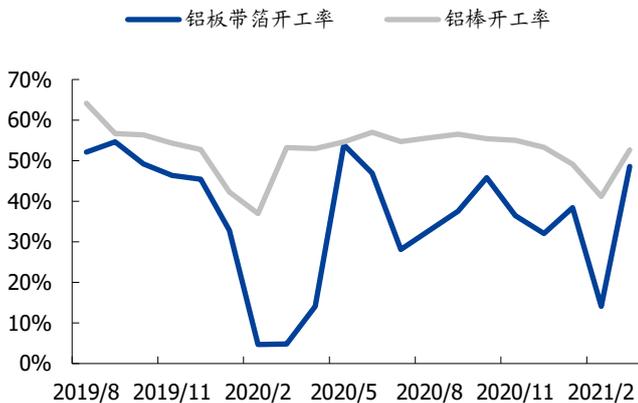
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 29: 铝板带箔加工费维持稳定



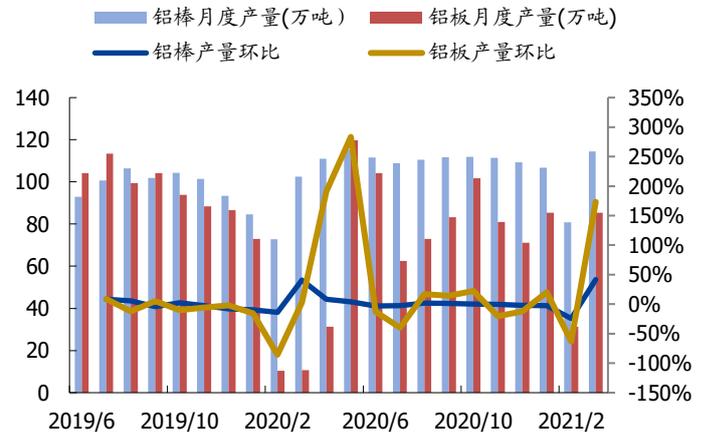
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

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：锂期货上市增加新变量；印尼高冰镍投资热情延续

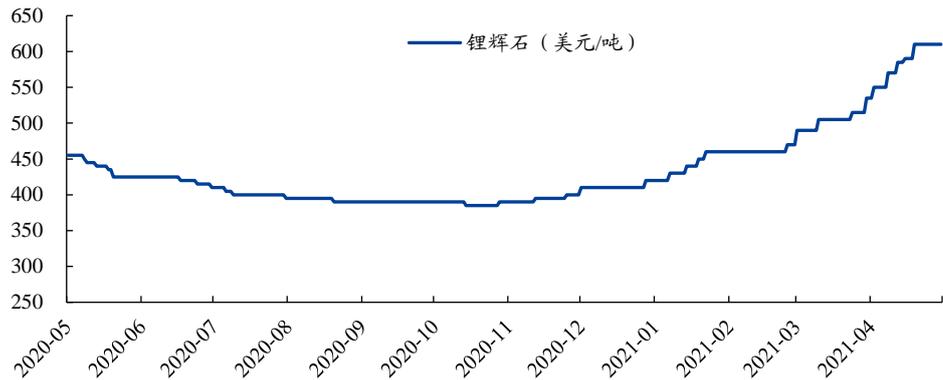
3.3.1、锂资源及锂盐：矿端紧张局面仍在持续，交易结构变迁或催化价格上行

- 2021 年 5 月 3 日芝商所 (CME Group) 氢氧化锂 CIF CJK (Fastmarkets) 期货上市交易, 此前 1 月 26 日, 伦敦交易所 (LME) 计划于 2021 年 6 月 14 日周一上线锂盐期货合约, 两个交易所合约均采用 Fastmarkets 公布的氢氧化锂价格进行现金结算; 锂期货上市或削弱龙头供应商定价权, 但锂商品存在保质期瓶颈, 商品期货交易及影响力仍待进一步观察。
- **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、8.30 万元/吨, 工业级碳酸锂价格周内小幅下跌 0.15 万元/吨; ②**供应方面,** 国内碳酸锂周产量约 5,248 吨, 周环比增 1.04%。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 3,317 吨, 环降约 0.75%, 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 7.9-8.0 万元/吨，电池级氢氧化锂（微粉）成交价集中于 8.00-8.10 万元/吨，均价周环比再度提升约 1000 元/吨。**②供应方面**，国内氢氧化锂周度产量约 3,498 吨，环比增 3.71%。**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 1716 吨，环降 0.92%。

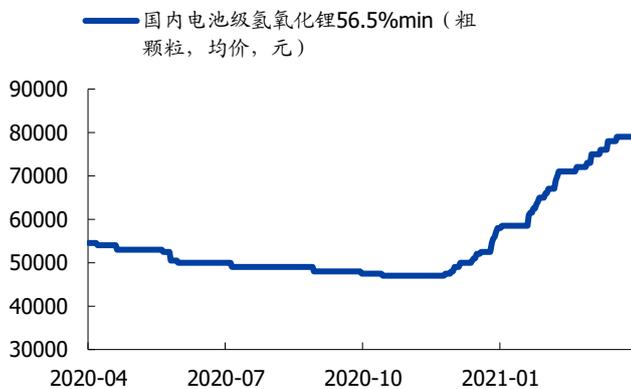
- **锂辉石**：本周锂辉石仍维持以长单交易为主，但价格增速抢眼，本周价格维稳于 610 美元/吨水平（CIF，不含税）；周内澳矿供应紧张的格局仍在持续，国内为数不多的现货交易交割价格或高至约 900-1000 元/吨度（人民币，含税）；另一方面海外锂辉石价格持续呈现上行趋势，锂辉石资源端瓶颈凸显。

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）



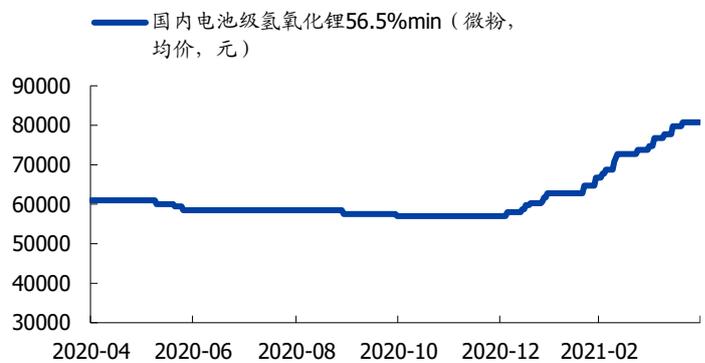
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 国内氢氧化锂（粗颗粒）进一步上行（元/吨）



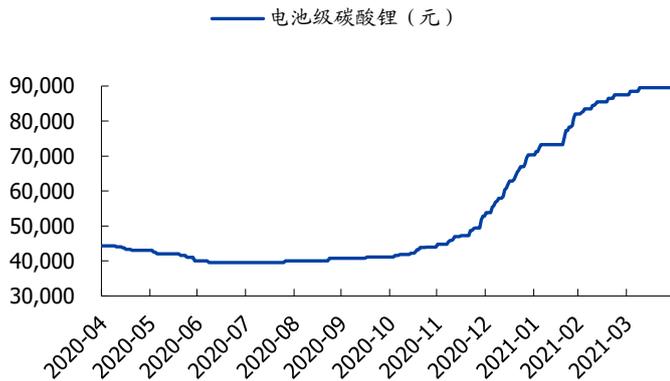
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 34: 国内电池级氢氧化锂（微粉）进一步上行（元/吨）



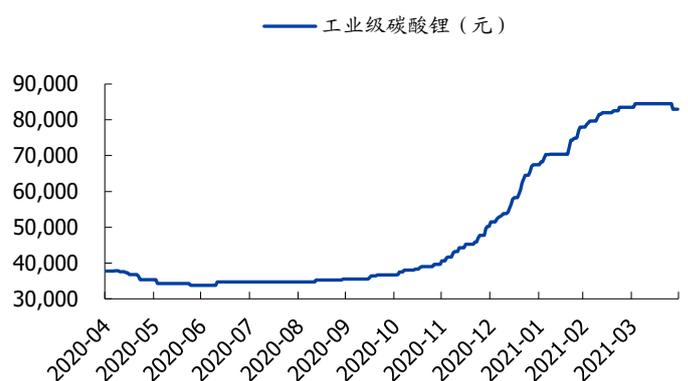
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 35: 国内电池级碳酸锂价格进一步上行 (元/吨)



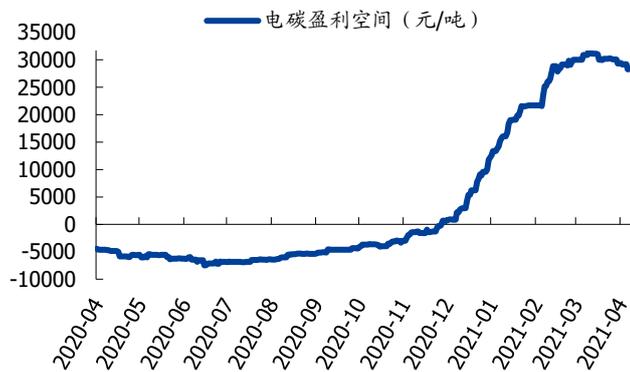
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 36: 国内工业级碳酸锂价格进一步上行 (元/吨)



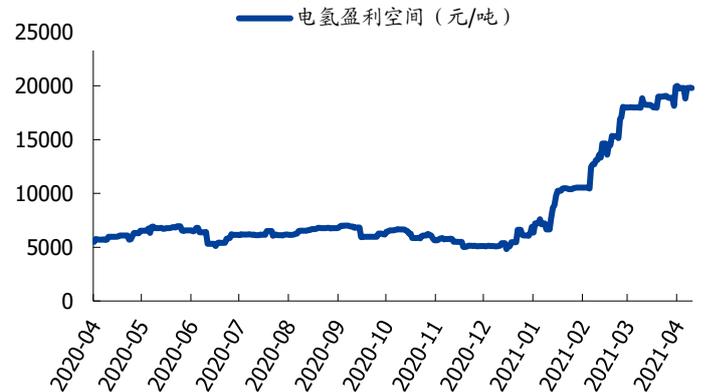
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

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：印尼湿法 HPAL 镍项目投产验证技术路径，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价格回落并维稳于 3.10 万元/吨；②**供应方面，**本周国内硫酸镍产量约 9689.12 吨，环比降 0.48%；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 0.08%至 6,282 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。周内印尼力勤湿法 HPAL 红土镍矿项目投产，印尼湿法“红土镍矿-电池级硫酸镍”路径打通或刺激新一轮印尼镍资源开发热潮，后续产业动向值得密切关注。

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

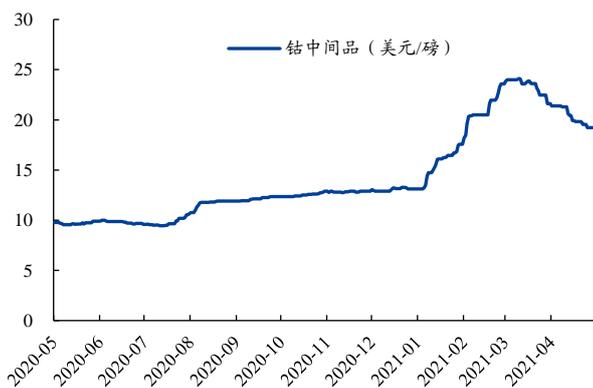


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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

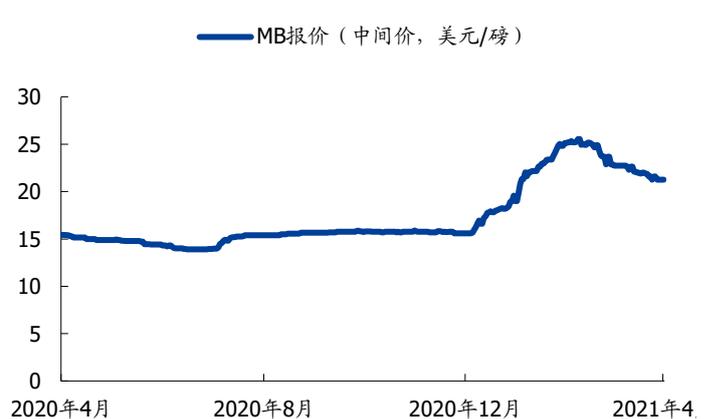
- **钴资源:** ①**价格方面:** 本周钴中间品报价约 19.91-18.55 美元/磅, 周下调约 0.64 美元/磅, 计价系数稳定, 降幅收窄。②**供应方面,** 3 月钴原料进口(折金属量)6,810 吨, 同比减少 9%, 环比增加 24%, 步入 4 月后钴进口受到港滞影响弱化, 供给或进一步走强。③**需求&库存方面,** 南非疫情影响了一季度整体钴原料运输供应情况, 多数厂家库存水平较低; 4 月初开始原料逐步到岸, 库存短缺问题或逐步缓和。
- **电解钴:** 周内国内电钴报价再次下跌, 根据百川盈孚, 99.8%min 电钴报价约 34.0-35.1 元/吨, 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



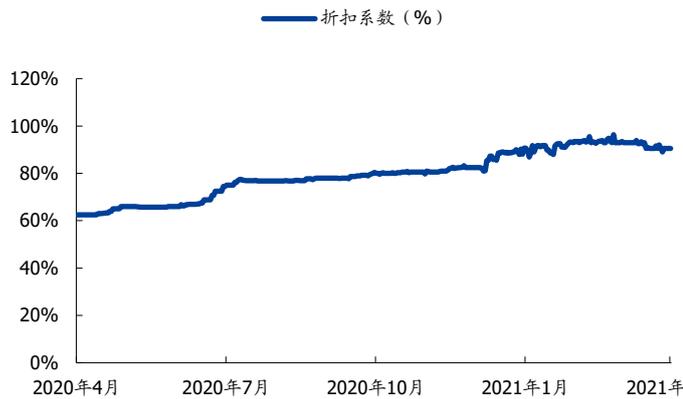
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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 90.49%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



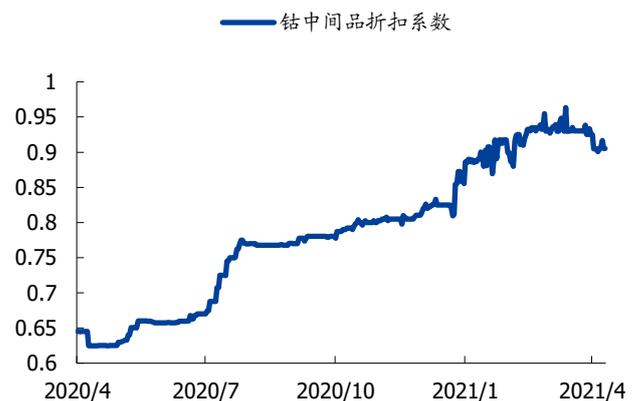
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 国内外钴价差维持 4.27 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 4.11 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微跌至 6.8 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